
I. Situación general de los mercados

I.1. LA SITUACIÓN ECONÓMICA GENERAL

Tras dos ejercicios de desaceleración económica generalizada en las principales áreas económicas mundiales, los datos disponibles para el conjunto del año 2002 (1) no avanzan el inicio de una clara recuperación. Por otra parte, la evolución más reciente de los principales indicadores de actividad puede estar reflejando la actual situación política internacional, que está conformando un clima de mayor incertidumbre, con efectos sobre la confianza de consumidores e inversores.

En cualquier caso, los reducidos crecimientos de la actividad económica siguen estando basados en la evolución del consumo privado y público, mientras que en el sector empresarial se observaron, nuevamente, tasas de crecimiento de signo negativo. Ante el retraso observado en la deseada recuperación económica y dada la ausencia de tensiones inflacionistas significativas, en la última parte del año, las autoridades monetarias de las principales áreas económicas procuraron alentar un empuje a sus respectivas economías con descensos de sus tipos de interés de intervención.

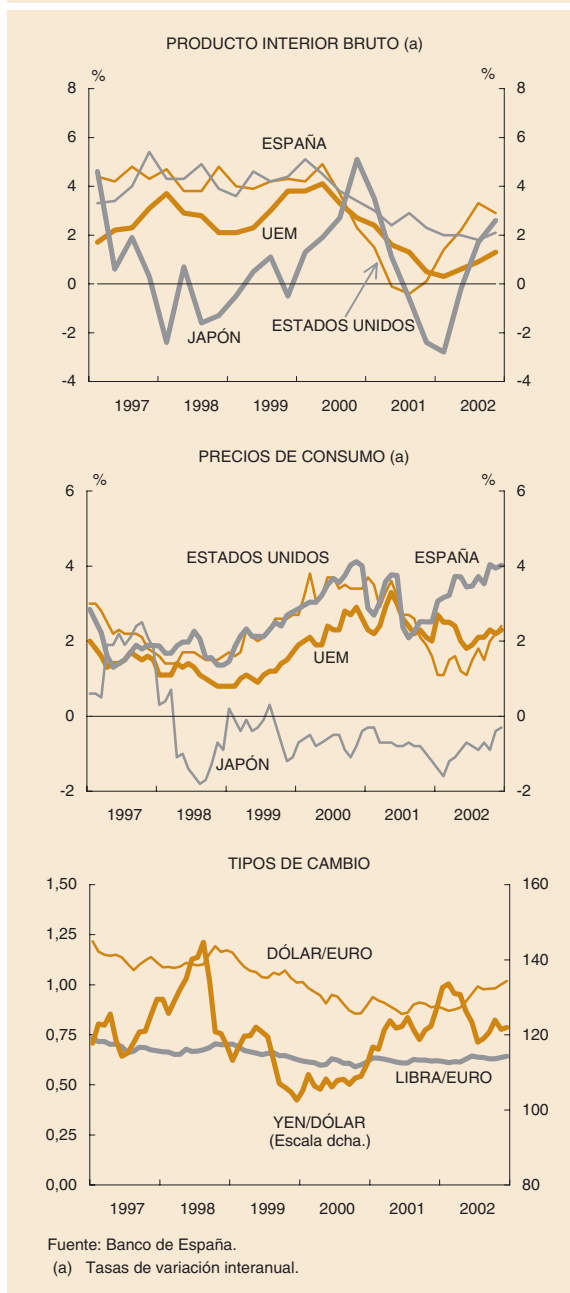
Las rentabilidades en los principales mercados de deuda pública experimentaron tendencias decrecientes desde los meses de abril y mayo de 2002, en contraste con el repunte registrado en los dos últimos meses de 2001, una vez que la situación internacional de los mercados se normalizó tras los atentados del 11 de septiembre. Del mismo modo, los mercados internacionales de renta variable registraron de nuevo caídas en sus índices de cotización, incluso superiores a las del año anterior, mientras que en los mercados de cambios la situación se saldó con una importante apreciación del euro.

En el gráfico I.1 se muestra la evolución de algunas de las variables macroeconómicas más representativas a lo largo de los últimos años en las principales áreas económicas. Como puede apreciarse, la economía estadounidense experimentó una mejoría en sus cifras del PIB, al pasar de una tasa de crecimiento del 0,3 % en 2001 a una del 2,5 % estimada para 2002. Ello fue fruto, principalmente, de la aceleración del consumo privado, que pasó de registrar una tasa de crecimiento en 2001 del 2,5 % a un 3,1 % estimado para 2002, si bien es preciso advertir que la información disponible del cuarto trimestre introduce cierta incertidumbre sobre la posible evolución futura de esta variable, al mos-

(1) Las cifras contenidas en esta Memoria referidas a la Contabilidad Nacional de las diferentes áreas económicas consideran la información disponible con fecha 7 de marzo.

GRÁFICO I.1

Evolución de la actividad, de la inflación y de los tipos de cambio



trar una significativa desaceleración respecto de la tendencia observada en trimestres anteriores. El gasto público aceleró su crecimiento, pasando a crecer un 4,4 % en 2002, frente al 3,7 % de 2001, mientras que la inversión privada en capital fijo siguió, un año más, su tono de depresión, reflejada en una variación negativa del 3 % en 2002 (-3,8 % en 2001).

No parece que existan presiones inflacionistas relevantes, como indica la tasa de inflación del 1,6 % en 2002 (2,8 % en 2001); y, de hecho, esta circunstancia pudo animar el descenso de

50 puntos básicos de los tipos de intervención de la Reserva Federal en noviembre, pasando del 1,75 % al 1,25 %, con el fin de estimular la inversión y el consumo. No obstante, la situación política internacional, caracterizada por la amenaza de un conflicto bélico en Irak, no parece ser el mejor estímulo para una mejora de la confianza de consumidores y empresarios norteamericanos que permita auspiciar una recuperación inminente en dicho país.

Las cifras disponibles sobre la economía japonesa confirman la situación de estancamiento que ya se apreciaba el año anterior, de modo que el PIB se estima que creció un 0,3 % en 2002, frente al 0,4 % correspondiente a 2001. A pesar de la aparente estabilidad de estas cifras, hay que destacar la evolución de la inversión privada, que llegó a registrar un crecimiento negativo del 4,3 % en 2002 (crecimiento que fue del -1,1 % en 2001), pero que se vio compensada en gran parte por una importante mejora de la demanda externa. Todo ello se desarrolló en un entorno caracterizado, por otra parte, por una tendencia en los precios claramente deflacionista y donde los tipos oficiales de intervención se han mantenido en los reducidos niveles de finales del año anterior, es decir, en el 0,1 %.

En el área del euro, las cifras correspondientes al año 2002 reflejan una situación de mayor debilidad de la actividad que la registrada un año antes. En concreto, la primera estimación oficial del crecimiento anual del PIB para el ejercicio 2002 se cifra en el 0,8 %, lo que supone una notable corrección adicional sobre el 1,4 % que se registró en 2001. Fueron la demanda privada de bienes de consumo y la demanda de inversión las que afectaron en mayor medida a esta evolución. En efecto, en 2002 el consumo privado creció tan solo un 0,6 % (1,8 % en 2001) y la formación bruta de capital fijo sufrió de nuevo una caída, cifrada en un 2,5 % (-0,6 % en 2001). Únicamente el consumo público (que creció un 2,5 % en 2002, frente a un 2,1 % en 2001) y el saldo exterior neto de bienes y servicios (que aportó seis décimas a la tasa de crecimiento del PIB en 2002, frente a cinco décimas en 2001) tuvieron un comportamiento más dinámico que en el año anterior.

Como en el caso estadounidense, las tensiones inflacionistas tendieron a disminuir, de modo que la inflación media anual se situó, en 2002, en el 2,2 %, es decir, dos décimas por debajo de la registrada un año antes. La mejora de las perspectivas inflacionistas, en un contexto de ausencia de síntomas de recuperación significativa de la actividad, permitió que el BCE disminuyera 50 puntos básicos el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en diciem-

bre, situándolo en el 2,75 % (véase gráfico I.2). En lo que concierne a la política fiscal, la información disponible permite estimar que el déficit público creció respecto al año anterior, situándose en el entorno del 2,2 % del PIB, como consecuencia, principalmente, de los menores ritmos de aumento de la actividad.

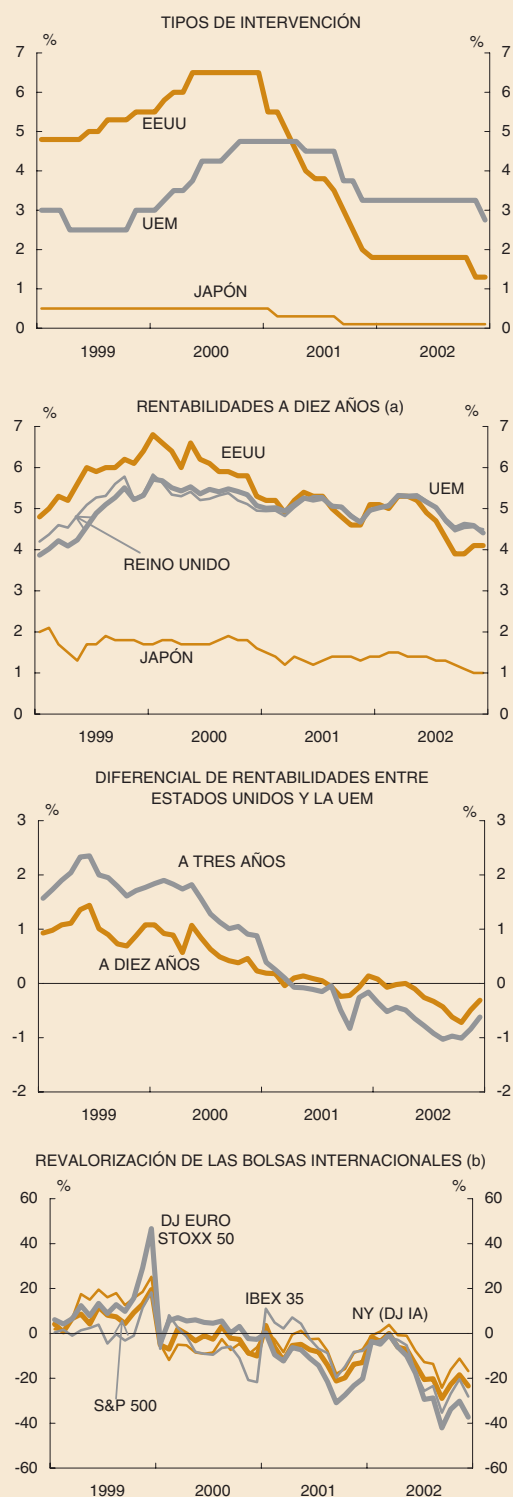
La rebaja mencionada de los tipos de intervención del BCE supuso el establecimiento de unas condiciones monetarias que en España podrían considerarse más holgadas que en el conjunto de la UEM, en la medida en que las presiones inflacionistas son superiores a las del área del euro. La inflación media en España en 2002, en términos del índice armonizado de precios de consumo, fue del 3,6 %, lo que supuso una aceleración frente al 2,8 % registrado en 2001, además de representar un diferencial de 1,4 puntos porcentuales con la ya mencionada inflación media del área del euro. Un año antes, este diferencial fue tan solo de 0,4 puntos porcentuales.

Conviene llamar la atención, no obstante, de que la situación macroeconómica española difiere tan solo en magnitud de la observada en el área del euro, mientras que el signo de la tendencia cíclica general es bastante similar. Así, el PIB español se desaceleró en 2002, hasta alcanzar un ritmo de crecimiento anual del 2 %, frente al 2,7 % registrado en 2001. La demanda de bienes de consumo de las familias se desaceleró igualmente, alcanzando una tasa de variación anual del 1,9 % (2,5 % en 2001), lo que permitió una recuperación de la tasa de ahorro de las familias. Los fuertes descensos de las cotizaciones bursátiles supusieron reducciones importantes de la riqueza financiera de las economías domésticas, que explican una parte de la desaceleración del consumo familiar, si bien el crecimiento de los precios de la vivienda habría tenido el efecto contrario. La inversión en bienes de equipo disminuyó un 4,1 % (descenso que fue del 1,2 % en 2001). Igualmente, la inversión en construcción ralentizó su crecimiento, situándolo en el 4,4 % (5,8 % en 2001), aunque, como puede observarse, sigue siendo uno de los componentes de la demanda con mayor pujanza. Por su parte, el consumo público aumentó su ritmo de crecimiento hasta el 3,8 % en 2002 (3,1 % el año anterior), mientras que la demanda exterior neta de bienes y servicios, una vez más, contribuyó negativamente al crecimiento de la actividad.

Por último, la política fiscal llevada a cabo en España siguió una orientación similar a la del año anterior, de modo que el déficit de las Administraciones Públicas se situó en el 0,1 % del PIB nominal.

GRÁFICO I.2

Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa



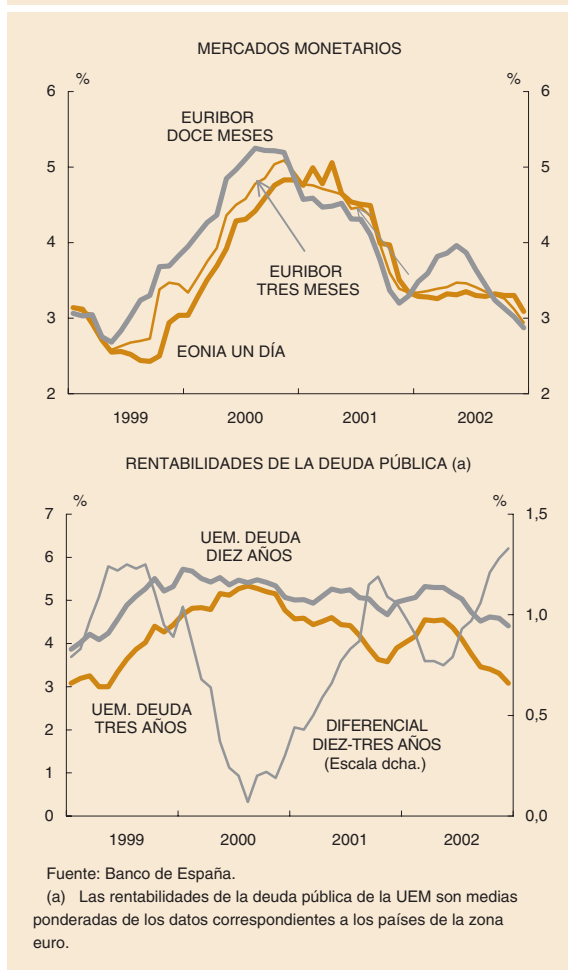
Fuente: Banco de España.

(a) Las rentabilidades de la deuda pública de la UEM son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países de la zona euro.

(b) Revalorización acumulada durante la parte transcurrida del año.

GRÁFICO I.3

Tipos de interés en la UEM



I.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

La tendencia de los mercados financieros internacionales de renta fija, en general, y de deuda pública, en particular, ha venido caracterizada en el año 2002 por descensos de las rentabilidades negociadas, continuando con la tendencia observada durante el conjunto del año 2001. No obstante, en los dos últimos meses de 2001 los tipos de interés negociados comenzaron a recuperar parte del camino recorrido anteriormente, neutralizando una parte de los descensos registrados en los meses centrales del año. Esta corrección fue más rápida e intensa en los plazos más largos.

Hasta, aproximadamente, los meses de abril y mayo de 2002, las rentabilidades siguieron la tendencia de aumento emprendida a finales de 2001, y fue a partir del verano cuando los mercados entraron en una fase de nuevos descensos de los tipos negociados. Si bien puede decirse que las rentabilidades descendieron de forma

generalizada en todos los mercados de deuda durante 2002, estos movimientos fueron de muy distinta intensidad por áreas geográficas y plazos de vencimiento de la deuda.

En Estados Unidos, las rentabilidades de la deuda pública con vencimiento a tres años acumularon en 2002 descensos por encima de los 120 puntos básicos (pb), que deben añadirse a los ya registrados en 2001, que fueron de unos 190 pb. Así, la referencia a tres años se situó, en diciembre de 2002, en el entorno del 2,5 %, mientras que dos años antes la rentabilidad negociada era, aproximadamente, del 5,6 %. En el caso de la referencia a diez años, las rentabilidades se vieron rebajadas unos 100 pb en 2002, frente a descensos de tan solo unos 20 pb en 2001. Los tipos de interés a diez años se situaron, en diciembre de 2002, en el nivel del 4,1 %, con lo que el diferencial de rentabilidades entre diez y tres años se colocó por encima de los 160 pb, casi 30 pb por encima del registrado un año antes (véase gráfico I.2).

Aunque con magnitudes algo distintas, las mismas tendencias tuvieron lugar en el conjunto del área del euro, donde la rentabilidad a tres años descendió alrededor de 80 pb, siguiendo la tendencia global iniciada el año anterior, situándose, en diciembre, en niveles cercanos al 3 %. En el plazo de diez años, los descensos fueron algo menores, de unos 50 pb, con lo que el final del año 2002 se cerró con niveles localizados en torno al 4,4 %. Así, el diferencial de rentabilidades entre diez y tres años alcanzó en diciembre unos 130 pb, que, como en el caso estadounidense, supuso un aumento cercano a los 30 pb respecto al final del año anterior.

De la comparación de las tendencias observadas en Estados Unidos y en el área del euro debe destacarse el proceso de convergencia progresiva de las rentabilidades desde el año 2000, que, finalmente, ha dado lugar a una inversión en el signo de los diferenciales. Así, en el plazo de tres años el diferencial de rentabilidades, que en diciembre de 1999 era de casi 180 pb, experimentó una disminución gradual, cambiando de signo en 2001. Esta tendencia se consolidó en 2002, al localizarse dicho diferencial en torno a -60 pb (2). En el caso del bono a diez años, los diferenciales entre ambas áreas no partían de niveles tan elevados en 1999, siendo en diciembre de dicho año de alrededor de 110 pb, para pasar sucesivamente a ser de 23 pb en 2000 y de 14 pb en 2001. Solo en el año 2002 se ha consolidado la inversión del signo de este diferencial, que fue de unos -30 pb en diciembre.

(2) Es decir, rentabilidades en el área del euro superiores a las de Estados Unidos.

En lo que respecta a los mercados monetarios y de capitales del área del euro, hay que apuntar, al menos, dos hechos relevantes. Por un lado, los tipos de interés negociados en el mercado monetario durante la primera mitad del año recogían expectativas relativamente positivas sobre la recuperación cíclica del área, pero a medida que avanzó el año dichas expectativas tendieron a retrasarse. De este modo, los tipos del Euribor a tres y doce meses comenzaron a disminuir paulatinamente a partir del mes de junio (véase gráfico I.3). Las expectativas de que el BCE pudiera rebajar sus tipos de intervención fueron alimentando esta tendencia con lo que, en diciembre, y una vez que la autoridad monetaria instrumentó la bajada de 50 pb (hasta el 2,75 %), las referencias comentadas a tres y doce meses terminaron situándose en niveles por debajo del 3 %.

Por otro lado, hay que destacar el avance observado en el proceso de convergencia de las rentabilidades negociadas entre los distintos países integrantes del área, de tal forma que todos ellos han reducido su diferencial de rentabilidad a diez años entre 5 y 10 pb frente a la deuda pública alemana, que es la que representa el nivel más bajo de rentabilidad a ese plazo, con la excepción de Luxemburgo.

En un último apunte sobre la evolución de los mercados de deuda pública, conviene tan solo recordar que en el Reino Unido se registraron también descensos de unos 45 pb en las rentabilidades a diez años, de modo que los niveles quedaron localizados, en diciembre de 2002, en el 4,5 %. En el caso de Japón, los descensos de las rentabilidades al mismo plazo fueron de unos 40 pb, situándose, al final del año, en niveles próximos al 1 %.

En lo que se refiere a los mercados de renta variable, la tendencia de las bolsas internacionales fue, por tercer año consecutivo, de descenso continuado de las cotizaciones. El índice estadounidense S&P 500 acumulaba en diciembre un descenso anual del 23,4 %. En otros índices, como el Dow Jones de la Bolsa de Nueva York o el Dow Jones Euro Stoxx 50, los descensos fueron del 16,8 % y del 37,3 %, respectivamente, mientras que el índice Nikkei mostró descensos de su cotización del 18,6 %. En general, esta evolución refleja el fuerte deterioro de las rentabilidades esperadas en el sector empresarial en casi la totalidad de las áreas geográficas.

Los mercados cambiarios estuvieron marcados por una progresiva apreciación del euro respecto a las principales monedas. Respecto al dólar, el euro acumuló en diciembre una

apreciación anual algo superior al 14 %, proceso que tuvo lugar, principalmente, desde el mes de mayo, después de un largo proceso de depreciación continuada que comenzó en abril de 1999. Frente al yen japonés, la apreciación se cifró en torno a un 9,5 %, aunque ya en 2001 se había registrado una fuerte apreciación frente a la moneda nipona. Frente a la libra esterlina, la apreciación acumulada resultó ser de un 3,6 %, que debe sumarse a la escasa apreciación del 1 % observada durante 2001.

I.3. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

Las actuaciones del Tesoro en el mercado de deuda pública durante 2002 han supuesto unas emisiones netas que han hecho crecer en un 3,5 % el saldo total de deuda y han generado un ligero incremento de su vida media. A pesar del impulso cobrado por las emisiones netas de letras del Tesoro, estas siguen manteniendo una escasa proporción (13 %) sobre el total de deuda, siendo los bonos y obligaciones los instrumentos que dominan en el saldo vivo total. Los tipos marginales de las subastas registraron descensos generalizados, siguiendo la línea de lo ocurrido en los mercados secundarios, tanto españoles como internacionales.

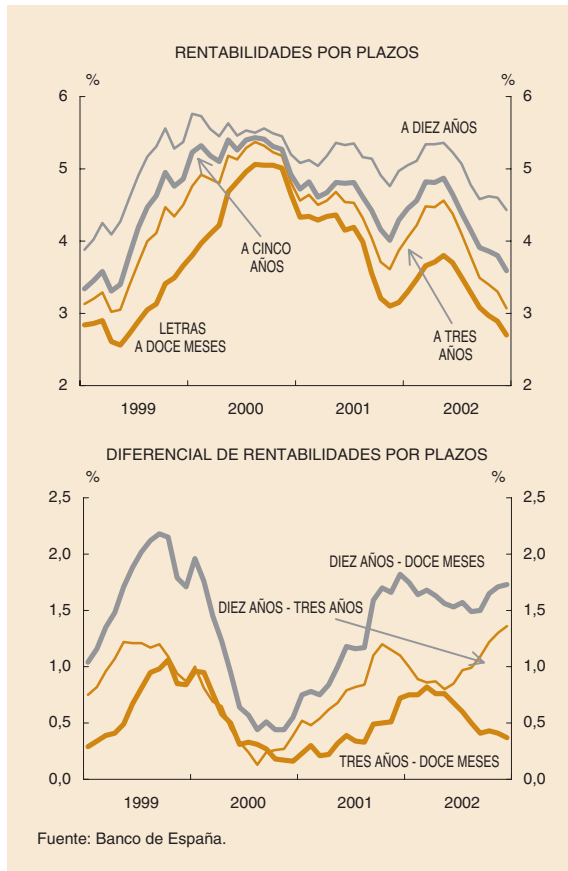
La negociación en los mercados secundarios de deuda aumentó en torno a un 16 %, manteniéndose el grueso de la misma con bonos y obligaciones (87 %); y, por tipo de operación, principalmente mediante *repos* (54 %) y simultáneas (34 %). Una descripción más detallada de la evolución de los volúmenes de emisión y de negociación de deuda pública se detalla en los capítulos II y III, respectivamente, de esta Memoria.

Las rentabilidades negociadas en el mercado secundario español de deuda pública siguieron la pauta de lo sucedido en el conjunto de la zona del euro y en Estados Unidos, con una trayectoria ascendente en los primeros meses del año que modificó su signo a partir de mayo, de modo que globalmente todos los segmentos del mercado registraron descensos acumulados en el año.

Así, como se muestra en el gráfico I.4, las operaciones al contado de letras del Tesoro a doce meses observaron descensos de casi 50 pb en su rentabilidad, situándose, en diciembre, en niveles en torno al 2,7 %. En lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo, la curva de rentabilidades por plazos mantuvo, a grandes rasgos, la forma del año anterior, negociándose rentabilidades superiores en los plazos más

GRÁFICO I.4

Mercado de deuda pública. España



largos, pero en un nivel inferior al de 2001. Sin embargo, la pendiente de dicha curva tendió a aumentar. En efecto, mientras que a tres años las rentabilidades negociadas registraron descensos de unos 80 pb, estos fueron de unos 70 pb y 55 pb en las referencias a cinco y diez años. De este modo, el diferencial diez-tres años aumentó en torno a unos 25 pb y se situó, en diciembre, en un nivel de unos 135 pb, lejos de los, aproximadamente, 15 pb que llegaron a distar ambas referencias durante el verano de 2000, cuando el proceso de aumentos de rentabilidades a todos los plazos finalizó en una convergencia generalizada en niveles entre el 5 % y el 5,5 %. Todo el proceso de descensos acumulados desde entonces ha situado los tipos de interés negociados, en diciembre de 2002, en el 3,1 %, el 3,6 % y el 4,4 % para las referencias a tres, cinco y diez años, respectivamente.

Este curso descendente de las rentabilidades de la deuda pública española ha sido algo más intenso que el ocurrido en Alemania, de tal forma que el diferencial con la referencia alemana a diez años se cifra, en diciembre, en unos 10 pb (con un mínimo de 7 pb en los primeros días de dicho mes), es decir, unos 15 pb menos que en diciembre de 2001. En el caso del plazo de tres años, el diferencial ha cambiado su signo respecto a lo sucedido en 2001, de modo que en España se negociaron rentabilidades inferiores a las registradas en Alemania.