

## 1 Situación general de los mercados

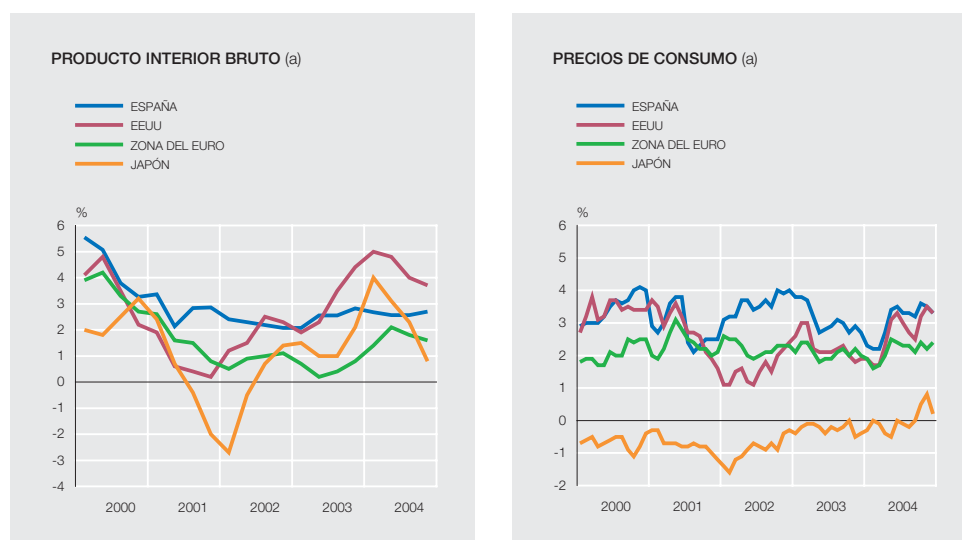
### 1.1 La situación económica y financiera general

La recuperación global de la actividad en las principales áreas económicas, que ya se vislumbraba en la segunda mitad de 2003, se vio confirmada por una evolución alcista general durante la primera mitad de 2004, pero que tendió a moderarse a partir de entonces. El fuerte encarecimiento del petróleo en 2004 pudo actuar como un estabilizador parcial del crecimiento, pero no produjo presiones inflacionistas especialmente relevantes a pesar del ligero aumento de las tasas de inflación a nivel mundial (véase gráfico 1.1). Además, los riesgos inflacionistas añadidos se mantuvieron bajo control gracias, entre otros factores, al moderado crecimiento de los salarios. Entre los principales desequilibrios macroeconómicos que persistieron, destaca la fuerte elevación del déficit externo de Estados Unidos, que motivó una considerable depreciación del dólar y las consiguientes revalorizaciones del euro y el yen.

A pesar de este comportamiento general, se observaron ciertos contrastes entre las diferentes economías, principalmente en cuanto a la magnitud del crecimiento. En Estados Unidos se estima que el crecimiento medio del PIB en 2004 fue del 4,4% (3% en 2003), reflejando principalmente la pujanza tanto del consumo como de la inversión privada. Este crecimiento tendió a moderarse en el segundo semestre, coincidiendo con el final del tono expansivo de la política monetaria, materializado en un aumento acumulado del tipo de interés objetivo de los Fondos Federales de 125 puntos básicos (pb) entre junio y diciembre. La actividad en Japón registró igualmente un nuevo impulso en 2004 —con un crecimiento medio del PIB del 2,6%—, tras la recuperación ya observada en 2003. Fue también la evolución del consumo y de la inversión la que marcó esta tendencia, en un entorno con tasas de inflación muy reducidas. En el área de Latinoamérica, el crecimiento fue generalizado y bastante intenso, estimándose en un 5,4% para el agregado de las nueve principales economías de la zona. La mayor parte de las economías emergentes del Sudeste asiático crecieron a ritmos superiores al 6%, destacando un año más China, con un potente crecimiento del PIB, del 9,5%, y sin que las medidas contractivas tomadas por las autoridades hayan tenido un efecto claro que ralentice esta evolución.

En la zona del euro, el año 2004 supuso el fin del proceso de desaceleración de la actividad que caracterizó los tres años anteriores, de modo que la leve recuperación que ya se anunciaba en la segunda mitad de 2003 se vio confirmada por el sustancial impulso observado durante el primer semestre de 2004. Desde entonces, dicho impulso parece haberse atenuado ligeramente, pero, con todo, se estima que el área creció un 1,7% sobre la base, principalmente, de una notable recuperación de la inversión y sin que el consumo se manifestara como motor relevante del crecimiento. La evolución de los precios de consumo fue fruto de un positivo comportamiento del componente de alimentos, que compensó el crecimiento de los precios de la energía, con lo que finalmente la inflación media en términos armonizados fue del 2,1%, tasa idéntica a la registrada en 2003.

La economía española mantuvo el ritmo de crecimiento estable, que ha caracterizado los últimos años, fruto del dinamismo de la demanda interna. En concreto, la actividad creció un 2,7% en 2004 (2,5% en 2003), lo que implicó un diferencial significativo frente a la zona del euro. El mantenimiento de un elevado ritmo de creación de empleo y la estabilidad presupuestaria son algunos de los factores positivos que se pueden destacar en el ejercicio. La evolución de los precios no resultó tan positiva; así, la tasa media de inflación armonizada fue del 3,1%, lo que supuso un diferencial de un punto porcentual respecto a la evolución de los precios en la zona del euro.



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

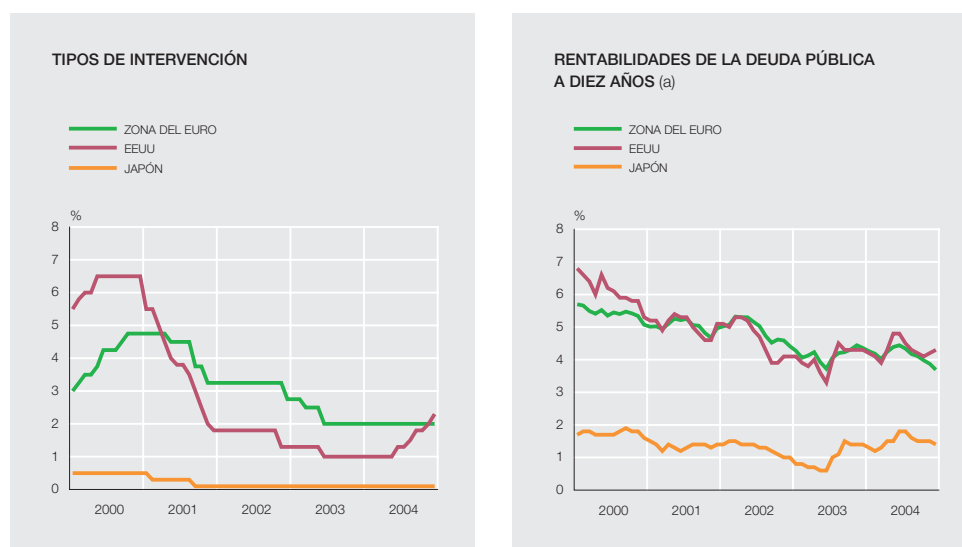
Como en años anteriores, uno de los componentes más dinámicos del crecimiento en España fue el consumo, que aumentó a un ritmo medio del 3,5%, impulsado por el crecimiento de la renta disponible, las favorables condiciones de financiación y el aumento de la riqueza financiera y no financiera de las familias. Se advierte, no obstante, que la evolución creciente del endeudamiento de las familias hizo que su ahorro financiero neto se tornase negativo en la última parte del año. La fuerte recuperación de la inversión en bienes de equipo —que creció un 5,8%— y el crecimiento sostenido de la inversión en construcción —un 4,4%— coadyuvaban también al crecimiento del PIB, contrarrestando el aumento de la contribución negativa de la demanda exterior derivado de las pérdidas de competitividad asociadas a la apreciación del euro y a los diferenciales de inflación.

## 1.2 Los mercados financieros internacionales

Las tendencias generales que dominaron la evolución de los mercados financieros internacionales durante 2004 fueron los descensos de los tipos de interés a largo plazo, la revalorización de las bolsas y la depreciación del dólar. No obstante, esta evolución fue ciertamente desigual tanto en su signo a lo largo del año, como por áreas económicas.

Los mercados de deuda pública llevan registrando en los dos últimos años continuos cambios de signo en la evolución de los tipos de interés más significativos. Durante el primer semestre de 2003 la norma fue de descenso de los tipos de interés a diez años, mientras que en la segunda mitad del año esta cambió de signo, para posteriormente, desde diciembre, comenzar una nueva etapa de descensos, que duró prácticamente hasta marzo de 2004. En los meses de primavera se vivió una nueva etapa de aumentos, que finalizó en junio. Desde entonces, los descensos de tipos fueron generalizados.

Como resultado final de todo este proceso de aumentos y descensos, en la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en diciembre en torno al 3,7%, acumulando en 2004 descensos de unos 70 pb. Estos descensos fueron de unos 35 pb en el Reino Unido, mientras que en Estados Unidos fueron tan solo de unos 5 pb (con un nivel en torno al 4,3%, en diciembre) y en Japón incluso acumularon ligeros aumentos, de unos 5 pb. No obstante, conviene destacar que, en términos medios anuales, en 2004 los tipos de interés a diez años en la zona del euro tan solo disminuyeron 2 pb respecto a la media de 2003,



FUENTE: Banco de España.

a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

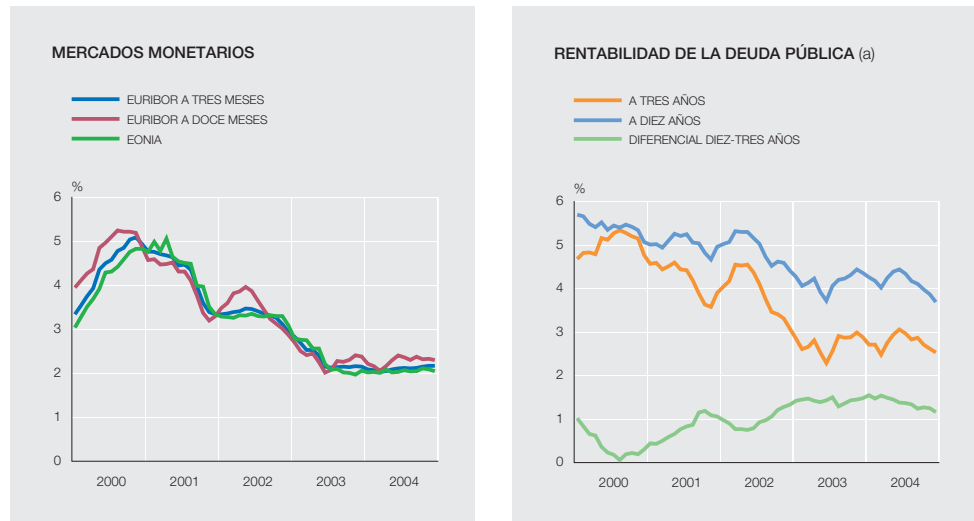
mientras que en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón dichos tipos medios anuales subieron en torno a los 30 pb, 40 pb y 50 pb, respectivamente (véanse gráficos 1.2 y 1.3).

El diferencial de tipos de interés a diez años entre el conjunto de la zona del euro y Estados Unidos se cifró en diciembre en casi 60 pb a favor de este último país, muy superior al observado en diciembre de 2003, de tan solo 5 pb. Sin embargo, el diferencial medio del año fue inferior a 20 pb. Fue el aumento de tipos de interés en Estados Unidos en los dos últimos meses del año el que generó el incremento del diferencial en diciembre.

Como en ejercicios anteriores, la evolución de las rentabilidades de la deuda pública española fue prácticamente idéntica a la del conjunto de la zona del euro, con un diferencial medio España-zona del euro, en 2004, de tan solo -4 pb en la referencia a diez años.

Si bien el encarecimiento del petróleo empujó al alza la tasa de inflación en la zona del euro en la última parte del año, el BCE interpretó esta evolución como de carácter transitorio, con lo que no alteró los tipos de intervención, que se mantuvieron en el nivel del 2% (para las operaciones principales de financiación), donde llevan situados desde junio de 2003 (véase gráfico 1.2). Los tipos negociados en los mercados monetarios observaron una gran estabilidad en 2004; así, el nivel del EURIBOR a tres meses en diciembre fue del 2,17%, tan solo en 2 pb superior al registrado en diciembre del año anterior, mientras que el del EURIBOR a doce meses (con una evolución ligeramente más variable a lo largo del año) se situó en diciembre en torno al 2,30%, es decir, 8 pb por debajo del de un año antes (véase gráfico 1.3).

Los mercados internacionales de renta variable mostraron por segundo año consecutivo un comportamiento muy positivo, tras tres años de trayectoria descendente de las cotizaciones. En España, el índice Ibex 35 acumuló en 2004 una revalorización del 17,4%, bastante superior incluso a la registrada por los principales índices internacionales. Así, el DJ EURO STOXX 50 se revalorizó un 6,9%, el DJ IA de la bolsa de Nueva York lo hizo en un 3,1% y el Nikkei en un 4,6%. La mayor parte de esta positiva revalorización tuvo lugar a partir de agosto, mes hasta el cual se había observado una considerable estabilidad de los índices. En el caso concreto



FUENTE: Banco de España.

a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

de la zona del euro, el comportamiento en la parte final del año puede explicarse por el crecimiento de los beneficios empresariales y los descensos registrados en los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo.

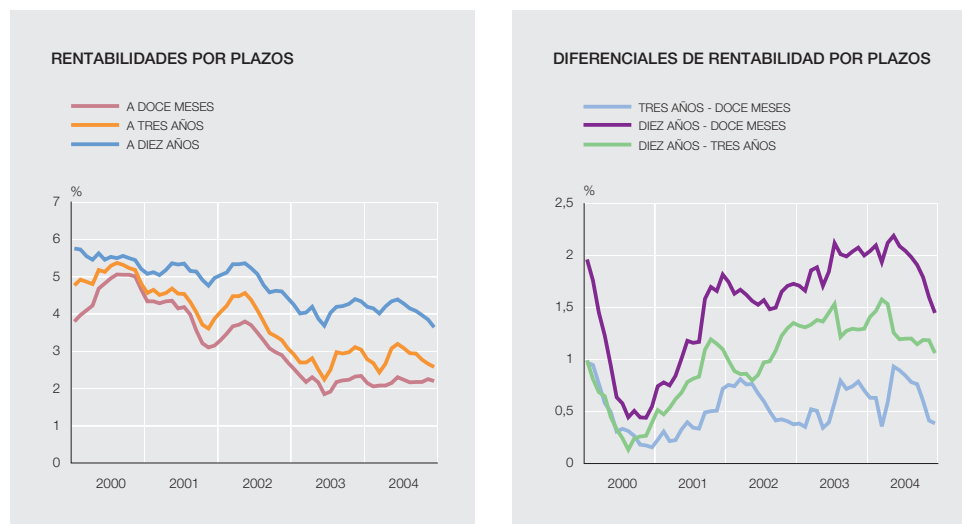
En los mercados cambiarios continuó la tendencia de descensos de la cotización del dólar, que, en diciembre, había acumulado una depreciación anual frente al euro en torno al 9,1%, sobre la base de los elevados déficit por cuenta corriente y fiscal de Estados Unidos. Frente a la moneda europea, el yen se depreció en torno a un 5% en el conjunto del año.

### 1.3 El mercado de deuda pública en España

La financiación obtenida por el Estado mediante la emisión neta de letras, bonos y obligaciones fue de 8.131 millones de euros, cuya distribución entre los distintos activos supuso una emisión neta negativa de letras del Tesoro y una emisión neta positiva de bonos y obligaciones del Estado y, por tanto, un ligero aumento de la vida media del saldo vivo total. La emisión bruta total creció en torno a un 5,6% y supuso un aumento del saldo de deuda del Estado anotada del 3% (en el capítulo II se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Si bien los tipos marginales de las subastas de letras a doce meses acumularon en diciembre un descenso anual de 22 pb, en términos medios la diferencia entre ambos ejercicios fue de tan solo 6 pb, por lo que en términos globales, desde los mínimos observados en el verano de 2003, el nivel de los tipos de emisión de las letras se mantuvo relativamente estable. La deuda a medio y largo plazo también experimentó en 2004 descensos acumulados de sus tipos de interés de emisión (salvo los bonos a tres años, que aumentaron su tipo marginal). No obstante, de nuevo, en el promedio del año, los tipos marginales mostraron, respecto a 2003, descensos mucho menores, que incluso se tornaron en aumentos en las referencias a tres y cinco años.

Situación similar vivieron las rentabilidades en los mercados secundarios de deuda pública, donde a pesar de que durante 2004 las letras del Tesoro a doce meses y los bonos y obligaciones del Estado a tres y diez años acumularon respectivamente descensos de unos 15 pb, 45 pb y 70 pb, respectivamente, en el promedio anual, tales descensos fueron tan solo de



FUENTE: Banco de España.

5 pb y 2 pb para las letras y las obligaciones a diez años, respectivamente, observándose incluso aumentos medios de la rentabilidad de los bonos a tres años de unos 4 pb (véase gráfico 1.4).

En general, la convergencia de rentabilidades en la zona del euro sigue siendo casi total. Así, el diferencial con el bono alemán a diez años durante gran parte del año se situó entre los 7 pb y los 9 pb, mientras que desde noviembre disminuyó, para situarse entre 1 pb y 4 pb. En este sentido, debe destacarse que los diferenciales de rentabilidad observados dependen, entre otros motivos, de los plazos de vencimiento de las referencias utilizadas en la comparación; así, la disminución del diferencial observada en noviembre de debe a que en ese mes se cambió la referencia alemana a diez años por una nueva emisión con una fecha de vencimiento final muy similar a la de la referencia española al mismo plazo.