

1 Situación general de los mercados

1.1 La situación económica y financiera general

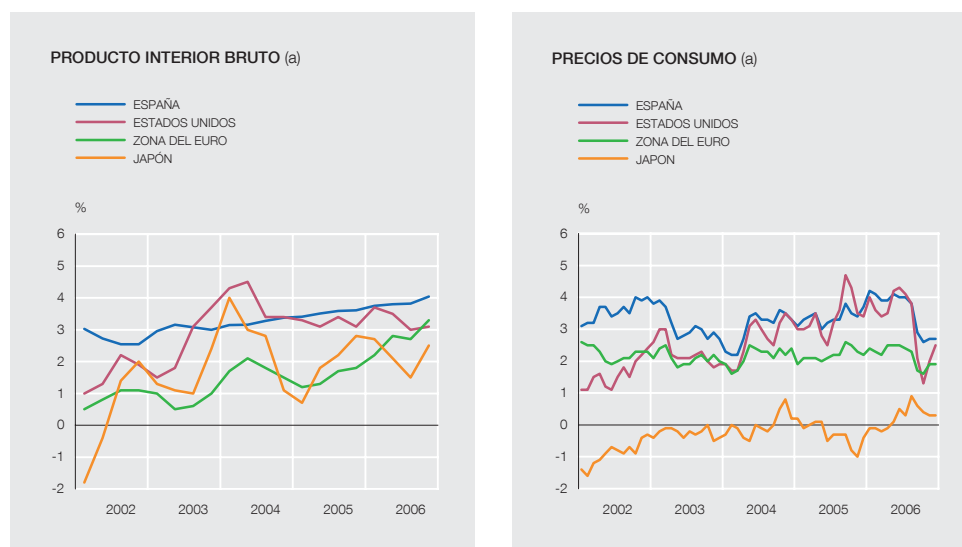
La economía mundial tuvo un comportamiento favorable en 2006, continuando la tendencia observada en los años anteriores más recientes. A este comportamiento contribuyeron, por un lado, la evolución de los tipos de interés a largo plazo, que aumentaron a ritmos moderados a pesar del endurecimiento de la política monetaria, y, por otro, la buena evolución de los mercados bursátiles y financieros. Las tasas de inflación registraron, en general, unos valores más contenidos que en 2005, si bien una de las principales fuentes de incertidumbre para 2007, como ya lo fue en 2006, vendrá de la evolución de los precios en el mercado del petróleo.

El crecimiento del PIB de Estados Unidos en 2006 se estima en el 3,2% (véase gráfico 1.1), al que contribuyó especialmente el buen tono del consumo privado, mientras que la formación bruta de capital fijo privada redujo fuertemente su empuje de la mano del significativo descenso de la inversión residencial. Los tipos de interés oficiales se elevaron un punto porcentual (pp) durante el primer semestre, permaneciendo estables desde entonces, con lo que se situaron en el 5,25% a final de año. Si bien la inflación interanual en diciembre era del 2,5% (3,4% en diciembre de 2005), el riesgo inflacionista sigue siendo aún una de las principales preocupaciones de la Reserva Federal. En Japón, la esperada recuperación económica que se advertía a finales de 2005 no se terminó de consolidar a lo largo de 2006 y, aunque el PIB creció un 2,2%, el perfil trimestral de dicha evolución mostró una notable ralentización durante el segundo y el tercer trimestres. Ante el escenario inicialmente previsto de un crecimiento sostenido del PIB, el Banco de Japón elevó en julio el tipo de interés oficial, hasta situarlo en el 0,25%. El índice general de precios registró una tasa de crecimiento acumulado anual del 0,3%, con lo que el riesgo de retorno a la deflación no se ha disipado totalmente.

La economía china mantuvo el elevado ritmo de actividad de años anteriores — con un incremento del PIB del 10,7% —, consolidando el proceso de moderación de la inflación. En América Latina los indicadores mostraron una reactivación del crecimiento en Brasil y México, cierta estabilización del fuerte ritmo de expansión en Argentina y Venezuela, y una significativa ralentización del crecimiento en Chile.

En la zona del euro la actividad económica mantuvo un fuerte dinamismo, registrando un crecimiento del PIB del 2,8% (1,5% en 2005). Tanto la demanda interna en todos sus componentes (consumo privado y público, y formación bruta de capital fijo) como la demanda externa contribuyeron positivamente a la obtención de dicho registro. Por lo que respecta a los precios, la inflación tendió a moderarse a lo largo del segundo semestre de 2006, favorecida por el comportamiento de los precios del petróleo, de forma que el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en el 1,9% en diciembre (tres décimas menos que en diciembre del año anterior), mientras que la inflación subyacente lo hizo en el 1,6%. En este entorno, el Consejo de Gobierno del BCE decidió seguir reduciendo el estímulo de la política monetaria con cinco aumentos sucesivos de los tipos de interés oficiales — de 25 puntos básicos (pb) cada uno — en marzo, junio, agosto, octubre y diciembre de 2006, que deben añadirse al repunte de 25 pb que inició este ciclo alcista en diciembre de 2005. Como consecuencia de estas intervenciones, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 3,5% a finales de año.

La economía española acentuó en 2006 el creciente dinamismo que viene mostrando desde mediados de 2004, con un incremento del PIB del 3,9%, una tasa de crecimiento superior en



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

cuatro décimas a la registrada en 2005. Dicha evolución se basó en la mayor contribución del sector exterior, que, aun siendo negativa (-1 %), fue siete décimas superior a la de 2005 (-1,7%), compensando así la desaceleración observada de la demanda nacional derivada del menor crecimiento del consumo tanto privado como público y de la inversión en construcción. El único componente de la demanda nacional que tuvo una evolución más dinámica que el año anterior fue la inversión en bienes de equipo. La inflación inició una tendencia descendente a partir del verano, y así, en términos del IAPC, los precios crecieron a una tasa acumulada en diciembre del 2,7%, lo que supone 1 pp menos que la tasa registrada en diciembre de 2005. Como consecuencia de este cambio de tendencia, tuvo lugar una sustancial reducción del diferencial de inflación con la zona del euro, que se situó en 0,8 pp en diciembre de 2006, frente a los 1,5 pp de diferencial observados en el mismo mes del año anterior.

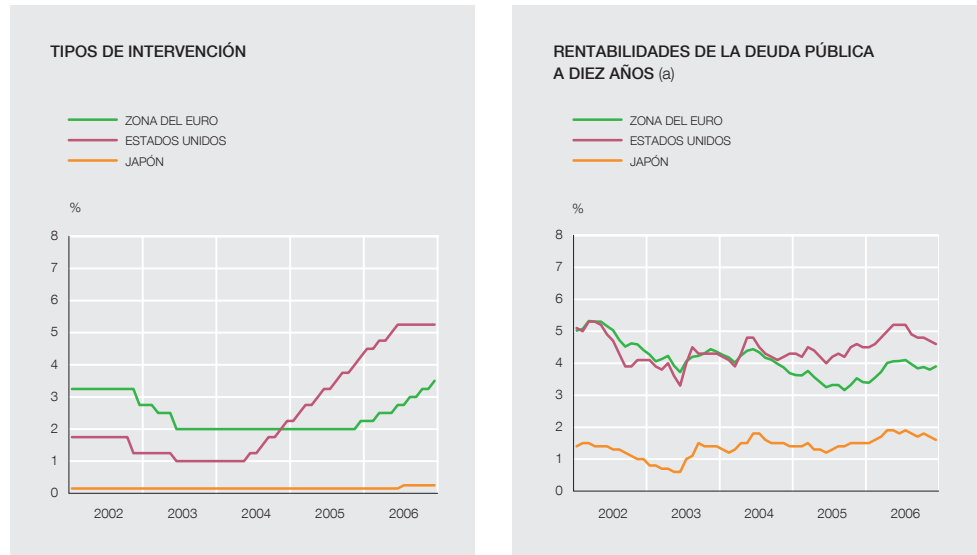
1.2 Los mercados financieros internacionales

Las tendencias generales que dominaron la evolución de los mercados financieros internacionales durante 2006 fueron el incremento de los tipos de interés a largo plazo, la revalorización de las bolsas y la apreciación del euro.

La evolución de los tipos de interés a largo plazo fue paralela en Estados Unidos, Japón y la zona del euro, y se caracterizó por un período alcista durante el primer semestre del 2006 seguido de una reducción de los mismos en el segundo semestre del ejercicio (véase gráfico 1.2), si bien se mantuvieron durante todo el período por encima de los valores registrados a final del año anterior.

De este modo, en la zona del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en diciembre en un 3,9%, acumulando a lo largo de 2006 aumentos de casi 50 pb. Por su parte, tanto en Estados Unidos como en Japón las rentabilidades a diez años terminaron aumentando solo ligeramente, y se situaron en un 4,6% y un 1,6%, respectivamente, en diciembre, en torno a 10 pb por encima de las registradas en diciembre de 2005 en ambos casos.

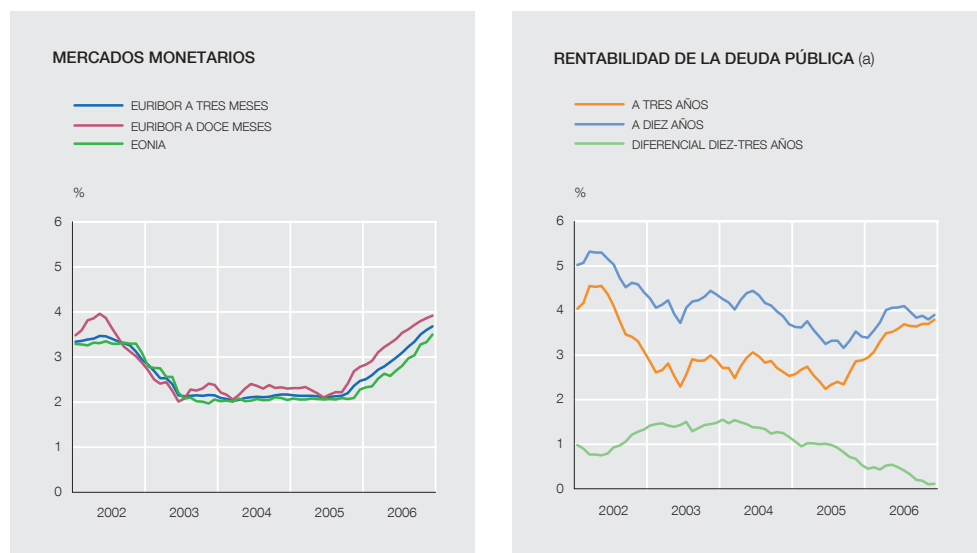
Como consecuencia de la distinta intensidad de los movimientos de los tipos de largo plazo, el diferencial de tipos de interés a diez años entre el conjunto de la zona del euro y Estados



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.

TIPOS DE INTERÉS EN LA ZONA DEL EURO

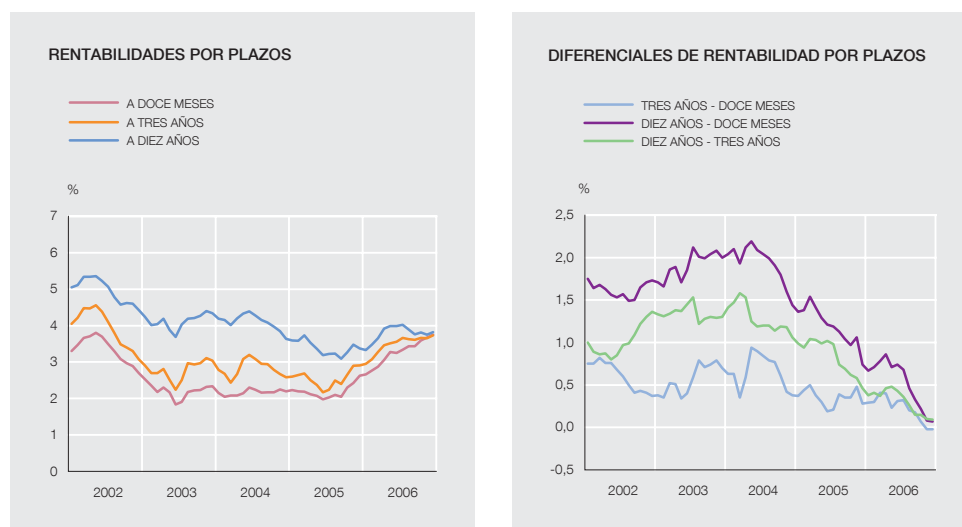


FUENTE: Banco de España.

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.

Unidos se estrechó alrededor de 40 pb, cifrándose en diciembre en torno a los 70 pb a favor de este último país.

Las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE en el último año afectaron en la medida esperada a los tipos de interés negociados en los mercados monetarios de la zona del euro, que continuaron durante 2006 la tendencia alcista iniciada en el último trimestre del año anterior. El EURIBOR a doce meses se situó en diciembre en torno al 3,9%, es decir, unos 110 pb por encima del nivel alcanzado en diciembre de 2005,



FUENTE: Banco de España.

mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en torno al 3,7%, unos 120 pb por encima del registrado un año antes (véase gráfico 1.3).

Los mercados internacionales de renta variable mantuvieron en 2006 el curso alcista que ha caracterizado los últimos ejercicios. Mientras que en Japón el Nikkei experimentó una revalorización del 6,9% (muy inferior al 40% computado en 2005), en Estados Unidos el índice S&P 500 marcó una revalorización del 13,6% (en contraste con el 3% registrado en 2005). La revalorización acumulada en España por el índice Ibex 35 fue del 31,8%, por encima del 15,1% del Euro Stoxx 50.

El debilitamiento del dólar frente al euro en 2006 fue la tónica general en los mercados cambiarios, y una de las justificaciones de esta evolución fue, entre otras, la reducción del diferencial de tipos de interés a corto plazo entre Estados Unidos y la zona del euro. En concreto, el euro se apreció con respecto al dólar un 11,6% en el conjunto del año. En relación con el yen, el euro se apreció un 13% en el mismo período.

1.3 El mercado de deuda pública en España

La estrategia de emisión que el Tesoro llevó a cabo en 2006 volvió a suponer una modificación de la estructura temporal de la deuda pública, favoreciendo un pequeño alargamiento de la vida media del saldo vivo total de la deuda anotada, gracias a la emisión neta negativa de letras del Tesoro y bonos del Estado y a la emisión neta positiva de obligaciones del Estado. En términos de emisión neta de deuda pública, la financiación obtenida por el Estado registró un importe negativo de 2.579,6 millones de euros en 2006. Como consecuencia de ello, el saldo vivo experimentó una reducción del 1% (en el capítulo 2 se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

En los mercados primarios de deuda pública, la tendencia general en 2006 fue de aumento de los tipos de interés marginales de las distintas subastas de títulos. En el caso de las letras del Tesoro a doce meses, el tipo marginal de la subasta alcanzó el 3,78% en diciembre, lo que supuso un aumento, respecto a la subasta del mismo mes del año anterior, de unos 110 pb, muy similar al aumento en promedio anual. En el caso de la deuda a medio y largo plazo, también se experimentaron aumentos de los tipos marginales de las subastas, si bien estos tuvieron lugar tan solo en la primera mitad del año, sin que a partir de entonces se observaran cambios significativos. En concreto, el tipo marginal de las emisiones de bonos a tres años

experimentó un incremento acumulado anual de unos 100 pb, mientras que en las emisiones de bonos a cinco años y de obligaciones a diez años los aumentos fueron de menor intensidad, cifrándose en unos 60 y 50 pb, respectivamente.

Los mercados secundarios de deuda pública mostraron una evolución general muy similar a la comentada para los mercados primarios e incluso, para cada instrumento y plazo, la intensidad de los aumentos fue muy parecida en uno y otro mercado. Así, la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 3,75% en diciembre, unos 110 pb superior a la de diciembre de 2005. En promedio anual, este aumento de rentabilidad también estuvo en torno a los 110 pb. Por su parte, los bonos y obligaciones a tres, cinco y diez años acumularon en diciembre aumentos de unos 80, 70 y 40 pb, respectivamente, cifras muy similares a los aumentos calculados en promedio anual (90, 80 y 40 pb). La distinta intensidad de estos movimientos llevó a un fuerte proceso de convergencia de las rentabilidades negociadas en los distintos instrumentos y plazos (véase gráfico 1.4).

En general, como ya se comentó anteriormente, se han mantenido constantes los diferenciales de rentabilidades de España respecto a la zona del euro. Así, la diferencia de cotización entre el bono alemán de referencia a diez años y el correspondiente bono español se mantuvo durante todo el año entre 4 y 6 pb.