
I. Situación general de los mercados

I.1. LA SITUACIÓN ECONÓMICA GENERAL

Después de tres años de debilidad e incertidumbre, la evolución de las principales áreas económicas durante 2003 parece apuntar una recuperación global de la actividad. Pese a que en los primeros meses la caída de las expectativas de los agentes sugería un nuevo declive del ciclo internacional, en la parte final del año prácticamente todas las regiones económicas vieron acelerarse sus tasas de crecimiento, como resultado de la recuperación de la confianza de los agentes y del efecto de políticas económicas expansivas.

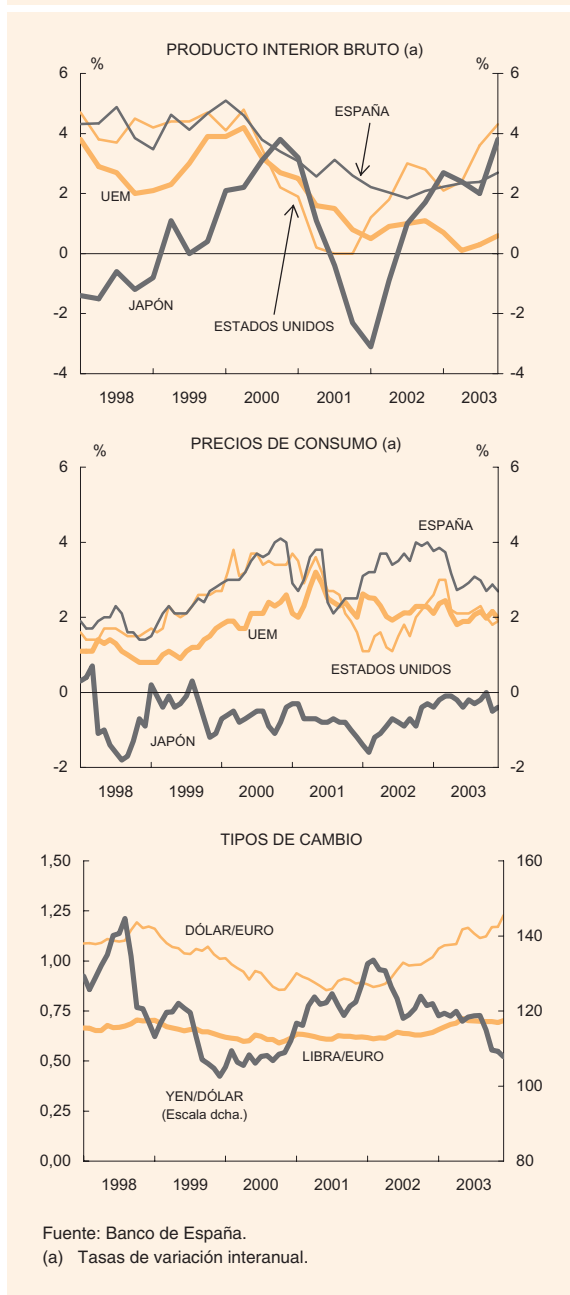
Pero no todas las economías tuvieron la misma respuesta a estos estímulos, de modo que la distribución del crecimiento mundial en 2003 fue bastante desigual. Como se observa en el gráfico I.1, EEUU registró tasas de crecimiento del producto interior bruto positivas y crecientes durante todo 2003 y al final del año se encontraba en plena recuperación —en el cuarto trimestre llegó a crecer un 4,3% en tasa interanual—, alcanzando un incremento del PIB del 3,1% en el conjunto del año. La economía norteamericana actuó como principal motor de la recuperación mundial junto con China, que creció un 9,1%, y Japón, que, tras once años de ausencia de dinamismo, consiguió repuntar en 2003 y registrar un crecimiento medio del 2,7%. Mientras tanto, la UEM comenzaba el año ralentizando su actividad, hasta estancarse en el segundo trimestre, con un crecimiento interanual del PIB de solo el 0,1%; y no fue hasta el segundo semestre cuando mostró signos de una incipiente recuperación, acabando el año con un crecimiento medio del 0,4%. Como resultado de este comportamiento dispar, la contribución de la UEM al crecimiento mundial fue de solo el 5%, mientras que EEUU aportó el 34%, China el 14% y Japón el 12% (1).

La progresión de la economía estadounidense fue fruto de un extraordinario impulso fiscal y monetario. En este sentido, se llevaron a cabo significativas reducciones de impuestos e incrementos del gasto en defensa y sanidad, y se redujo el tipo de intervención en el mes de junio hasta el 1%, desde el 1,25% vigente desde noviembre de 2002, cuando la Reserva Federal disminuyó el tipo en cincuenta puntos básicos. Estas políticas fueron posibles gracias a la ausencia de tensiones inflacionistas y a las expectativas favorables sobre la evolución de los precios. Estos, tras la aceleración de los primeros meses del año, comenzaron a ralentizarse en abril, hasta registrar un crecimiento interanual

(1) Las contribuciones al crecimiento mundial han sido calculadas tomando el tipo de cambio medio del dólar durante 2003.

GRÁFICO I.1

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



del 1,9% en diciembre de 2003, frente al 2,4% en el mismo mes del año previo. Además, hay que tener en cuenta el papel de la intensa depreciación experimentada por el dólar, que, junto con los reducidos niveles de tipos de interés y una inflación en el entorno del 2%, provocó que las condiciones monetarias fuesen de las más relajadas en las últimas décadas, favoreciendo el avance de la actividad en EEUU.

La zona euro, como se comentó anteriormente, necesitó más tiempo para iniciar la recuperación tras el estancamiento de princi-

pios de año, y cuando finalmente consiguió repuntar fue gracias al estímulo externo y de forma bastante modesta. Así, en la segunda mitad del año comenzó a mostrar un mayor dinamismo, apoyado en el crecimiento de la demanda de las exportaciones, que se benefició de la expansión del producto mundial, mientras que la demanda interna siguió mostrando síntomas de debilidad. De hecho, tras haberse incrementado en un 0,9% en 2002, el PIB de la zona euro registró un crecimiento acumulado en 2003 de solo el 0,4%, que es la peor cifra de crecimiento desde la recesión de 1993. Los precios, por otra parte, evolucionaron de forma estable durante 2003, manteniéndose su tasa de crecimiento interanual en torno a un valor medio del 2,1% y cerrando el año en un 2%.

En este contexto, España mantuvo un ritmo de crecimiento sostenido durante todo el año que se aceleró ligeramente en el último trimestre, resultando en una tasa de crecimiento del PIB en 2003 del 2,4%, cuatro décimas superior al dato de 2002. Además, frente a la comentada incapacidad de Europa para generar crecimiento autónomo, la progresión española no se basó en la contribución de la demanda exterior neta, que restó un 1% al crecimiento, sino en el aumento de la demanda interna, cuya contribución fue de 3,4 puntos, frente a los 2,6 puntos del año anterior. Así, los componentes más dinámicos de la economía española en 2003 fueron el consumo y la inversión en construcción. Dentro del consumo, el gasto de los hogares se expandió un 3% (cuatro décimas más que en 2002) gracias al aumento de la renta disponible de las familias —al que contribuyeron la creación de puestos de trabajo y la desaceleración de la tasa de inflación—, las ganancias de riqueza financiera y la persistencia de unas condiciones monetarias muy holgadas. La inversión en construcción, aunque se desaceleró, mantuvo un ritmo de crecimiento considerable, pasando de un 4,2% en 2002 al 3,7% en 2003.

Además, debe subrayarse que el mayor dinamismo de la economía española, basado en la fortaleza de la demanda interna, ha permitido casi duplicar el diferencial de crecimiento respecto a nuestros socios comunitarios, desde el 1,2% en 2002 al 2% en 2003. Asimismo, la tasa de inflación española medida por el IAPC se redujo en el promedio del año medio punto porcentual (el crecimiento medio interanual de los precios fue del 3,1%, frente al 3,6% de 2002), con lo que el diferencial de inflación entre la economía española y la UEM disminuyó considerablemente, pasando del 1,7% en diciembre de 2002 al 0,7% en diciembre de 2003.

I.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Los mercados financieros internacionales estuvieron caracterizados en 2003 por unos reducidos niveles de tipos a largo plazo —favorecidos por el tono expansivo de las políticas monetarias—, la recuperación de las bolsas y la reducción de las primas de riesgo crediticio y de la variabilidad de las cotizaciones, todo lo cual favoreció el dinamismo económico.

En los mercados de renta fija, en general, y de deuda pública, en particular, las rentabilidades negociadas evolucionaron de forma similar en las principales áreas económicas, aunque con distinta intensidad. En todas ellas, ante el temor a la deflación, las rentabilidades continuaron durante la primera mitad del año la tendencia decreciente con la que finalizaron 2002, hasta alcanzar valores mínimos en el mes de junio, a partir del cual comenzaron a recuperarse, como resultado del mayor optimismo acerca del crecimiento. Pero mientras en EEUU, Reino Unido y Japón las principales referencias finalizaban el ejercicio en niveles superiores a 2002, en la UEM ocurría lo contrario.

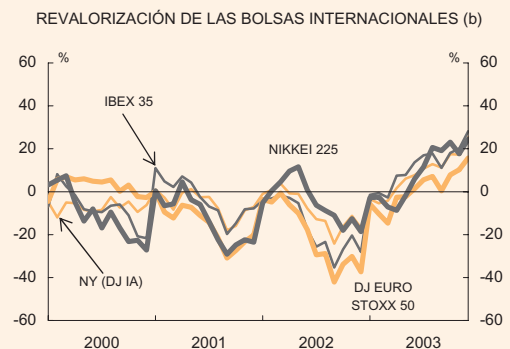
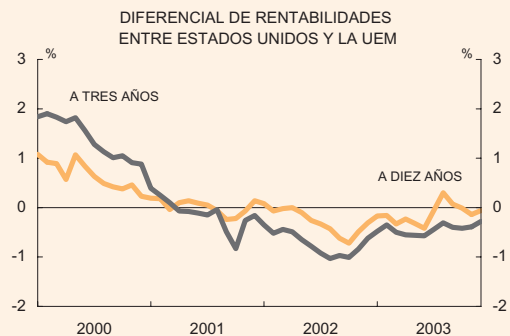
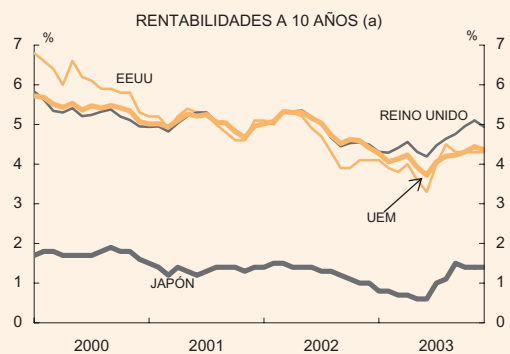
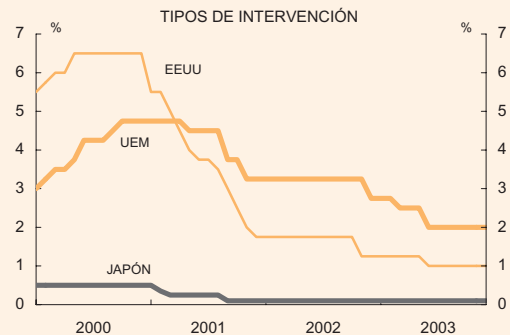
Concretamente, en Estados Unidos, las rentabilidades de la deuda pública con vencimiento a tres años acumularon en 2003 un aumento de 14 pb, que compensó ligeramente el descenso de 120 pb registrado en 2002. Así, la referencia a tres años se situó en diciembre de 2003 en el entorno del 2,6%. En la UEM, sin embargo, dicha referencia finalizó el año en el 2,9%, acumulando un descenso de 20 pb con respecto a diciembre de 2002. En el caso de la deuda pública a diez años, las rentabilidades acumularon a lo largo del año un descenso de 5 pb en la UEM, mientras que en EEUU, Reino Unido y Japón aumentaron 20 pb, 45 pb y 40 pb, respectivamente.

El resultado obvio de este comportamiento fue una notable reducción de los diferenciales entre EEUU y la UEM, en línea con el proceso de convergencia progresiva en rentabilidad que se viene observando entre ambas áreas económicas desde el año 2000 (véase gráfico I.2). Así, el diferencial a tres años EEUU-UEM se redujo desde -62 pb en diciembre de 2002 hasta -28 pb a final de 2003, y el diferencial a diez años pasó de -31 pb a solo -6 pb, llegando incluso a cambiar de signo cuando alcanzó 30 pb en agosto de 2003.

En este entorno, la evolución de los rendimientos de la deuda pública en España durante los últimos años ha sido prácticamente idéntica a la del conjunto de la UEM, siendo el diferencial medio España-UEM en 2003 de solo 4,6 pb para la deuda a tres años y de -3,7 pb para las referencias a diez años.

GRÁFICO I.2

Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa



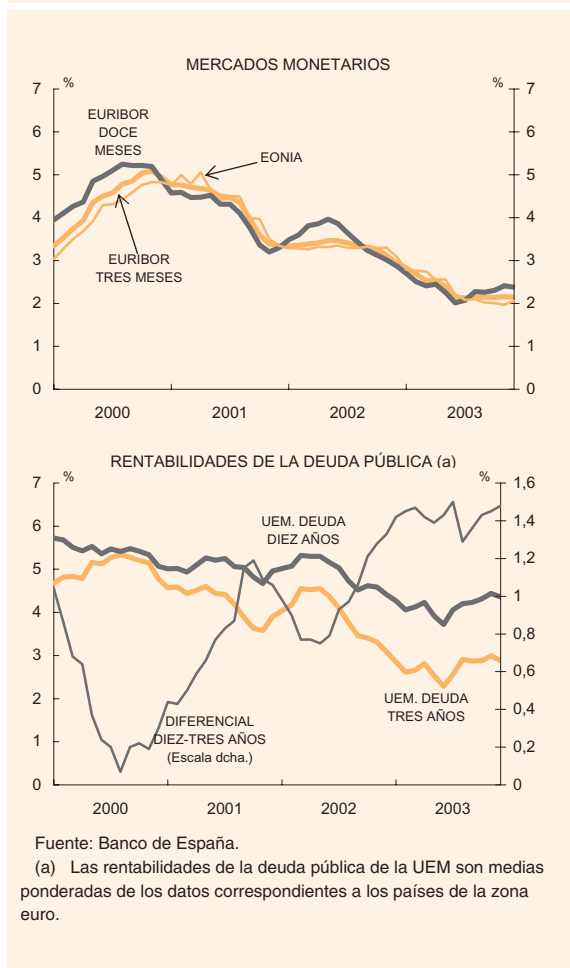
Fuente: Banco de España.

(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



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.

En lo referente a los mercados monetarios y de deuda pública del área del euro destacan dos hechos relevantes. Por una parte, los tipos de interés en la UEM durante 2003 se situaron en niveles muy reducidos. En la primera mitad del año los tipos negociados recogían expectativas de que el BCE pudiera rebajar sus tipos de intervención, en un contexto de deterioro de las perspectivas sobre la recuperación económica. Esto provocó que los tipos del Euribor a tres y doce meses mostraran una tendencia decreciente, hasta que, una vez superados los miedos a la desaceleración económica y rebajados los tipos de intervención por parte del BCE —que los redujo en 50 pb en el mes de junio—, en el segundo semestre detuvieron su caída. Así, el Euribor a tres meses se estabilizó y el de a doce meses incluso aumentó.

Por otra parte, continuó el proceso de convergencia de las rentabilidades negociadas entre los distintos países de la Unión Monetaria. En efecto, todos ellos redujeron su diferencial medio anual de rentabilidad a diez años entre 2 pb y 17 pb con

respecto a la deuda alemana, que siguió representando el nivel de rentabilidad más reducido a ese plazo, excepción hecha de Luxemburgo.

En cuanto a la renta variable, el comportamiento de los mercados internacionales fue también favorable. Después de un primer trimestre muy negativo, en el mes de marzo comenzó una trayectoria ascendente que se mantuvo hasta el final del año gracias a la mejora de las perspectivas sobre la evolución mundial. Este mayor optimismo fue consecuencia de que los mayores motivos de preocupación en los primeros meses (guerra en Irak, riesgo de nuevos atentados terroristas, peligro de deflación en EEUU y epidemia SARS) no afectaron a las principales economías tanto como se esperaba. Como resultado, y después de tres años consecutivos de descensos generalizados de las cotizaciones, 2003 se cerró con fuertes ganancias en los principales índices bursátiles. Así, el DJIA acumuló en 2003 una revalorización del 25,3%, el Nikkei del 24,5%, el DJ Euro Stoxx 50 del 15,7% y el Ibex 35 del 28,2%.

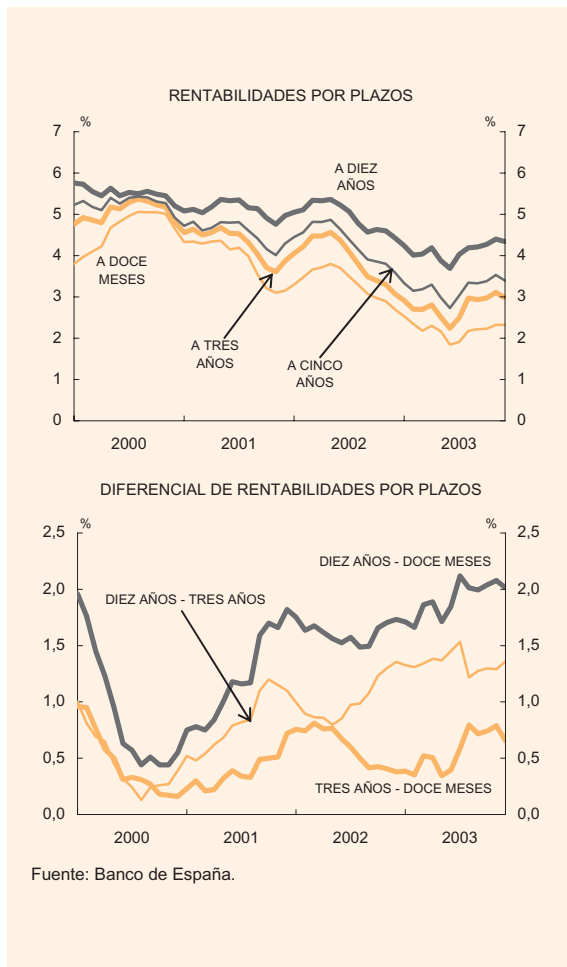
Los mercados cambiarios, a pesar de los buenos datos económicos de EEUU, estuvieron caracterizados por un clima de desconfianza hacia el dólar estadounidense, que se depreció frente a las principales monedas y especialmente contra el euro, como se observa en el gráfico I.1. De esta forma, el dólar continuó durante 2003 la misma tendencia que en 2002 y acumuló una depreciación del 20% con respecto al euro, proceso que tuvo lugar principalmente en la segunda mitad del año, cuando el tipo de cambio dólar/euro llegó a alcanzar máximos históricos. Esta depreciación gradual del dólar, entre cuyas causas destacan los elevados déficit de EEUU —tanto por cuenta corriente como fiscal—, no evitó sin embargo el predominio de unas condiciones financieras globalmente favorables. Por último, además de apreciarse fuertemente contra el dólar, el euro acumuló durante 2003 una apreciación del 6,6% frente al yen y del 9,3% frente a la libra esterlina, que se suman al 9,6% y 3,6% acumulados en 2002, respectivamente.

I.3. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

En 2003 las finanzas públicas españolas se saldaron con un superávit que permitió un ajuste a la baja en las necesidades de financiación. La operativa del Tesoro en el mercado de deuda pública resultó así en unas emisiones netas que hicieron disminuir ligeramente el saldo total de deuda y generaron un leve incremento de su vida media. Conviene también subrayar que, siguiendo la tendencia registrada a lo largo de los últimos

GRÁFICO I.4

Mercado de deuda pública. España



años, el porcentaje del PIB que representa la deuda del Estado experimentó un nuevo descenso (del 54,5% en 2002 al 50,8% en 2003).

En términos netos, tanto letras como bonos y obligaciones tuvieron una aportación positiva a la financiación del Estado, destacando el impulso cobrado por las letras del Tesoro. Sin embargo, estas continuaron representando una escasa proporción (14% en 2003 y 13% en 2002) del saldo vivo de deuda total, siendo los bonos y obligaciones los instrumentos dominantes. Los tipos marginales de las subastas volvieron a experimentar descensos generalizados, de acuerdo con la tendencia mostrada por los mercados secundarios de renta fija españoles e internacionales en los últimos años.

La negociación en los mercados secundarios de deuda aumentó un 13%, siendo las letras los instrumentos que más avanzaron, con un 16,5% más de negociación que en 2002, mientras que los bonos y obligaciones presentaron un importe un 12% superior al de 2002. Este ligero avance de las letras (desde un 11,9% sobre el total ne-

gociado en 2002 hasta un 12,2% en 2003) fue el resultado de las medidas de reforma introducidas en su mercado, que se describen con detalle en el capítulo VII. A pesar de ello, el grueso de la negociación en 2003 siguió correspondiendo a los bonos y obligaciones (86,4%) y por tipo de operación a *repos* (52,5%) y simultáneas (36,6%). Una descripción más detallada de la evolución de los volúmenes de emisión y de negociación de deuda pública se incluye en los capítulos II y III, respectivamente.

En cuanto a las rentabilidades negociadas en el mercado secundario español, su evolución a lo largo del año siguió el mismo patrón que el conjunto de la zona euro. Como muestra el gráfico I.4, los rendimientos alcanzaron valores mínimos en el mes de junio, para comenzar su recuperación a partir de entonces, una subida que, por otra parte, no fue suficiente para compensar los descensos acumulados en la primera mitad del año. Como consecuencia de ello, los niveles alcanzados en diciembre de 2003 fueron inferiores a los de diciembre de 2002 en todos los segmentos del mercado.

Así, las operaciones al contado de letras del Tesoro acumularon durante el año un descenso de rentabilidad de treinta y siete puntos básicos, situándose en diciembre en niveles en torno al 2,3%. En lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo, mientras que a cinco años las rentabilidades negociadas registraron un descenso de veinte puntos básicos, este fue de solo nueve en las referencias a tres y diez años. Por lo tanto, el diferencial diez-tres años finalizó el ejercicio inalterado con respecto al valor de cierre de 2002, en 136 pb, mientras que tanto el diferencial tres años-doce meses como el diez años-doce meses aumentaron 28 pb, situándose en 66 pb y 201 pb, respectivamente.

Esta trayectoria decreciente de las rentabilidades de la deuda pública española fue tal que resultó en la práctica eliminación de los diferenciales con la deuda alemana, continuando con el proceso de convergencia en rentabilidad observado desde hace varios ejercicios. Concretamente, habiendo comenzado el año con un diferencial a diez años de solo 7,4 puntos básicos respecto al bono alemán, y tras superar un repunte en el segundo trimestre, en el mes de diciembre el bono español llegó a superar la cotización de este hasta en 1,6 puntos básicos. Este hecho es especialmente significativo si se tiene en cuenta la menor liquidez de la deuda española debido a su inferior volumen de emisión. Ahora bien, hay que señalar que parte de ese diferencial negativo pudo resultar de la ventaja en términos de duración del bono español frente a la nueva referencia alemana.