

II. 0 escenario Monetario

SITUACIÓN MONETARIA E FINANCEIRA

Desde o punto de vista financeiro e monetario as condicións das economías no exercicio 2006 mativéronse suficientemente folgadas, nun entorno presidido polos seguintes rasgos fundamentais:

No entorno Euro, o Banco Central Europeo iniciou un endurecemento gradual da súa política monetaria elevando os tipos de intervención, mentres que en Estados Unidos a Reserva Federal, seguindo a tendencia iniciada a partir de mediados do ano 2004, continuou a senda de incremento dos tipos oficiais.

Os tipos de xuro escomenzaron unha escala progresiva que levou ao euribor a 12 meses a situarse a metade de setembro do 2006 90 puntos básicos por enriba do seu valor no mesmo período do ano anterior.

Os mercados bolsistas rexistraron en xeral no 2006, significativas revalorizacións do seus índices, e en concreto o IBEX-35 subiu ata mediados de setembro un 14%, o que supón un dos mellores resultados dentro das bolsas internacionais.

A evolución monetaria continuou sendo sólida, se ben nos últimos meses as subas dos tipos de xuro oficiais causaron un impacto sobre a dinámica monetaria.

1.-TIPOS OFICIAIS DE REFERENCIA.

TIPOS OFICIAIS DE REFERENCIA

	2005	2006				
		FEB.	ABRIL	XUÑO	AGOSTO	OUTUBRO
Área Euro	2,25	2,50	2,75	2,75	3,00	3,25
Estados Unidos	4,25	4,50	4,75	5,25	5,25	5,25
Xapón	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25

(Ao final do período considerado)

As condicións monetarias da economía da euro-zona mantivéronse suficientemente folgadas no 2006, pese a que desde decembro do pasado ano o BCE iniciou un endurecemento gradual da política monetaria elevando en cinco ocasións o tipo básico de referencia por un monto total de 1,25 puntos porcentuais, ata quedar situado en outubro no 3,25%.

Esta política monetaria restrictiva foi levada a cabo considerando que existían riscos para o mantemento da estabilidade dos prezos a medio prazo, fundamentalmente a raíz do encarecemento dos prezos do petróleo, nun contexto no que as perspectivas de fortalecemento da actividade económica en Europa experimentaron unha clara e progresiva melloría.

As previsións existentes nos mercados apuntan a que o BCE manterá, polo menos durante o resto do ano 2006, a súa orientación de gradual restricción, o que poderíase traducir nunha nova suba do tipo de xuro oficial ata o 3,5% antes de final do ano. Non obstante, as posibilidades

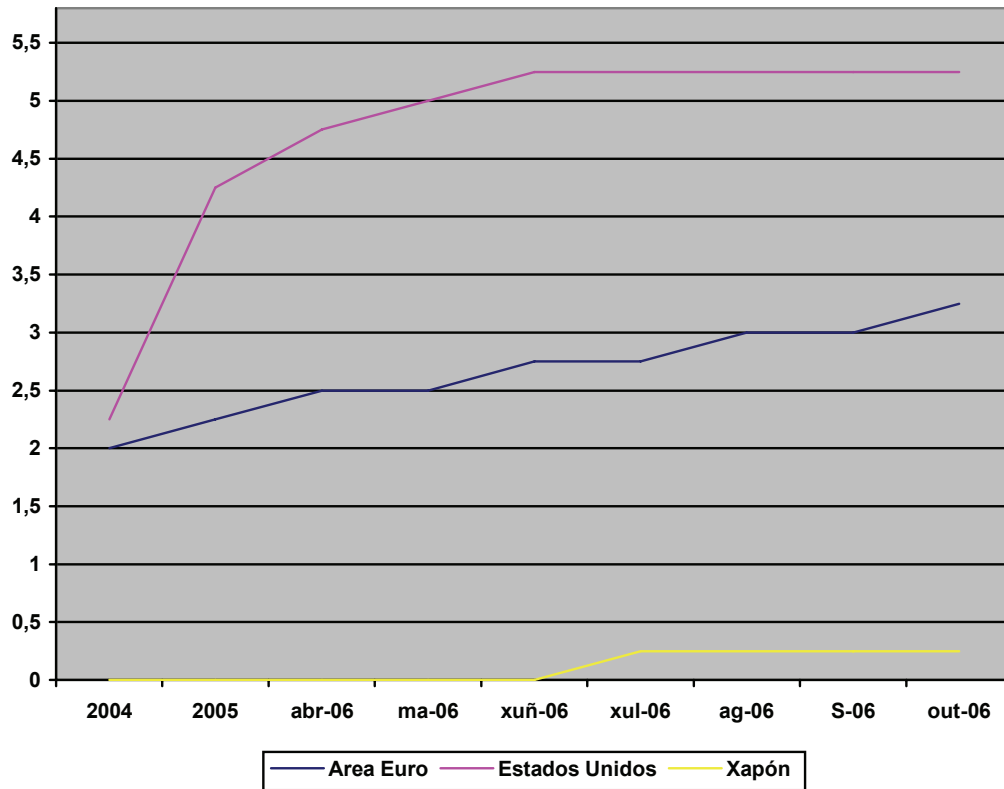
dunha certa ralentización da economía, unida ao mantemento do control da inflación, poderían levar a que o Banco Central relaxara ao longo do próximo exercicio esta política monetaria restrictiva.

Nos Estados Unidos, a Reserva Federal, seguindo a tendencia iniciada a partir de mediados do ano 2004, mantivo ao longo do primeiro semestre do ano a senda de incremento dos tipos oficiais, ata situarlos en xuño no 5,25%.

Sen embargo, as novas perspectivas sobre a evolución da económica norteamericana, caracterizadas por unha suave desaceleración e unhas menores presións inflacionistas, fixeron que a Reserva Federal optara por manter inalterado o tipo de xuro oficial nas súas reunións de agosto e setembro, empezando a apuntarse expectativas de que o reduza a principios do vindeiro ano.

Pola súa banda, unha vez que o proceso deflacionista parece concluído, e seguindo a tendencia iniciada polas autoridades monetarias, primeiro dos Estados Unidos e despois da Unión Europea, o Banco de Xapón incrementou en xullo o tipo básico nun 0,25% despois de máis de cinco anos de manterlo en cero.

Gráfico1. -
EVOLUCIÓN TIPOS DE INTERVENCIÓN



2.- TIPOS DE XURO INTERBANCARIOS.

TIPOS DE XURO INTERBANCARIOS

	2005	2006				
		FEBR.	ABRIL	XUÑO	AGOSTO	SETEMB.
Euribor 1 día (EONIA)	2,27	2,35	2,52	2,70	2,96	3,04
Euribor 1 mes	2,41	2,46	2,65	2,87	3,09	3,16
Euribor 3 meses	2,47	2,66	2,79	2,99	3,23	3,34
Euribor 12 meses	2,78	2,91	3,22	3,40	3,62	3,71

(Media de cada período)

Consecuencia das condicións descritas, a curva de tipos do mercado monetario, tras experimentar unha elevación da súa pendente na primeira metade do ano, aplanouse posteriormente e se situou nun nivel similar ao observado a finais de maio.

Así, o tipo de xuro a un ano, referencia xeralizada dos préstamos hipotecarios, experimentou unha suba desde o comezo do ano de 90 puntos básicos, ata situarse a metade de setembro no 3,8%, mentres que o euribor a un mes situábase nesa mesma data no 3,1%, é dicir, 74 puntos básicos por enriba do seu valor ao termo do 2005.

Baixo as novas perspectivas sobre a evolución da económica e a súa incidencia nos tipos de oficiais de referencia, prevese que continue a tendencia alcista dos tipos de xuro nos últimos meses do ano e unha progresiva suavización da pendente da curva segundo vaia avanzando

o próximo exercicio, situándose os tipos a curto prazo entorno ao 3,6-3,9 por cento, e os tipos a longo prazo entorno ao 4,1 por cento.

**Gráfico 2.-
CURVAS MERCADO MONETARIO ÁREA EURO**

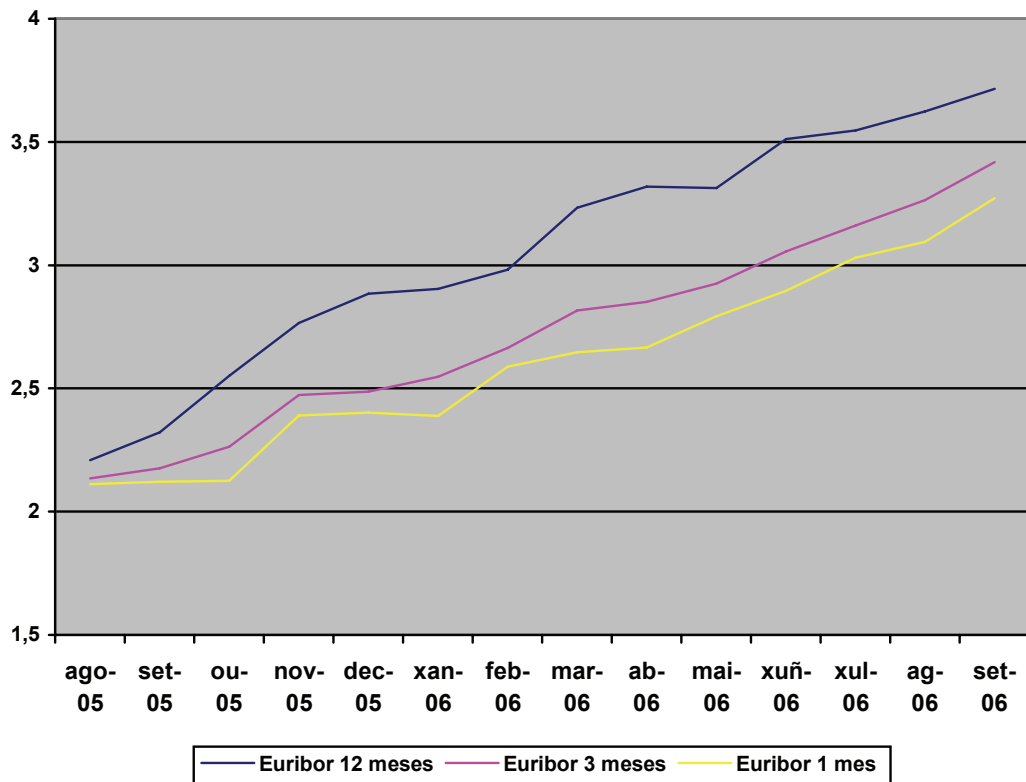
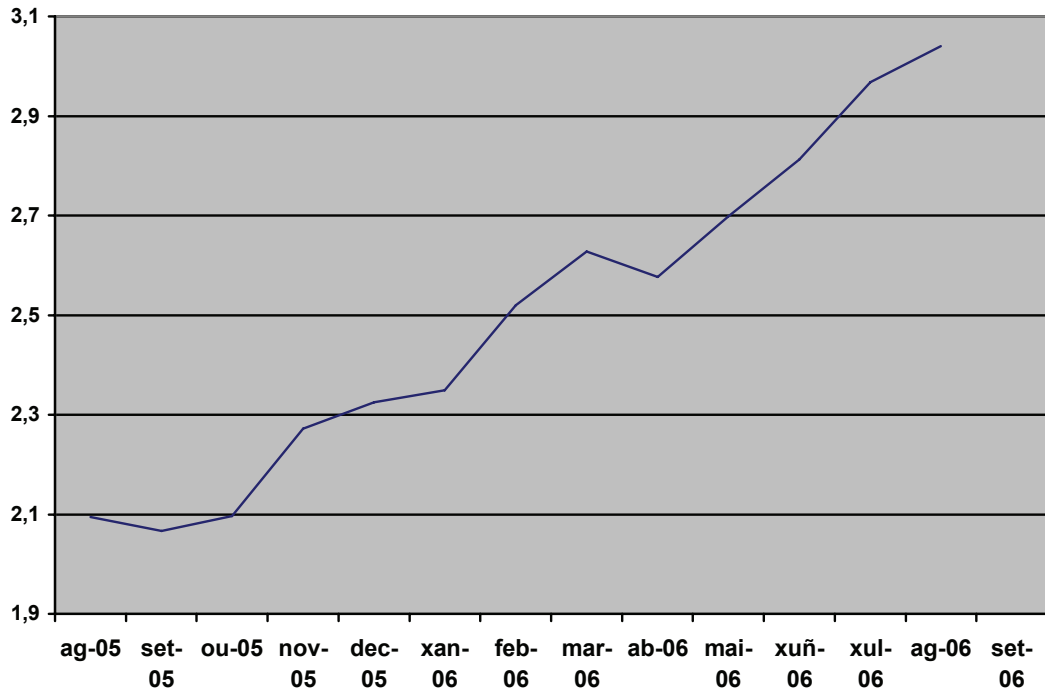


Gráfico 3.-
EONIA (Media mensual)



3.- MERCADO DE DÉBEDA PÚBLICA.

MERCADO DE DÉBEDA PÚBLICA

	2005	2006				
		FEBR.	ABRIL	XUÑO	AGOSTO	SETEMB.
A 3 anos	2,50	3,07	3,45	3,56	3,63	3,63
A 5 anos	2,82	3,22	3,68	3,73	3,69	3,65
A 10 anos	3,37	3,48	3,92	3,99	3,89	3,79

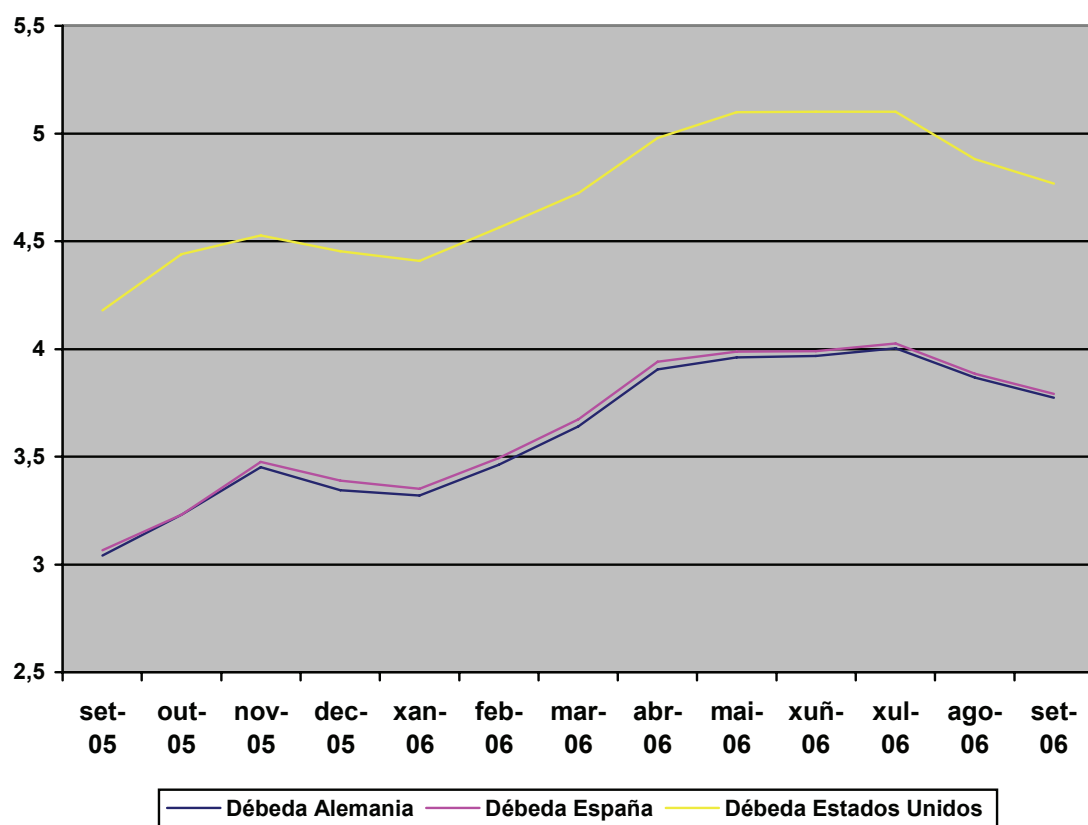
(Media de cada período)

Pola súa banda, nos mercados de débeda, as rendibilidades negociadas ao prazo de dez anos mantiveron ao longo da primeira parte do ano unha tendencia alcista como consecuencia, non só das señais provintes dos tipos a curto, senón tamén do fortalecemento da actividade económica. Desta forma, a mediados de xullo, os rendementos a dez anos situábanse en torno ao 4,1%.

No terceiro trimestre do 2006, a curva de rendementos da débeda pública experimentou un sensible aplanamento como consecuencia das incertidumbres que existen acerca do crecemento futuro da economía.

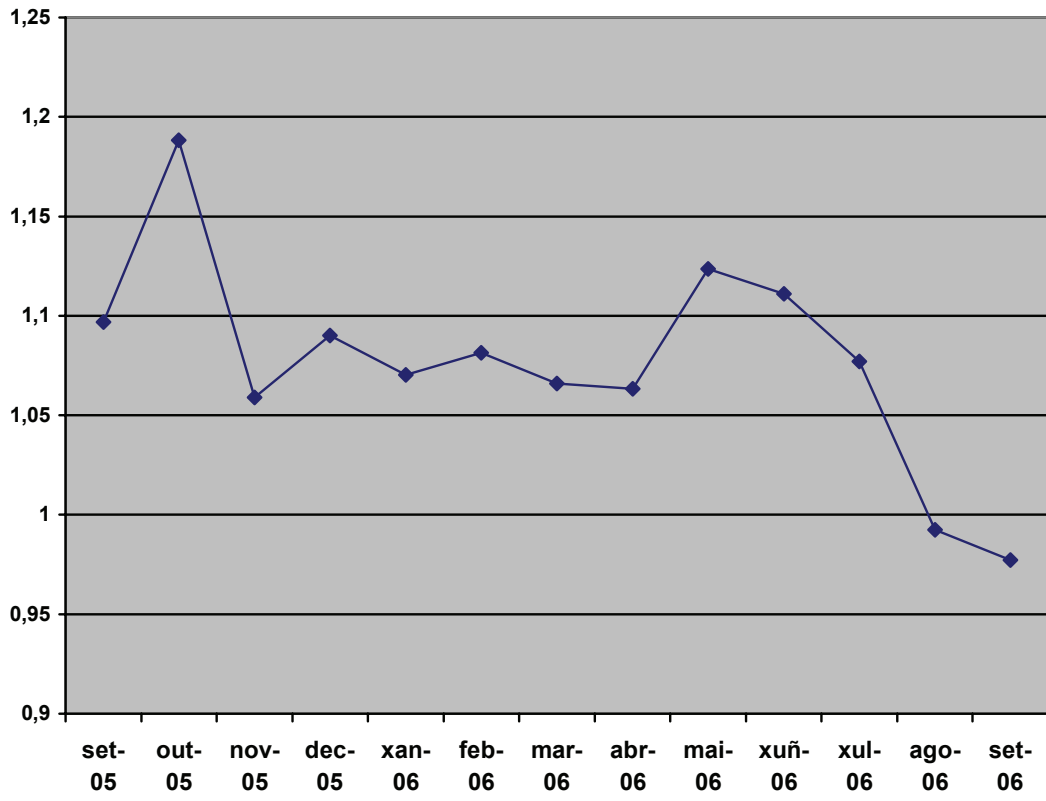
Con tales condicións , os rendementos da débeda pública española a tres e dez anos situábanse, a metade de setembro, no 3,6% e 3,8%, respectivamente, fronte aos niveis do 2,9% y 3,3% existentes ao comenzo do ano.

Gráfico 4.-
RENDIBILIDADES DÉBEDA 10 ANOS



Nos Estados Unidos, os tipos de activo análogo evolucionaron de xeito similar no período considerado, polo que o diferencial fronte ao bono a dez anos da UEM permaneceu no entorno de 1,1 pp.

Gráfico 5.-
DIFERENCIAL DÉBEDA 10 ANOS USA-UEM



4.- MERCADOS BOLSISTAS.

As cotizacións bolsistas internacionais, tras o descenso como resultado do forte aumento da aversión ao risco observado no segundo trimestre do ano, recuperáronse ao longo dos últimos meses, nun contexto de relativa puxanza da rendibilidade empresarial. A incertidumbre pareceu diminuír, tal e como indica a redución da volatilidade dos mercados en relación co máximo alcanzado a mediados de xuño.

Dentro deste panorama, as bolsas españolas son as que mellores resultados rexistraron, cun avance do IBEX 35 ata mediados de setembro de máis do 14%, en comparación coas bolsas da área do euro onde o índice Eurostoxx 50 subiu, nese mesmo periodo, un 6,5 % ou dos Estados Unidos, cunha suba do índice S&P 500 do 5,7%.

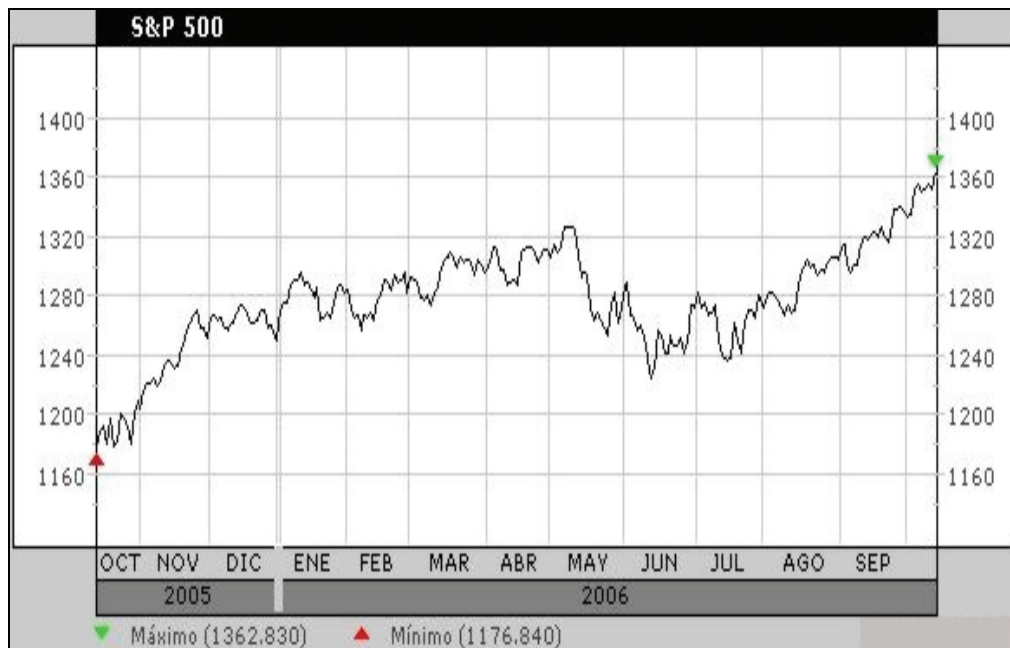
**Gráfico 6.-
IBEX 35**



**Gráfico 7.-
EUROSTOXX50**



**Gráfico 8.-
STANDARD AND POOR ´S 500**



**Gráfico 9.-
NIKKEI**



5.- AGREGADOS MONETARIOS DA ÁREA EURO

TAXAS DE CRECEMENTO INTERANUAL

	2005	2006				¹ Saldo vivo en % de M3
	IV	I	II	XUÑ	XUL	
Efectivo en circulación	14,8	13,4	11,9	11,1	11,5	7,5
Depósitos á vista	10,2	9,8	9,5	9,0	6,7	40,5
M1	10,9	10,3	9,9	9,3	7,4	48,0
Outros dep. a c/p	5,9	6,8	8,4	8,8	9,3	38,0
Dep. a prazo ata 2 anos	6,5	9,7	15,2	17,3	19,2	16,8
Dep. disp. ata 3 meses	5,3	4,6	3,7	3,0	2,5	21,2
M2	8,5	8,6	9,2	9,1	8,2	86,0
Instrumentos negociables	3,8	3,4	5,7	4,8	5,0	14,0
M3	7,8	7,9	8,7	8,5	7,8	100,0

(Media de cada período)

No primeiro semestre do 2006, a evolución monetaria continuou sendo moi sólida, favorecida fundamentalmente polo fortalecemento da actividade económica e os reducidos tipos de xuro, como se reflicte no crecemento interanual de M3, que se incrementou ata o 8,7 desde o 7,8 do carto trimestre do ano pasado, a taxa máis elevada desde mediados do 2003.

Sen embargo, os últimos datos dispoñibles apuntan a que as subas dos tipos de xuro oficiais aprobadas polo BCE causaron un impacto sobre a dinámica monetaria. En particular, os depósitos á vista foron

¹ Ao fin do último mes dispoñible

desplazados por componentes do agregado monetario amplo M3 mellor remunerados.

En todo caso, a pesar desta moderación, a taxa de crecemento monetario continúa sendo elevada no seu conxunto. En xeral, a evolución monetaria e do crédito continúa apuntando a riscos ao alza para a estabilidade de prezos a medio e longo prazo, particularmente nun entorno de mellora do clima e a actividade económicos.

6.- TIPOS DE CAMBIO

TIPOS DE CAMBIO

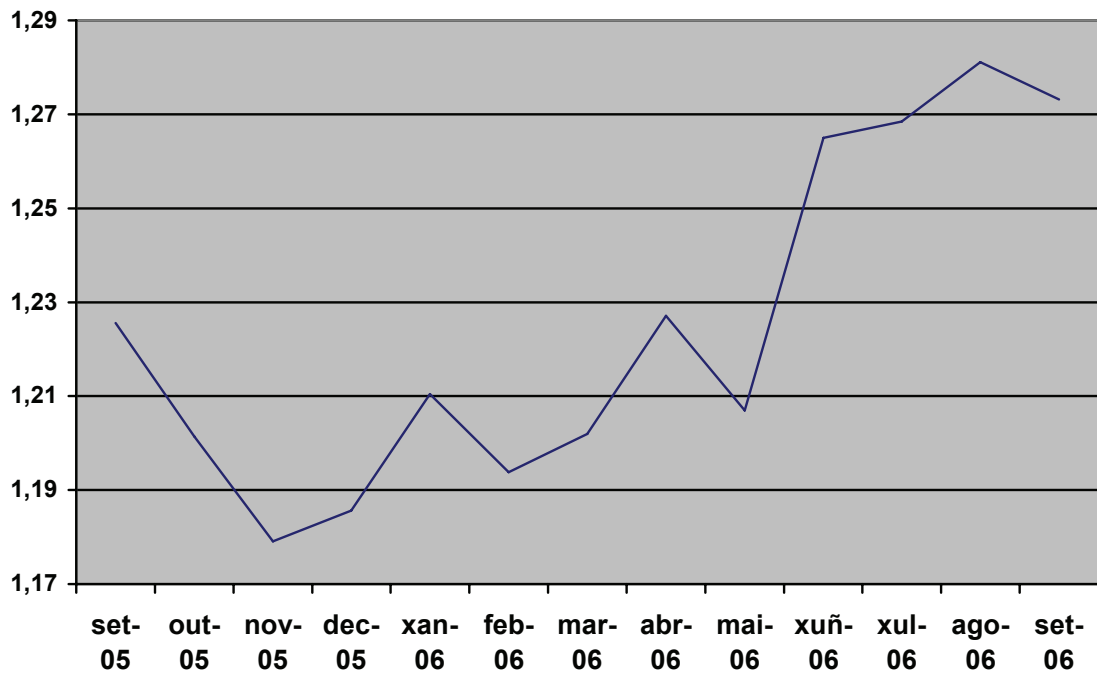
	2005	2006			
		ABRIL	XUÑO	AGOSTO	SETEMB.
Dólar / Euro	1,244	1,228	1,265	1,281	1,275
% Var. interanual	-11,6	3,6	6,7	8,1	7,5
Yen / Euro	136,85	143,59	145,11	148,53	149,11
% Var.interanual	1,0	2,1	3,2	5,7	6,0

(Media de cada período)

Tras a depreciación experimentada polo euro fronte ao dólar no 2005, as perspectivas de redución do diferencial de crecemento económico e de tipos de xuro entre Estados Unidos e a euro-área supusieron que, na primeira metade do 2006, a divisa europea se apreciara fronte á norteamericana ata alcanzar un cambio, a comenzo de xuño, de 1,29 dólares por euro, fronte ao de 1,18 dólares co que terminou o ano 2005.

Nos seguintes meses transcorridos, o euro cotizou fronte ao dólar estadounidense dentro dun intervalo de estabilidade en termos efectivos nominais, a pesar do recrudecemento das tensións xeopolíticas e as subas do prezo do petróleo, factores estes que normalmente actúan a favor do dólar.

Gráfico 10.-
COTIZACIÓN EURO FRONTE AO DÓLAR



Así mesmo, o euro rexistrou unha apreciación case ininterrompida fronte ao yen xaponés, alcanzando un máximo histórico de 150,1 yens por euro o 30 de agosto, situándose así un 9,7% por enriba da media do ano 2005. A depreciación do yen se produxo a pesar da decisión do Banco de Xapón de elevar o tipo de xuro básico ata o 0,25% o 14 de xullo, poñendo así fin a súa política de tipo de xuro cero mantida durante os cinco últimos anos, e das percepcións dos mercados respecto a unhas perspectivas máis favorables de evolución do ciclo económico en Xapón, como indican as enquisas recentes realizadas polo Banco Central Xaponés. Os participantes no mercado parecen

estar vinculando a depreciación do yen ao enfoque gradual de endurecemento da política monetaria adoptada polo Banco de Xapón, anunciada xa en varias ocasións.

**Gráfico 11.-
COTIZACIÓN EURO FRONTE AO YEN**

