

Evolución de los mercados financieros en 2003 y principios de 2004

SUBDIRECCIÓN GENERAL
DE ANÁLISIS FINANCIERO Y ESTRATÉGICO

El artículo analiza la evolución de los mercados financieros en 2003 y en las primeras semanas de 2004. Este período se ha caracterizado por un cambio de tendencia en los mercados financieros en relación a los ejercicios anteriores al producirse una notable revalorización bursátil y significativas reducciones de los diferenciales entre los tipos de interés de los bonos corporativos y emitidos por países emergentes y de la deuda pública de los países desarrollados. Los mercados financieros anticiparon la recuperación económica de la segunda mitad del año, favorecida por la relajación de las condiciones monetarias. Existen, no obstante, factores de riesgo micro y macroeconómicos, cuya superación es necesaria para consolidar este cambio de tendencia.

Palabras clave: política monetaria, mercados monetarios, política fiscal, tipos de interés, deuda pública, deuda corporativa, deuda de los países emergentes, renta variable, bolsas, divisas, mercados de cambios.

Clasificación JEL: G15.



EN PORTADA

Introducción

Los mercados financieros desempeñan un papel esencial en la asignación del ahorro a los procesos productivos, condicionando tanto la evolución coyuntural de las economías como su crecimiento económico en el largo plazo. Resulta, pues, más que justificado el interés de los agentes económicos en el análisis de su evolución.

Este artículo tiene por objeto describir los aspectos más significativos de la evolución de los mercados financieros internacionales en 2003 y primeras semanas de 2004. Este período es especialmente relevante en la medida en que, tras el estallido de la burbuja tecnológica y la aparición de sonoros escándalos empresariales en los últimos años, los mercados financieros invirtieron la tendencia de los ejercicios anteriores, caracterizada por la depreciación de los activos de renta variable y la apreciación de algunos activos de

renta fija, entre los que cabe destacar la deuda pública. A continuación se recogen las principales líneas que marcaron la evolución de los mercados en 2003, tratando de determinar si los cambios observados pueden ser sostenibles en el tiempo.

Un comienzo de año marcado por la aversión al riesgo

El año 2003 comenzó condicionado por el aumento de la tensión geopolítica derivada de la crisis de Irak. Durante el primer trimestre, la evolución de los mercados financieros quedó marcada por la mayor aversión al riesgo de los inversores ante la incertidumbre sobre el desenlace del conflicto y sus posibles riesgos económicos y, en particular, ante la posibilidad de un *shock* de oferta generado por el aumento del precio de las materias primas energéticas. En este contexto, el crecimiento económico de las principales economías se

resintió, creciendo moderadamente la japonesa, claramente por debajo de su potencial la estadounidense y estancándose la de la zona euro.

El aumento de la volatilidad en los mercados financieros y la menor preferencia por el riesgo de los inversores favorecieron la demanda de los activos financieros de menor riesgo, beneficiándose particularmente la deuda pública por su papel de activo refugio. De este modo, las rentabilidades de la deuda pública y de los activos monetarios cayeron sensiblemente, mientras que la renta variable mantuvo la tendencia bajista de los meses anteriores.

Cuando se hizo evidente que la guerra iba a ser inevitable, repuntaron ligeramente las rentabilidades de la deuda pública en Estados Unidos y Europa, lo que no impidió, sin embargo, el inicio de la recuperación bursátil. La mejora de las bolsas estuvo determinada por la reducción de la aversión al riesgo, reflejada en la caída de los niveles de volatilidad implícita.

Tras el conflicto bélico, los mercados se mantuvieron a la espera de la evolución de la coyuntura, siendo un factor favorable durante este período los descensos del precio de las materias primas energéticas y, en particular, del petróleo, cuyo precio ya habían descontado a la baja los contratos de futuros.

Sin embargo, los datos macroeconómicos que se iban conociendo decepcionaron las expectativas del mercado. Por otra parte, el comunicado del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal estadounidense de principios de mayo hacía referencia al riesgo de *una sustancial caída de la inflación desde niveles ya reducidos*. Ello suscitó comentarios sobre el posible riesgo de deflación en Estados Unidos y la posibilidad de que la FED se viera forzada a aplicar medidas heterodoxas de política monetaria y, entre ellas, la adquisición de valores del Tesoro estadounidense en el mercado, hecho que no acontecía desde la II Guerra Mundial.

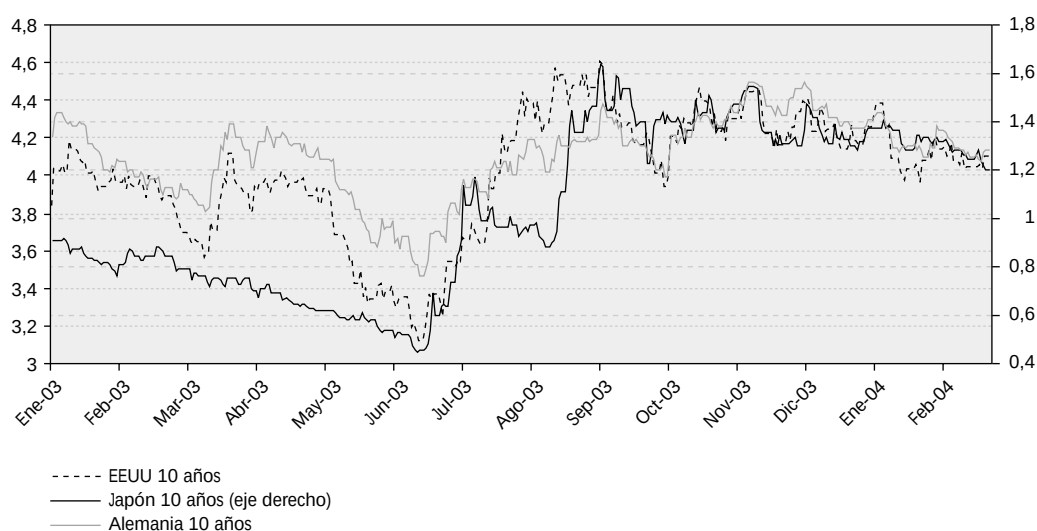
Los mercados de deuda pública reaccionaron con una significativa apreciación en los precios, hasta alcanzarse mínimos históricos de rentabilidad en Estados Unidos, Europa y Japón a mediados de junio. La revalorización se centró, sobre todo, en los instrumentos de más largo plazo, provocando el aplanamiento de las curvas. La deuda pública estadounidense tuvo un mejor comportamiento que la europea, ampliándose el diferencial entre el *Treasury* a 10 años y el *Bund* alemán.

Debe destacarse que en este período, a pesar de que la deuda pública nominal tuviera un mejor comportamiento que la indexada a la inflación, el mercado no descontó un escenario de deflación en Estados Unidos. Adicionalmente, la sensible caída



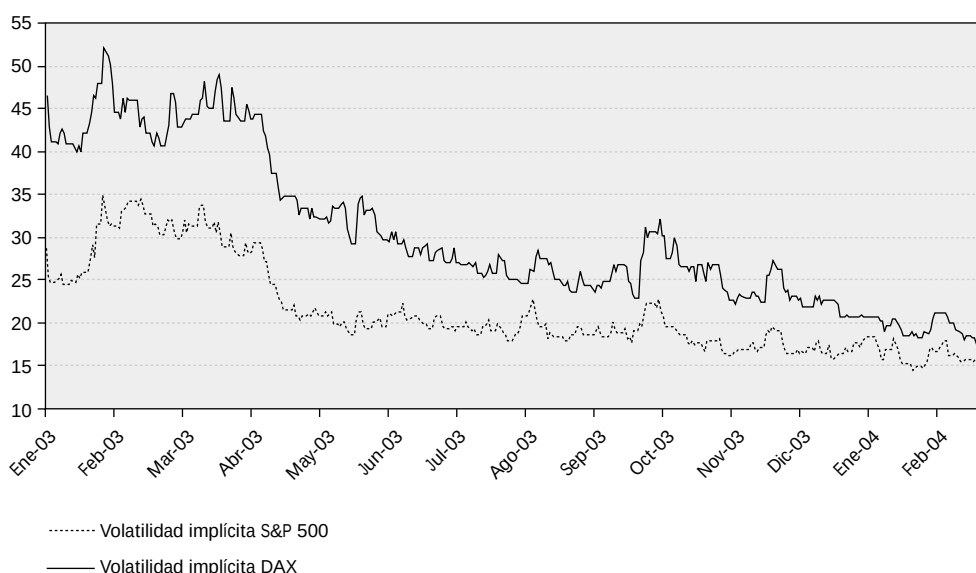
EN PORTADA

GRAFICO 1
EVOLUCION DE LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA PUBLICA.
Activos a 10 años



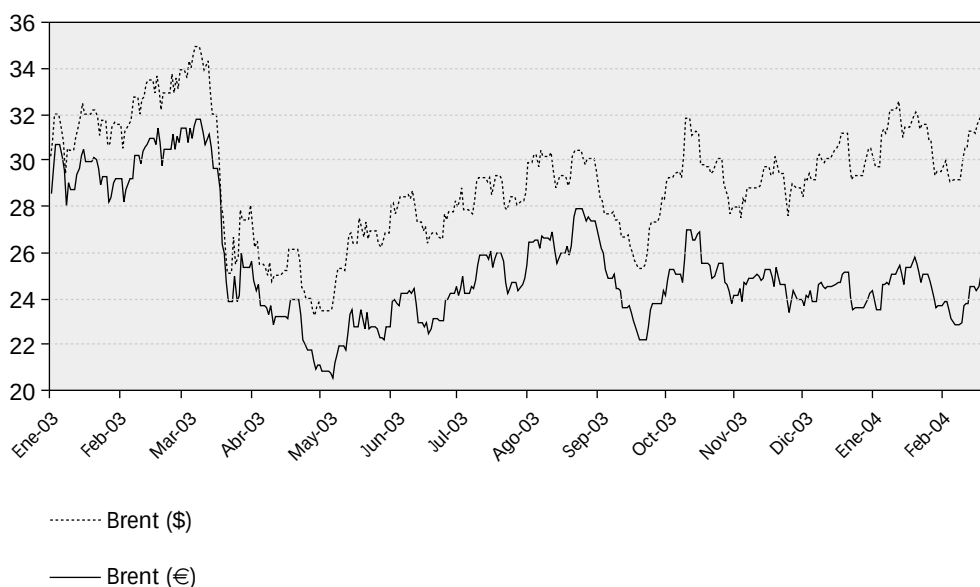
Fuente: Bloomberg.

GRAFICO 2
EVOLUCION VOLATILIDAD IMPLICITA DE LOS INDICES STANDARD&POOR'S 500 Y FAX



Fuente: Bloomberg.

GRAFICO 3
EVOLUCION DE LA COTIZACION DEL PETROLEO BRENT



Fuente: Bloomberg.



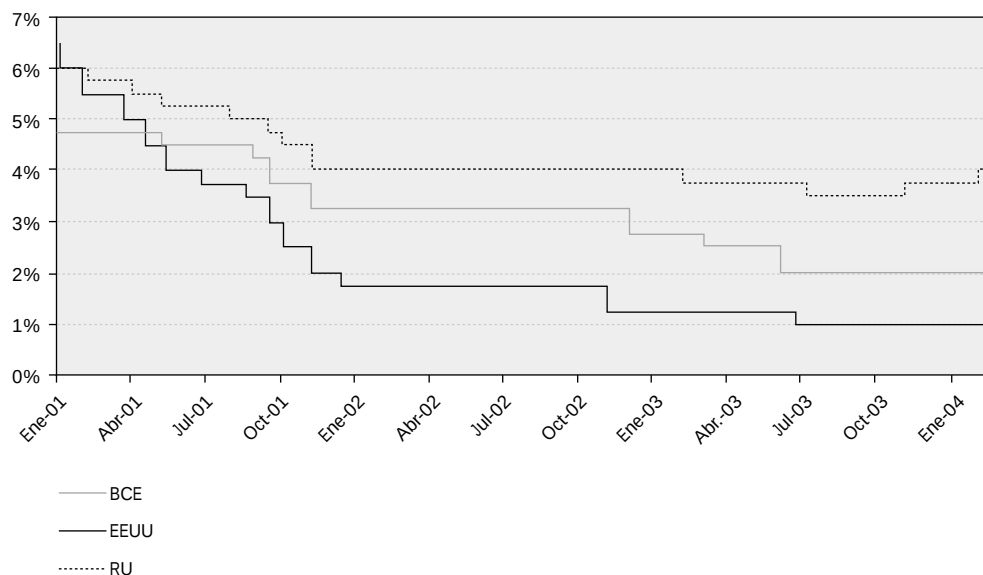
EN PORTADA

de las rentabilidades de la deuda pública pudo verse acentuada por los ajustes técnicos de cartera de los gestores de activos ligados al mercado hipotecario. Así, la favorable coyuntura de los tipos de interés condujo a un proceso de refinanciaciones por parte de los prestatarios hipotecarios en Esta-

dos Unidos, que redujo la duración de las carteras y que, para reajustarla, obligó a los gestores a adquirir deuda pública a largo plazo (1).

(1) Un análisis de los efectos sobre los tipos de interés a largo plazo de la cobertura de carteras con activos ligados al mercado

GRAFICO 4
TIPOS OFICIALES DE LOS BANCOS CENTRALES



Fuente: Elaboración propia.



EN PORTADA

Los mercados descuentan la recuperación

En el mes de junio, dadas las favorables perspectivas inflacionistas en Estados Unidos y en Europa, las autoridades monetarias procedieron a una relajación adicional de la política monetaria.

En la zona euro, el Banco Central Europeo decidió la segunda reducción del año de los tipos de referencia, al rebajarlos en 50 puntos básicos. De esta forma, junto con el recorte de 25 puntos básicos de marzo, el tipo mínimo de puja correspondiente a las operaciones principales de financiación del Eurosistema quedó en el 2,0 por 100, el nivel más bajo desde la constitución del Banco Central Europeo. El Consejo de Gobierno justificó la bajada de tipos en la mejora de las perspectivas inflacionistas como consecuencia de la debilidad del crecimiento económico y de la apreciación del euro, restando importancia al mantenimiento de elevadas tasas de crecimiento de los agregados monetarios en la zona euro, muy por encima del valor de referencia establecido por el BCE en el 4,5 por 100.

hipotecario puede encontrarse en PERLI, R. y SACK, B. (agosto 2003) «Does Mortgage hedging amplify movements in long-term interest rates?», *Finance and Economics Discussion Papers, Working Papers*, Federal Reserve.

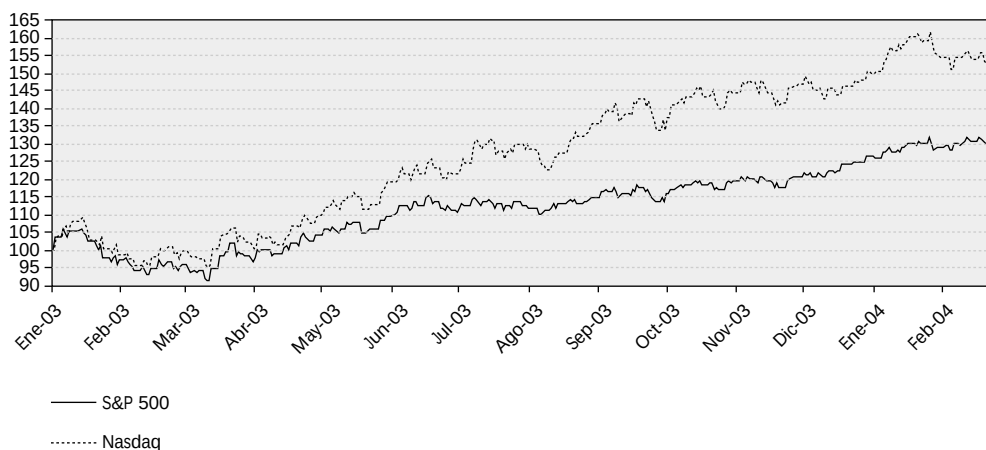
En Estados Unidos, la Reserva Federal, en su reunión del 25 de junio, también recortaba el tipo objetivo de los *fed funds* en 25 puntos básicos hasta el 1 por 100, en menor cuantía de la estimada por el mercado.

En este contexto de reafirmación por parte de las autoridades monetarias del mantenimiento de condiciones financieras relajadas, los mercados anticiparon la recuperación que se confirmaría en los meses siguientes. La combinación de una política monetaria acomodaticia, la relajación de las políticas fiscales, los procesos de ajustes de costes en las empresas y la definitiva reducción de la incertidumbre asociada a las tensiones geopolíticas sentaron las bases para la reactivación económica de la segunda mitad del año, liderada por Estados Unidos y los países asiáticos y, en particular, por Japón y China.

En esta coyuntura continuó la revalorización de los activos de renta variable, particularmente de los sectores procíclicos en detrimento de los defensivos, y se redujeron en mayor medida los diferenciales de rentabilidad de los activos de renta fija privados (corporates) y de países emergentes (reducción del diferencial EMBI+ (2)).

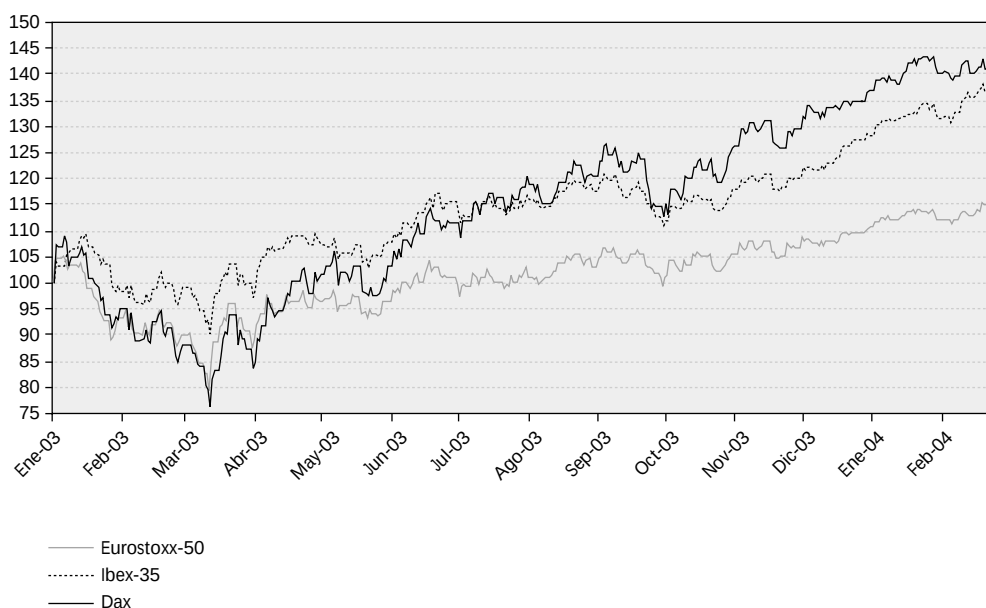
(2) El EMBI+ es un índice publicado por J. P. MORGAN elaborado a partir de una cesta de deuda en divisas de países emer-

GRAFICO 5
EVOLUCION NORMALIZADA DE LOS INDICES STANDARD&POOR'S 500 Y NASDAQ



Fuente: Bloomberg.

GRAFICO 6
EVOLUCION NORMALIZADA DEL EUROSTOXX-50, IBEX Y DAX



Fuente: Bloomberg.



EN PORTADA

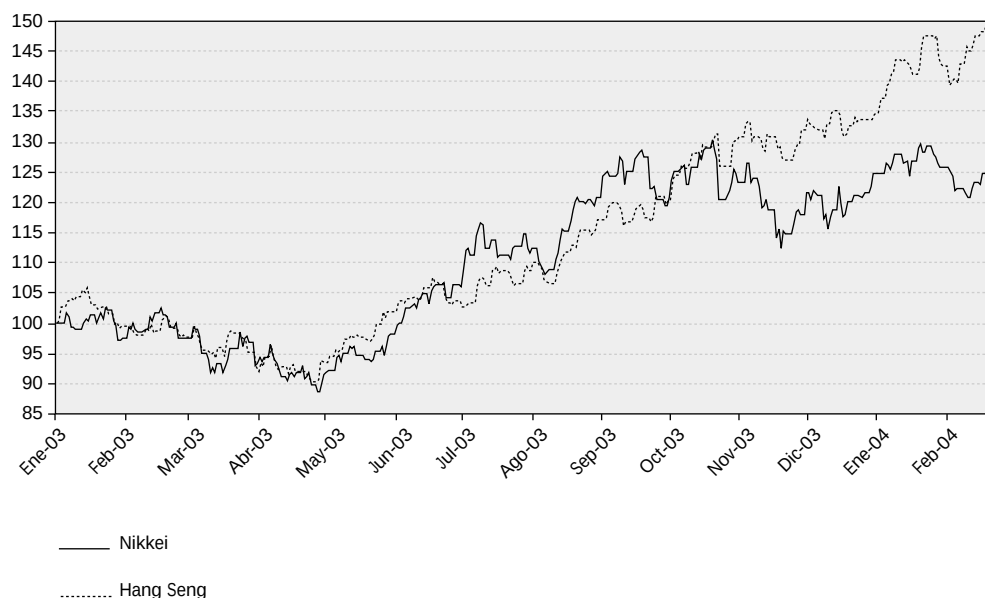
A partir de mediados de junio, la deuda pública internacional experimentó un notable repunte de rentabilidades, el más intenso desde 1999. Si bien los incrementos de Tir se extendieron a todos los plazos, se concentraron en los tramos intermedios-largos, provocando una acusada positivización de las curvas. Durante los meses de verano

gentes. El diferencial de su rentabilidad en relación con la deuda estadounidense se emplea como indicador del riesgo país.

es destacable, por una parte, la fuerte depreciación de la deuda pública estadounidense, que volvió a mostrar un diferencial positivo de tipos de interés a 10 años respecto de la alemana y, por otra, de la deuda pública japonesa, que prácticamente vio cuadruplicar los tipos de interés a 10 años.

Este comportamiento de la renta fija pública obedece a la combinación de una serie de factores como la mejora de la coyuntura económica, la

GRAFICO 7
EVOLUCION NORMALIZADA DEL NIKKEI Y HANG SENG



Fuente: Bloomberg.



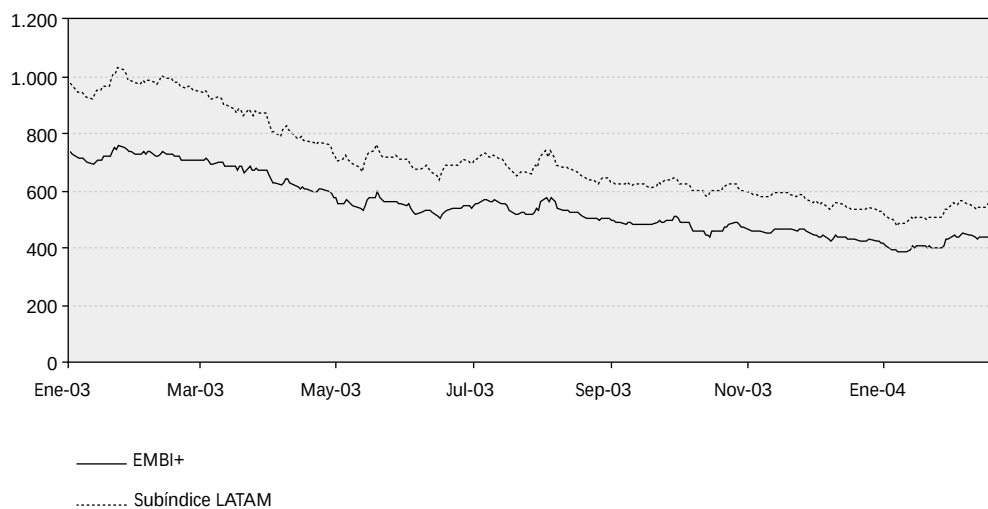
EN PORTADA

menor aversión al riesgo de los inversores, el deterioro de las finanzas públicas tanto en Estados Unidos como en algunos países europeos y las técnicas de ajuste de carteras con activos ligados al mercado hipotecario en Estados Unidos. Todo ello no impidió que la revalorización de las

bolsas continuara, si bien durante los meses de verano se produjeron movimientos laterales. En cuanto a los diferenciales de la deuda pública con la renta fija privada o con la emitida por países emergentes, se mantuvieron estables e, incluso, con ligeras alzas.

GRAFICO 8
EVOLUCION DEL DIFERENCIAL EMBI+

DIFERENCIALES DEL EMBI+ Y DE SU COMPONENTE IBEROAMERICANO



Fuente: Reuters.

Por último, debe resaltarse que en este período el dólar se apreció frente a las divisas de países europeos que habían servido de refugio para los inversores a comienzos de año.

Las debilidades de la recuperación

Durante la segunda mitad del año el crecimiento económico fue notable en Estados Unidos y Japón y, en menor medida, en Europa. Sin embargo, la acentuación de algunos desequilibrios ha generado dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación.

En efecto, en Estados Unidos se ha producido un fuerte crecimiento de los niveles de endeudamiento del sector privado en los últimos años. Según los datos de la estadística de flujos de fondos, publicada por la Reserva Federal, se observa que las empresas han desacelerado el ritmo de crecimiento del endeudamiento (pasando de tasas de variación en torno al 10 por 100, entre 1997 y 2000, a tan solo el 2,9 por 100 en 2002 y 3,4 por 100 en tasa trimestral anualizada en el tercer trimestre de 2003), lo que denota un notable esfuerzo de consolidación financiera. Sin embargo, los hogares han experimentado fuertes incrementos de su apalancamiento al endeudamiento hipotecario, con tasas trimestrales anualizadas superiores al 10 por 100 en los últimos trimestres. Como resultado, en el tercer trimestre de 2003 el endeudamiento de los hogares estadounidenses representaba aproximadamente el 83 por 100 del PIB de Estados Unidos, alcanzando el hipotecario casi el 60 por 100 del PIB.

En estas circunstancias, un factor esencial para la sostenibilidad de la recuperación es la evolución de las rentas de los hogares y, por consiguiente, del empleo. A pesar del fuerte aumento del PIB y a diferencia de lo acontecido en el pasado en fases de crecimiento, la escasa creación de empleo constituye un elemento de preocupación en los mercados financieros.

A este problema se añade la existencia de un abultado déficit por cuenta corriente, que ha alcanzado niveles en torno al 5 por 100 del PIB en 2003 y cuya financiación requiere flujos netos del resto del mundo superiores a los 45.000 millones de dólares al mes. Este déficit por cuenta

corriente tiene su origen en un cuantioso déficit comercial, que alcanzó los 42.500 millones de dólares en diciembre de 2003. A este respecto, en los últimos meses se asiste a una cierta estabilización del déficit comercial estadounidense motivado por el renovado dinamismo de las exportaciones y una relativa desaceleración de las importaciones. Sin duda la conjunción de la depreciación del dólar y la recuperación de las economías de los socios comerciales de la primera potencia del mundo permite justificar este resultado.

Asimismo, Estados Unidos ha asistido en 2003 a una aceleración del deterioro de sus finanzas públicas. Desde el año 2000, último en el que el presupuesto del gobierno estadounidense cerró en superávit, la aplicación de varias rebajas impositivas en varios ejercicios y el aumento del gasto público, principalmente en defensa y seguridad, generaron un déficit del saldo presupuestario público de aproximadamente el 5,2 por 100 del PIB al final del tercer trimestre de 2003. El creciente déficit público se suma al déficit por cuenta corriente para caracterizar al actual situación de «déficit gemelos» en Estados Unidos.

Por otra parte, en Europa y, particularmente, en la zona euro, el crecimiento económico está muy condicionado a la evolución de la demanda externa dada la atonía de la demanda interna, lo que ha vuelto a ponerse de manifiesto en la segunda mitad de 2003.

Adicionalmente, el sector privado muestra también un notable nivel de endeudamiento. Como en el caso estadounidense, a finales de los años 90 los procesos de inversión de las empresas generaron un aumento significativo del apalancamiento, que ha tendido a corregirse recientemente. Por el contrario, los hogares han incrementado notablemente su endeudamiento en algunos países europeos, en buena parte en forma de préstamos hipotecarios a tipo de interés variable.

Asimismo, varios países europeos han seguido experimentando un progresivo deterioro de sus finanzas públicas a lo largo de 2003, desviándose en algunos casos de las previsiones efectuadas a comienzos de año. A nivel agregado, la zona euro presentó finalmente un déficit público estimado en torno al 2,8 por 100 del



EN PORTADA

PIB, superior al 1,8 por 100 estimado a partir de los programas de estabilidad de comienzos de 2003. En particular, tanto Alemania como Francia registraron un déficit público equivalente al 4,2 por 100 del PIB en 2003, incumpliendo, por lo tanto el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Consejo ECOFIN decidió en noviembre suspender temporalmente su aplicación e interrumpir el proceso sancionador contra estos países.

En estas circunstancias, la ausencia de presiones inflacionistas en los últimos meses en Estados Unidos (con una inflación subyacente del 1,1 por 100 y un aumento del IPC del 1,9 por 100 en diciembre de 2003) y la contención de la inflación en la zona euro (con una inflación subyacente del 1,6 por 100 y crecimiento del IPC del 2 por 100 en diciembre de 2003) favorecerían el mantenimiento de una política monetaria relajada, lo que se reflejó también en los tipos de interés de los mercados monetarios. El relevo de Duisenberg por Trichet en la presidencia del BCE no tendría repercusiones en este sentido.

En esta coyuntura, los tipos de interés de la deuda pública internacional tendieron a estabilizarse en niveles relativamente bajos, en un rango entre 4,2 por 100 y 4,4 por 100 en el caso de la deuda pública a 10 años estadounidense y europea. Es de destacar que las desviaciones presupuestarias influyeron en el peor comportamiento relativo de la deuda europea frente a la estadounidense en este período, así como en el proceso de convergencia de tipos de interés a largo plazo de la deuda pública europea, que continuó en 2003. En este sentido, debe resaltarse que el proceso de convergencia de tipos de la deuda pública española culminó con la anulación del diferencial de tipos a 10 años con la deuda pública alemana a finales del pasado año.

En cualquier caso, las condiciones financieras se mantuvieron muy relajadas a finales de año como lo demuestran los bajos niveles de tipos, el mantenimiento de elevadas pendientes de las curvas a pesar de las ligeras bajadas de los tipos a largo plazo y el reducido diferencial entre los tipos *swap* a 10 años y de la deuda pública a

similar plazo tanto en Estados Unidos como en Europa.

Otro factor esencial en la contención de las Tires fueron las intensas intervenciones en los mercados de divisas mediante cuantiosas adquisiciones de activos del Tesoro estadounidense por parte de las autoridades cambiarias asiáticas.

A partir del verano, los mercados de divisas fueron atrayendo de manera creciente el interés de los inversores, si bien desde principios de 2002 se asistía a la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar, motivado en última instancia por el elevado nivel de déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Este ajuste cambiario ha recaído fundamentalmente en el euro, la libra esterlina, el dólar canadiense y el dólar australiano y, en menor medida, en el yen, dejando al margen al resto de monedas asiáticas y al peso mexicano.

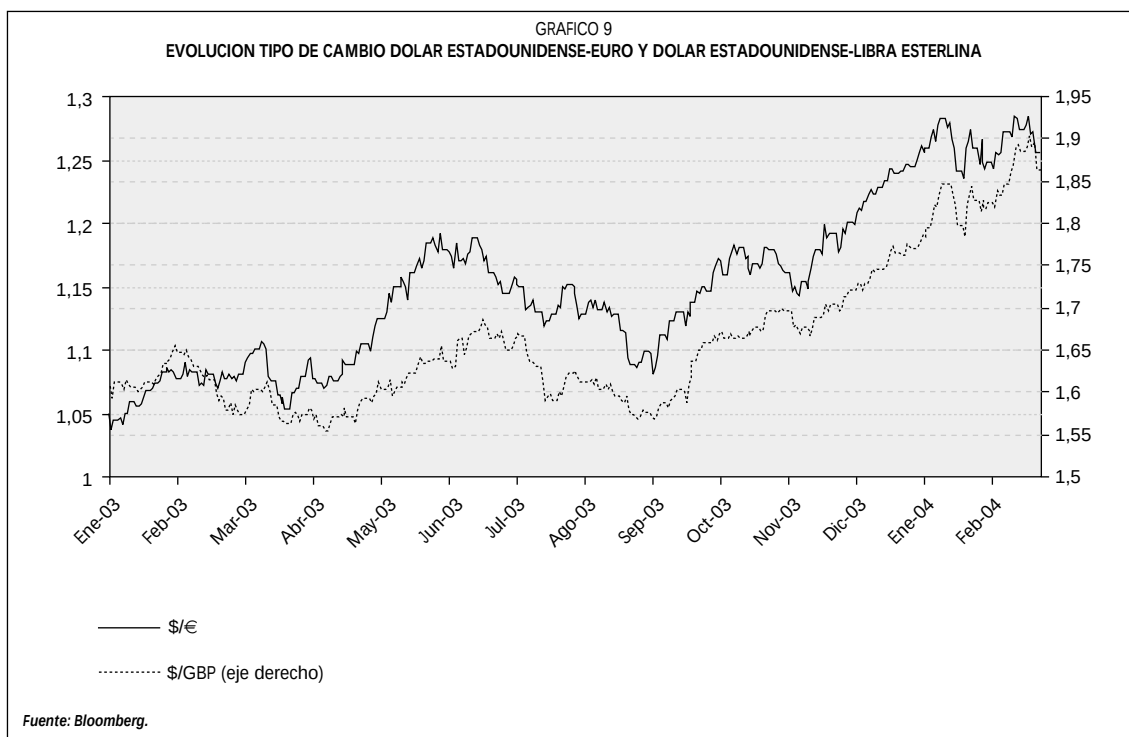
El G-7, en su reunión celebrada en septiembre de 2003, abogaba por que los tipos de cambio flexibles reflejaran los fundamentos de las economías para permitir ajustes graduales en el sistema financiero internacional sobre la base de mecanismos de mercado. El comunicado oficial trataba de impulsar un reequilibrio del proceso de ajuste del déficit por cuenta corriente estadounidense mediante la apreciación de otras divisas adicionales frente al dólar, en particular las divisas asiáticas.

En las semanas posteriores el yen se apreció en relación al dólar estadounidense, pero al final de año volvieron las tendencias anteriores, cayendo la depreciación del dólar sobre las divisas europeas y de países productores de materias primas.

La tendencia apreciatoria de las divisas asiáticas ha sido contrarrestada por las intervenciones de las autoridades cambiarias de estos países que, a pesar del comunicado del G-7, se intensificaron en los meses finales del año. Para que el ajuste sea simétrico es necesaria la participación del yuan chino en el mismo, al ser China el responsable de un 23 por 100 del déficit comercial de Estados Unidos. El ajuste del yuan podría producirse mediante una revaluación de su tipo de cambio (desde principios de los 90 está fijo respecto al dólar) o bien estable-



EN PORTADA

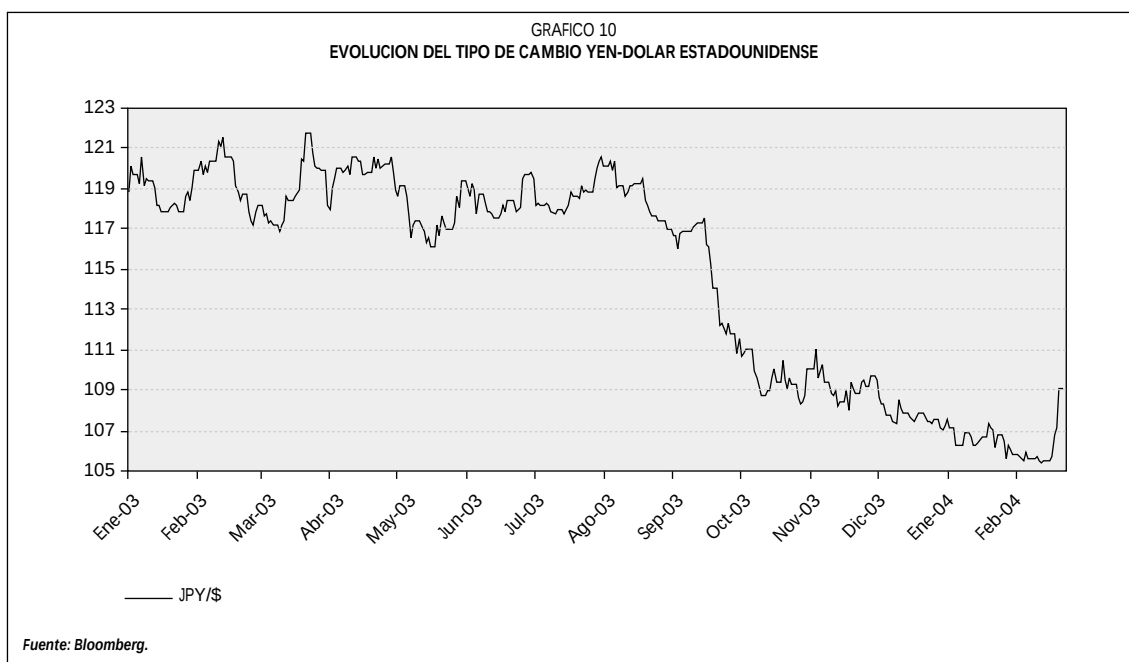


ciéndose un régimen de libre flotación. Esta segunda alternativa no parece nada sencilla dada la debilidad del sistema financiero chino, que probablemente no soportaría la liberalización de los actuales controles de capitales. En cualquier caso, las autoridades chinas han descartado un ajuste del régimen cambiario a corto plazo hasta el momento.

En consecuencia, la depreciación del dólar fue de tan sólo un 8,48 por 100 en 2003 en términos de tipo de cambio efectivo nominal. Una reducción del déficit por cuenta corriente requeriría una mayor depreciación del dólar, un incremento de la demanda externa de los socios comerciales de Estados Unidos (particularmente de Asia y Europa) gracias a un aumento del crecimiento econó-



EN PORTADA



mico, y un aumento del ahorro interno en aquel país. No obstante, el dólar se depreció hasta un 20,4 por 100 con respecto al euro en 2003, lo que ha provocado inquietud entre los agentes económicos de la zona euro porque la pérdida de competitividad-precio de los productos europeos pueda repercutir negativamente sobre el crecimiento económico.

Por otra parte, las políticas cambiarias aplicadas por los países asiáticos han facilitado que los tipos de interés en Estados Unidos se mantuvieran en niveles bajos por un doble motivo. En primer lugar, al contener la depreciación del dólar, se han reducido también las presiones inflacionistas en este país derivadas de un potencial efecto *pass-through*. Debe destacarse que los precios de importación en Estados Unidos no han mostrado presiones significativas al alza a pesar de la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar, probablemente porque los exportadores a ese país han comprimido sus márgenes empresariales en un entorno muy competitivo. Y en segundo lugar, las intervenciones de las autoridades cambiarias se han traducido finalmente en adquisiciones de bonos del Tesoro estadounidense, sosteniendo así dicho mercado y evitando problemas de financiación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

La política cambiaria de los países asiáticos podría haber tenido también repercusiones sobre los mercados de deuda pública europeos, ya que la apreciación del euro ha podido ayudar al mantenimiento de tipos de interés reducidos.

Las intervenciones en los mercados cambiarios por las autoridades asiáticas han generado

un aumento muy significativo de las reservas internacionales y de las bases monetarias de sus países, sirviendo en Japón como instrumento de política monetaria para combatir la deflación.

Puede concluirse que las condiciones financieras a nivel internacional fueron relajadas en los últimos meses de 2003. Este hecho, unido a la menor aversión al riesgo de los inversores y a la mejora de los resultados empresariales, fruto de los procesos de ajuste de costes llevados a cabo por las empresas, consolidaron las ganancias bursátiles y los aumentos de los volúmenes negociados, las revalorizaciones de los activos de renta fija privada y de los bonos emitidos por los países emergentes en el tramo final del año.

2004: comienzo de año positivo, pero con cautelas.

El inicio de 2004 ha sido continuista en relación a los últimos meses de 2003: el dólar ha seguido depreciándose frente a las divisas europeas, en especial frente a la libra esterlina y euro, así como frente a las de otros países productores de materias primas, como Australia, al tiempo que se contenían las apreciaciones de las divisas asiáticas, incluido el yen, mediante la intensificación de las intervenciones cambiarias. Esta situación acentuó la inquietud entre las autoridades económicas europeas, especialmente las de la zona euro, y por ello el presidente del BCE expresó su disconformidad con la volatilidad y los movimientos brutales de los tipos de cambio. La reunión del G-7 celebrada a principios de febrero ha confirmado la falta de consenso entre las autoridades económicas para impulsar un ajuste simétrico del déficit por cuenta corriente estadounidense. Así, mientras que los europeos subrayaban la necesidad de que los tipos de cambio reflejaran los fundamentos de las economías, mostrándose críticos con las intervenciones, los estadounidenses enfatizaban la necesidad de impulsar el crecimiento económico de sus socios comerciales mediante la aplicación de reformas estructurales por el lado de la oferta y los japoneses



EN PORTADA

CUADRO 1
EMISIONES NETAS DE BONOS DEL TESORO ESTADOUNIDENSE
Y COMPRAS DE EXTRANJEROS
Miles de millones de dólares

	Emisiones efectivas netas	Compras netas de treasuries por extranjeros	% de las emisiones de treasuries adquiridas por extranjeros
1º T 2003	111	27,4	25
2º T 2003	78	94,9	122
3º T 2003	104	75,4	72
4º T 2003	117	75,2	64
Total	410	273,0	67

Fuente: Tesoro estadounidense.

reclamaban la flexibilidad cambiaria de las grandes economías. En consecuencia, tras la reunión continuó la tendencia depreciatoria del dólar, afectando sobre todo a las divisas europeas.

En el ámbito macroeconómico, en Estados Unidos los datos conocidos hasta la fecha son mixtos, ya que mientras que han continuado mejorando las expectativas de los empresarios tanto en el sector de manufacturas como en el de servicios, la generación de empleo sigue decepcionando, resintiéndose por ello las expectativas de los consumidores. En Europa, los indicadores de la zona euro muestran una cierta ralentización de la mejora de las expectativas empresariales y de los consumidores de los últimos meses, posiblemente motivada por la fortaleza del euro.

En el mercado de deuda pública se ha producido una ligera caída de los tipos de interés, tanto en Estados Unidos como en Europa, sin variaciones significativas en la pendiente de la curva estadounidense y con un ligero aumento en la alemana. Las caídas de los tipos de interés han afectado también a las rentabilidades de los bonos indexados a la inflación, manteniéndose con pocos cambios los diferenciales con los bonos nominales a 10 años.

Por su parte, la renta variable sigue con su revalorización sin haberse visto afectada por el caso *Parmalat*, si bien los valores más dependientes del ciclo muestran un peor comportamiento relativo.

Debe destacarse que algunos países ya han iniciado la fase de endurecimiento de su política monetaria. Así, el Banco de Inglaterra (BoE) decidió en noviembre un «modesto» aumento de 25 puntos básicos en su tipo de referencia como medida preventiva ante la posible aparición gradual de presiones inflacionistas a medio plazo. Posteriormente, en febrero de 2004, subió 25 puntos básicos adicionales su tipo repo hasta el 4 por 100. El Banco de Australia también constituye otra excepción a la tendencia general, ya que aumentó en dos ocasiones el tipo oficial a lo largo del pasado año, con un incremento de 50 puntos básicos hasta el 5,25 por 100. Incluso en Estados Unidos la

reciente sustitución en los comunicados de la Reserva Federal del compromiso de mantener la política acomodaticia *durante un considerable período de tiempo, por la alusión a que el Comité puede ser paciente para eliminar la política monetaria acomodaticia* ha supuesto una sutil modificación que los mercados han interpretado como una mayor posibilidad de que la FED inicie la fase de subida de tipos antes de lo esperado anteriormente, hacia mediados de 2004. Lógicamente, la evolución de los mercados financieros queda muy condicionada a la confirmación o no del tensionamiento de la política monetaria en los próximos meses.

Conclusiones

El año 2003 ha sido testigo de un cambio de tendencia en la evolución de los mercados financieros internacionales. Tras varios años de cesiones en la renta variable, en el pasado año asistimos a una fuerte recuperación de las cotizaciones bursátiles y a la apreciación de los activos de renta fija de mayor riesgo. En un contexto de condiciones financieras relajadas, favorecidas por una orientación acomodaticia de las políticas monetarias en la mayoría de los países desarrollados, los mercados financieros anticiparon la notable recuperación económica en los últimos trimestres del año. Esta tendencia positiva ha continuado en las primeras semanas de 2004.

No obstante, persisten factores de riesgo preocupantes, entre los que cabe señalar el elevado endeudamiento del sector privado en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa, el abultado déficit por cuenta corriente estadounidense, cuyo proceso de ajuste a través de la depreciación del tipo de cambio del dólar está resultando controvertido, y el sensible deterioro de las finanzas públicas en Estados Unidos y en algunos países europeos. Asimismo, algunos analistas advierten que si bien la inflación es muy moderada en las principales economías, una orientación tan expansiva de las políticas monetarias y fiscales no es sostenible en el largo plazo sin acabar generando presiones



EN PORTADA

sobre el nivel general de precios. En este sentido, un posible endurecimiento de las políticas monetarias en estos países previsiblemente tendría efectos negativos sobre los precios de los activos financieros de mayor riesgo, entre los que se puede incluir los bonos emitidos por los países emergentes. Finalmente, es de destacar que en 2003 hubo un restablecimiento de la confianza y de la preferencia por el riesgo de los inversores debido, en parte, a que remitieron los casos de escándalos financieros y empresa-

riales a nivel internacional. Hoy día es fundamental continuar con las reformas emprendidas para garantizar la protección de los inversores y evitar los problemas de riesgo moral que pueden surgir en la asignación del ahorro.

En definitiva, los mercados financieros ofrecen una perspectiva favorable, si bien se mantienen retos a nivel micro y macroeconómico que deberán abordarse adecuadamente para consolidar el cambio de tendencia que ha caracterizado la evolución de los mercados en 2003.



EN PORTADA