

Situación general de los mercados

1.1. La situación económica y financiera general

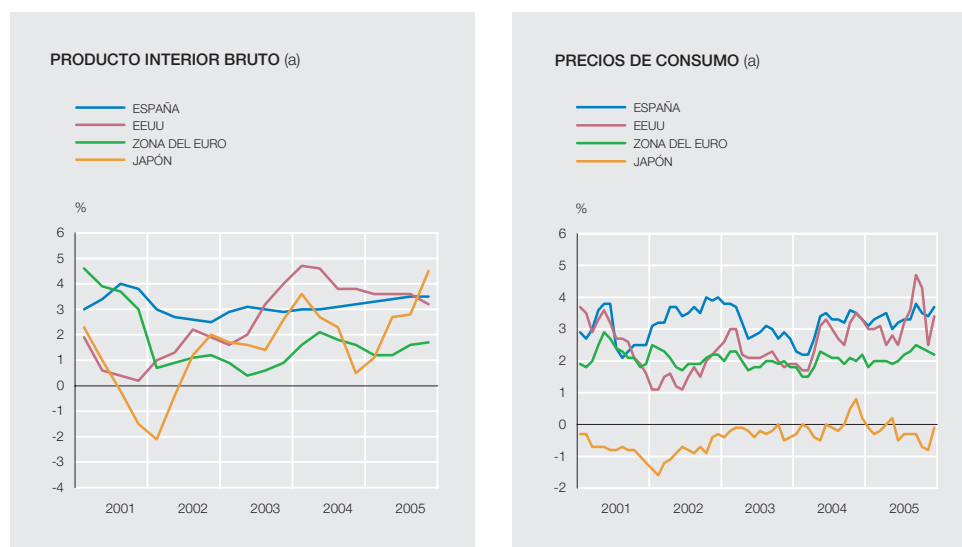
La economía mundial tuvo un comportamiento favorable en 2005, continuando la tendencia observada en 2004. Entre los factores que contribuyeron a la buena evolución de la economía mundial destaca el favorable comportamiento de los mercados bursátiles y financieros, impulsado por el tono suave de las políticas económicas. Por su parte, las tasas de inflación registraron, en general, unos valores muy moderados. No obstante, entre los elementos de riesgo para la economía mundial destacan la persistencia del fuerte déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y la inestabilidad del mercado del petróleo.

La economía estadounidense experimentó un crecimiento del PIB del 3,5% en 2005 (véase gráfico 1.1), basado en el buen tono del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, a pesar de la leve desaceleración de dichos componentes con respecto a 2004. Los tipos de interés oficiales registraron nuevos incrementos progresivos y se situaron en un 4,25% a finales de año. En Japón, la actividad económica registró un nuevo impulso — con un crecimiento del PIB del 2,8% —, apoyada principalmente en la fortaleza de la inversión. A pesar de que el índice general de precios registró una tasa de variación anual del -0,3%, existen ciertos indicios de superación de la larga fase deflacionista, que, en un contexto de mayor dinamismo económico, podrían servir de base para un posible cambio tanto en el tono como en la instrumentación de la política monetaria.

Por su parte, en China la actividad mantuvo un elevado dinamismo — con un incremento del PIB de un 9,9% —, acompañada de una tasa de inflación muy moderada (1,8%). En América Latina el crecimiento fue generalizado y bastante notable, a excepción de Brasil, que experimentó una contracción en el nivel de su actividad en la segunda mitad del año. Las tasas de inflación continuaron moderándose en la mayoría de los países, salvo en Argentina, donde cerró el año por encima del 12%. Hay que señalar, igualmente, que tanto Brasil como Argentina devolvieron la totalidad de los préstamos con el FMI, por un importe total de 25.000 millones de dólares.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB en 2005 (del 1,4%) fue inferior al 1,8% registrado en 2004, debido a una menor contribución de la variación de existencias y del saldo neto exterior, y a pesar de la recuperación de la formación bruta de capital fijo. No obstante, el consumo privado continuó mostrando síntomas de atonía, ya que no recuperó un ritmo de crecimiento suficiente para apoyar el despegue de la actividad económica a medio plazo. Por lo que respecta a los precios, la inflación tendió a moderarse a lo largo del último trimestre de 2005, favorecida por el recorte de los precios del petróleo en dicho período, de forma que el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situó en un 2,2% en diciembre. Por su parte, la inflación subyacente se situó en un 1,4% en el mismo mes, sin que se haya observado un efecto significativo derivado del encarecimiento de la energía. No obstante, el nivel elevado de la cotización del petróleo, en un contexto de recuperación del empleo y de la actividad, llevó al Consejo del BCE a acordar una subida de los tipos de interés oficiales en el mes de diciembre, situando el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en un 2,25%, tras casi dos años y medio de permanencia en el 2%.

La economía española mantuvo el ritmo de crecimiento vigoroso de años anteriores, situándose el incremento del PIB en un 3,4% en 2005. Dicha evolución volvió a basarse en el elevado dinamismo del consumo privado y de la inversión residencial. Como elemento diferenciador con respecto al año 2004, se observó una notable recuperación de la inversión en bienes de



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

equipo en el conjunto del año, aunque en el segundo semestre tendió a suavizar el fuerte crecimiento observado en los primeros trimestres. Por el contrario, el comportamiento de la demanda exterior neta fue negativo, debido a la falta de impulso de las exportaciones, y a pesar del menor avance de las importaciones. En términos del IAPC, la inflación española finalizó 2005 en una tasa del 3,7%, que supone una notable apertura del diferencial con la zona del euro.

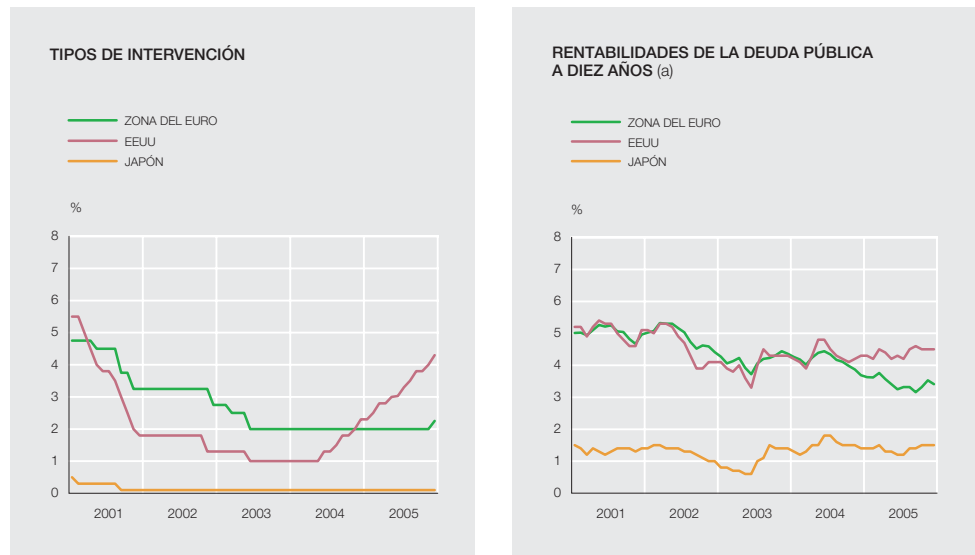
El mal comportamiento de las exportaciones de bienes, que tan solo crecieron un 1%, supuso una pérdida de la cuota de mercado de los productos españoles, que ilustra la pérdida de competitividad de la economía española, a pesar de la depreciación del euro. Dicha pérdida de competitividad también tuvo su efecto en el mercado interno, ya que las importaciones siguieron creciendo a un ritmo elevado a lo largo de 2005. Como resultado de esta tendencia, se produjo una nueva ampliación del déficit por cuenta corriente y de las necesidades de financiación frente al exterior.

1.2 Los mercados financieros internacionales

Las tendencias generales que dominaron la evolución de los mercados financieros internacionales durante 2005 fueron la relativa estabilidad de los tipos de interés a largo plazo, la revalorización de las bolsas y la apreciación del dólar. No obstante, esta evolución fue ciertamente desigual, tanto en su signo a lo largo del año como por áreas económicas.

Mientras que en Estados Unidos y Japón el comportamiento de los tipos de interés a largo plazo fue bastante estable durante todo 2005, con un repunte de los mismos en la última parte del año, en la zona del euro la tendencia bajista iniciada en el segundo semestre de 2004 continuó hasta el último trimestre de 2005, período en el que se produjo un leve repunte de los tipos de interés de largo plazo.

En la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron, en diciembre, en un 3,4%, acumulando en 2005 descensos de unos 30 puntos básicos (pb). Por el contrario, tanto en Estados Unidos como en Japón las rentabilidades a diez años se situaron, en diciembre, en un 4,5% y un 1,5%, respectivamente, unos 20 y 10 pb superiores a las registradas en diciembre de 2004.



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.

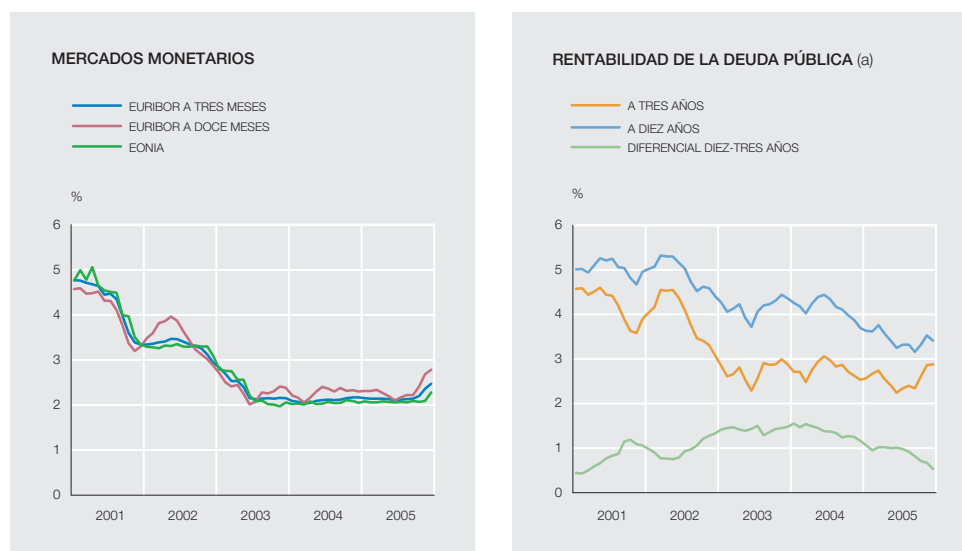
El diferencial de tipos de interés a diez años entre el conjunto de la zona del euro y Estados Unidos se cifró, en diciembre, en 110 pb a favor de este último país, superior al observado en diciembre del año anterior, que fue de 60 pb.

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 entre la zona del euro y España, en 2005, de tan solo 6 pb, en la referencia a diez años, a favor de la primera, ligeramente superior al registrado en 2004, que fue de 4 pb.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión de diciembre de 2005 elevar el tipo de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 2,25%, después de permanecer en el 2% desde junio de 2003 (véase gráfico 1.2). Los tipos de interés negociados en los mercados monetarios mostraron un comportamiento muy estable hasta el último trimestre, momento en el que el mercado comenzó a descontar la subida de tipos por parte del BCE, produciéndose una elevación de los mismos. Así, el EURIBOR a doce meses cerró el año en torno al 2,78%, 48 pb superior al nivel alcanzado en diciembre de 2004, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en un 2,47%, 30 pb por encima del registrado un año antes (véase gráfico 1.3).

Los mercados internacionales de renta variable tuvieron un comportamiento muy positivo en 2005, continuando la tendencia alcista iniciada hace tres años. En Japón, el Nikkei experimentó una fuerte revalorización (de un 40%), mientras que en Estados Unidos el comportamiento del S&P 500 fue mucho más modesto, con una revalorización de tan solo un 3%. En España, el índice IBEX35 acumuló en 2005 una revalorización del 18,2%, similar a la del EURO STOXX amplio (23%). La tendencia alcista de las bolsas de la UEM se debió al fortalecimiento de la confianza empresarial, gracias a la mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía del área, así como a los buenos resultados empresariales.

Los mercados cambiarios estuvieron marcados en 2005 por el fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las divisas y, concretamente, frente al euro. En un contexto de ampliación



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.

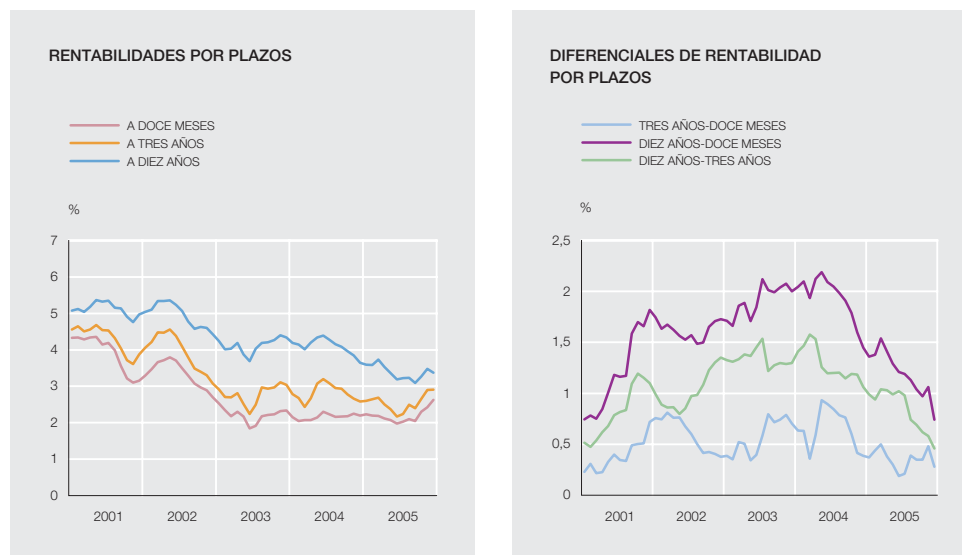
del diferencial de los tipos de interés a corto plazo a ambos lados del Atlántico, el euro experimentó una depreciación acumulada anual con respecto al dólar del 10% en 2005, mientras que la depreciación experimentada por el yen con respecto al dólar fue del 14% en el mismo período.

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 5.089 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 disminuyó un 14% y supuso un aumento del saldo de deuda del Estado anotada del 2% (en el capítulo II se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Los tipos marginales de las subastas de letras del Tesoro se mantuvieron relativamente estables durante la mayor parte del año, si bien en el último trimestre experimentaron una importante elevación. Así, mientras que, en términos acumulados anuales, se registró un aumento de 53 pb para las letras a doce meses, la diferencia, en términos medios, entre ambos ejercicios fue de tan solo 6 pb. En el caso de la deuda a medio y largo plazo, la tendencia de los tipos marginales de emisión fue descendente durante la mayor parte del año, para, de nuevo, en el último trimestre, registrar un significativo aumento. Así, mientras que, en términos medios anuales, los tipos marginales de emisión registraron descensos de 41, 33 y 58 pb para las referencias a tres, cinco y diez años, respectivamente, en términos acumulados del año la variación fue poco significativa (una reducción de 1 pb en las referencias a tres y diez años y un aumento de 17 pb para la referencia a cinco años), como resultado del cambio de tendencia observado a partir del mes de septiembre.

En cuanto a la evolución de los mercados secundarios de deuda pública, las rentabilidades de las letras del Tesoro a doce meses mostraron una tendencia decreciente durante todo el primer semestre, hasta registrar un 1,98% en junio. En la segunda parte del año se produjo un cambio en dicha tendencia, que se aceleró en el último trimestre, alcanzando en diciembre



FUENTE: Banco de España.

un nivel del 2,63%, es decir, 43 pb por encima del registrado en diciembre de 2004. Sin embargo, en media anual esta evolución fue mucho menos acusada, con tan solo 3 pb de aumento en 2005. Por lo que respecta a los instrumentos de deuda a medio y largo plazo, si bien la tendencia general marcada por sus rentabilidades coincide básicamente con la de las letras del Tesoro, las rentabilidades medias anuales experimentaron descensos más significativos. Así, la rentabilidad de los bonos y obligaciones a tres, cinco y diez años registró disminuciones medias de 27, 47 y 72 pb, respectivamente (véase gráfico 1.4). Sin embargo, en términos acumulados, se registraron aumentos de 33 y 6 pb para las referencias a tres y cinco años, mientras que la referencia a diez años experimentó un descenso de 27 pb.

En general, el proceso de convergencia de rentabilidades en la zona del euro sigue siendo casi total. Así, el diferencial con el bono alemán a diez años se situó, en media, en 1 pb a favor del bono español.