

EL PANORAMA MONETARIO, TRAS EL DESCENSO DEL TIPO DE INTERES DEL BANCO DE ESPAÑA

Analistas Financieros Internacionales

El descenso de medio punto llevado a cabo por el Banco de España en su tipo marginal de la subasta decenal de repos sobre CBE no es sino la culminación del proceso de relajación abierto en las últimas semanas en la estricta gestión de la liquidez que caracterizó al período postdevaluación. Se trata de un movimiento que revierte parcialmente el controvertido ascenso de 0,75 p.p. de la segunda devaluación. En nuestra opinión, lo sorprendente del descenso radica en su carácter puramente cambiario, reconocido explícitamente por las autoridades. Estas han pasado así a reconocer la hegemonía del tipo de cambio en más recientes decisiones, lo que no deja de ser preocupante en un contexto de alta incertidumbre institucional en el SME, en el que frente a la tentación numantina, nuestras autoridades han optado por un pragmatismo -las dos devaluaciones- cuyo carácter expansivo no debe ser olvidado. Cabe esperar que el timing de la relajación de tipos que, sin duda, debe tener lugar en 1993, no esté marcado tan crudamente ya por los vaivenes cambiarios, sino por la constatación de la quiebra de las expectativas de inflación.

El bloqueo al que las incertidumbres cambiarias habían sometido a los mercados y a las propias autoridades monetarias se ha disuelto a lo largo del mes de enero, gracias al mantenimiento por el nuevo gobierno irlandés de la política de estabilidad cambiaria frente al marco alemán y al dulcificarse la transición hacia las elecciones francesas con renovadas expectativas de descenso de tipos en Alemania, **desencadenando la capitalización por los tipos y precios de los activos a corto y a largo de la mejora de "fundamentos" domésticos que había tenido lugar desde la segunda devaluación de la peseta.** En nuestra opinión, el intenso desplazamiento de la curva de tipos que ha tenido lugar en los últimos días, está **avalado**, en términos generales, por unos más positivos fundamentos y por la mejora de las expectativas que ha permitido la relativa normalización del MCI y de los mercados europeos.

El movimiento general de tipos a la baja que ha tenido lugar ha sido función de dos factores cruciales que conviene vigilar, pues de ellos depende también su consolidación: **(1) por un lado, el desarme de la política de cantidades del BE en la gestión de la liquidez diaria**, que demuestra la elevada correlación que existía entre el racionamiento del préstamo al sistema bancario -origen de la extrema distancia existente, desde la segunda devaluación, entre el tipo a un día y el tipo marginal de la subasta decenal- y la inestabilidad en el MCI; **(2) por otro, el surgimiento ya en el primario de bonos y a lo largo de la segunda y tercera semana de enero, de un fuerte y potente flujo inversor no residente en el mercado de deuda**, que ha permitido que el fuerte estrechamiento de diferenciales frente al marco alemán resultante, no debilite de momento -antes al contrario- a la peseta. En nuestra opinión, la actitud de los no residentes, primero tratando de aplanar la curva de tipos entre los cinco y los diez años, y después decididamente compradores a lo largo de toda ella, ha sido fundamental, al **retroalimentar el proceso bajista de los tipos** por la vía de la relajación monetaria, confirmada, según nuestra interpretación, por el descenso del BE.

FUNDAMENTOS.

Bajo este análisis, uno de los elementos más relevantes ahora, conforme el movimiento del mercado vaya agotando sus fundamentos -digamos, al ser alcanzado el "objetivo" de 450 p.b. para el diferencial a diez años- ha de ser el tipo de cambio. Independientemente de que el MCI **se mantenga en calma hasta, al menos, las elecciones francesas, no descartamos que el período actual de fortaleza coyuntural de la peseta dé paso, en algún momento, a una cierta depreciación**, que, sin dañar la solidez de la paridad central, de alguna manera, se constituiría, quizá paradójicamente, en un factor de consolidación del descenso de los tipos a medio y largo y en un incentivo para la corrección de los de entorno del plazo de un año. En nuestra opinión, el descenso de tipos que tendrá lugar en Alemania -quizá en los próximos meses- debe tener una lectura muy diferente en nuestro país que en Francia u otros países de inflación baja.

El descenso alemán será la consecuencia de la quiebra de las expectativas de inflación en ese país, avalada por la **constatación de la recesión económica, la moderación salarial que está teniendo lugar y la agudización del carácter restrictivo de la política fiscal que supondrá la firma -¿en febrero?- del Pacto de Solidaridad** cuyo texto inicial ha sido ya acordado por la coalición de gobierno el pasado martes. Dos cuestiones deben tomarse en cuenta, en este sentido: **(1)** aunque razonablemente puede esperarse a lo largo de 1993 un fuerte descenso de tipos en Alemania (los mercados del euromarco descuentan unos dos puntos para el plazo de tres meses) todavía existen importantes **incertidumbres sobre su calendario** (antes del descenso de la lombard todavía podríamos asistir a un descenso adicional en los repos semanales) que podrían inducir a cierta volatilidad en los bund, al estilo de las caídas del pasado miércoles; **(2)** aunque los efectos de un descenso alemán son críticos (no definitivos, sin embargo) para el franco francés, **para la peseta resultan vinculantes sólo en la medida en que favorecen la normalización y la continuidad del núcleo duro del MCI**. Teniendo en cuenta que los mercados han respondido ya casi completamente a la mejora del clima en el MCI -su horizonte de preocupación más próximo en el mes de diciembre- y la contundencia con que los tipos alemanes descuentan ya todo el descenso que razonablemente podría tener lugar en 1993, parece evidente que, con todo, aunque el tono de los mercados es claramente positivo, existen razones, entre los fundamentos exteriores, para la cautela.

En el ámbito de los factores de carácter doméstico debemos detenernos en la interpretación de los efectos que la desaceleración de nuestra economía puede estar teniendo ya sobre la inflación y el déficit corriente. La publicación por el INE del crecimiento real del PIB en el tercer trimestre y la revisión de las tasas del año 1992, confirma la desaceleración del consumo privado, en la línea de nuestras estimaciones, pero **pone de manifiesto, en primer lugar, una subestimación de altísimo ritmo de expansión del consumo público y, en segundo lugar, una resistencia de éste a desacelerarse**. Mientras el PIB crecía al 1,0% en el tercer trimestre -algo más que el 0,8% que esperábamos- el consumo de las administraciones públicas lo hacía al 4,5%, a pesar del punto de inflexión de la política fiscal del mes de julio.

Parece claro que la desaceleración de la demanda de consumo que ha tenido lugar en 1992 -estimamos un 2,2% para el último trimestre del año y un 1,7% para 1993- podría haber tenido ya **efectos claros en las importaciones y el déficit corriente**, a juzgar por la espectacular mejora del déficit comercial que se ha observado en los meses de octubre y noviembre en los datos de Aduanas. Esta mejora **nos ha llevado a revisar a la baja nuestras previsiones de déficit corriente sobre PIB**. Este podría reducirse desde el 4,3% de 1992 al 3,6% en 1993 (hasta ahora preveíamos un 4,0%).

GRAFICO 1
 EVOLUCION DE LOS TIPOS A CORTO PLAZO
 Datos diarios

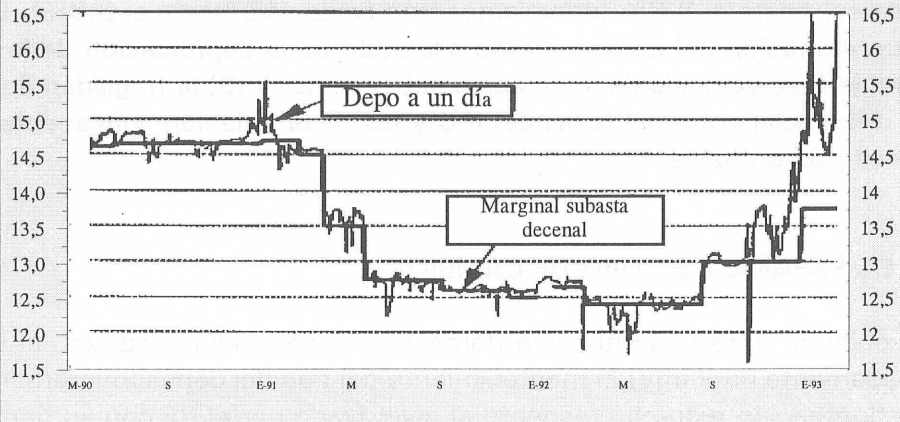


GRAFICO 2
 RENTABILIDADES BRUTAS/PLAZO Y
 CURVA DE TIPOS CUPON CERO

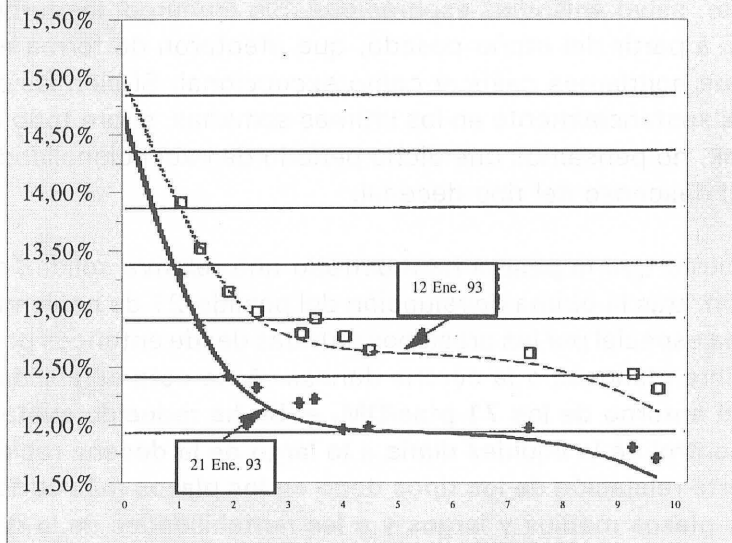
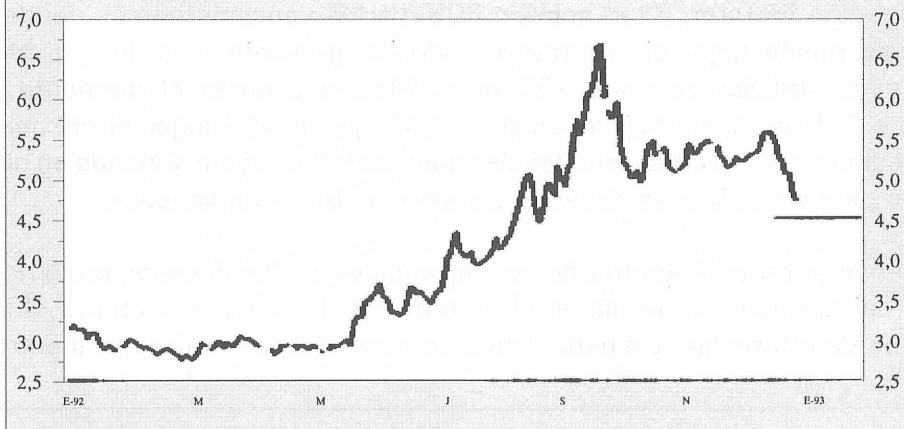


GRAFICO 3
 DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD A 10 AÑOS
 OBLIGACION ESPAÑOLA - BUND ALEMAN



En el ámbito de la inflación la sensibilidad a la recesión es aún menos clara. El IPC de diciembre arrojó una tasa del 5,4% -lo previsto- pero la inflación de los servicios cayó desde el 9,1% de noviembre, hasta el 8,6% (preveíamos una caída sólo hasta el 8,9%). **Esta evolución indica (1) una confirmación del escaso efecto esperado de la depreciación de la peseta; (2) el inicio de una tímida fase de caída de la inflación subyacente; y (3) la fragilidad de los logros del IPC, cuando el diferencial entre las tasas del IPC y las de la inflación subyacente alcanza nada menos 1,5 puntos porcentuales.**

EL BANCO DE ESPAÑA Y EL TIPO DE CAMBIO.

En nuestra opinión, ante una situación doméstica poco madura todavía, el BE actuará de manera extremadamente prudente. El mantenimiento del tipo del depósito interbancario a un día en un rango de fluctuación estrecho respecto al nivel fijado por el BE con su tipo de referencia básico (el marginal de la subasta decenal de descuento de CBE) se ha constituido como la principal estrategia de las autoridades monetarias españolas en los últimos años. Sobre todo, desde que la peseta se incorporó a la disciplina cambiaria del SME en junio de 1989 el BE adquiere un compromiso explícito de estabilidad del tipo de cambio, que incide directamente sobre la política de tipos de interés. En el gráfico adjunto podemos observar que ésta ha sido la situación predominante, salvo episodios esporádicos. Sin embargo, las turbulencias por las que ha atravesado el SME a partir del otoño pasado, que afectaron de forma especial a la peseta, abrieron un período que podríamos calificar como excepcional. Si bien las tensiones en el SME se han visto mitigadas sustancialmente en las últimas semanas, sobre todo a raíz del cambio de actitud del Bundesbank, no pensamos que dicho período de excepcionalidad se haya cerrado ya definitivamente con el descenso del tipo decenal.

No obstante, es cierto que la peseta ha mostrado una relativa solidez en el Mecanismo de Cambios e Intervención, tras la última devaluación del pasado 21 de noviembre, sin que se haya visto afectada de forma especial por las presiones sufridas desde entonces por otras divisas como el franco francés, la libra irlandesa o la corona danesa. **Ante esta estabilidad de la peseta, que vienen cotizando en el entorno de las 71 ptas/DM, el BE ha reducido sustancialmente el grado de rigurosidad en el control de la liquidez diaria a lo largo de la decena recién terminada, lo que ha favorecido una fuerte relajación de los tipos de depósito en los plazos más cortos, que lógicamente se ha trasladado a los plazos medios y largos y a las rentabilidades de la deuda. Esta situación ha coincidido al mismo tiempo con una significativa reducción de las extraordinarias necesidades de liquidez existentes en el último trimestre del año pasado -que llegaron a alcanzar nada menos que 5 billones en media en la primera decena de diciembre-. La reducción del coeficiente de caja en 1,5 p.p. en un primer momento y el aumento de la oferta autónoma de liquidez de base posteriormente -ligado, por un lado, a una cierta recuperación del nivel de las reservas centrales de divisas a lo largo del mes de diciembre y, previsiblemente, también en el presente mes y, por otro, a la renovación en torno a tan sólo un 50% de los vencimientos de deuda negociable en pesetas que han tenido lugar en los transcurrido del presente mes, lo que ha supuesto una inyección neta de liquidez de unos 750 m.m. efectivos hasta el momento (incluyendo la amortización de 130 m.m. de los bonos del 12,40 que tendrá lugar el próximo día 25)- han propiciado la reducción de las necesidades de liquidez medias hasta situarlas en niveles inferiores a los 3 billones para las próximas decenas, según nuestras estimaciones.**

El mantenimiento de esta actitud de las autoridades en las decenas próximas propiciaría la consolidación del tipo de depósito a un día en el entorno del 13,50%, entretanto el Bundesbank no reduce sus tipos de referencia. De esta forma, se normalizaría el diferencial entre el día-día y el

tipo de referencia del BE, normalización que podría culminar con el restablecimiento de un diferencial de 25-30 p.b. entre los tipos de inyección diaria contra deuda y CBE en un futuro próximo, es decir, cuando sea necesaria una nueva intervención en este sentido. No obstante, pensamos que las autoridades no reducirán el tipo de referencia básico del 13,25%, al menos hasta el mes de marzo, cuando ya se tenga constancia de la evolución de la inflación en los dos primeros meses del año y tras la reducción de los tipos del Bundesbank.

REFERENCIAS DE LA CURVA DE RENTABILIDADES (21/1/93)

DEUDA DEL ESTADO					SWAP-EURO (BASE 365)			
Plazo ⁽¹⁾	TIR ⁽²⁾	Tipo cupón	Variación ⁽³⁾	Tipo a plazo	Tipo anual (TIR)	Tipo cupón cero bruto estimado	Variación respecto 12/1/93	Tipo a plazo implícito 1 año
	Bruta ajustada	cero bruto estimado ⁽³⁾	respecto 12/1/93	implícito 1 año				
	Un año	12,811	13,533	-0,625				
Dos años	12,548	12,520	-0,745	11,516	12,825	12,766	-0,697	11,793
Tres años	12,111	12,148	-0,717	11,409	12,375	12,280	-0,695	11,314
Cuatro años	11,779	12,032	-0,706	11,685	12,175	12,066	-0,813	11,460
Cinco años	11,581	11,998	-0,699	11,862	12,075	11,962	-1,065	11,546
Seis años	11,510	11,980	-0,691	11,889	12,038	11,930	-0,864	11,774
Siete años	11,538	11,940	-0,691	11,702	12,000	11,892	-0,658	11,664
Ocho años	11,653	11,850	-0,652	11,221	11,967	11,855	-0,631	11,628
Nueve años	11,844	11,684	-0,612	10,363	11,933	11,813	-0,597	11,482
Diez años	11,960	11,590	-0,584	9,511	11,900	11,768	-0,559	11,361

Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

⁽¹⁾ Para 9,5 años, plazo máximo y para 1,2, plazo mínimo considerados en el ajuste.

⁽²⁾ Ajuste por regresión múltiple que proporciona las TIR teóricas de los bonos "a la par" y con liquidez máxima.

⁽³⁾ Estructura temporal de tipos según los precios de mercado como medias comprador-vendedor.

VALORACION DE LA CURVA DE RENTABILIDADES (Día valor: 21-Ene-93)

(Mercado de Deuda del Estado. Negociación entre Miembros)

Referencias	Plazo (años)	Precio Medio		TIR media		Difer. A-B	TIR ajuste MCO ⁽¹⁾ C	Difer. C-A	Tipo cupón D	Sesgo del cupón Difer. D-A	Riesgo Duración (Años)	Sensibilidad ⁽²⁾
		Cotización	Cupón corrido	Bruta A	Neta A							
		B-13.65-MAR94	1,14	100,125	11,668							
B-12.00-JUL94	1,48	98,600	6,247	12,96	12,51	0,45	12,91	-0,06	12,96	0,00	1,37	1,27
B-11.80-ENE95	1,98	98,800	0,194	12,51	12,06	0,45	12,73	0,22	12,53	0,02	1,88	1,65
B-11.40-JUL95	2,48	97,800	5,934	12,40	12,04	0,36	12,44	0,04	12,29	-0,11	2,18	2,01
B-13.45-ABR96	3,23	102,850	10,355	12,26	11,74	0,52	12,35	0,09	12,11	-0,15	2,59	2,61
B-11.90-JUL96	3,48	98,725	6,195	12,30	11,94	0,36	12,37	0,07	12,08	-0,22	2,88	2,69
B-11.60-ENE97	3,98	98,700	0,191	12,02	11,59	0,43	12,09	0,07	12,03	0,01	3,40	3,00
B-11.00-JUN97	4,40	96,400	6,630	12,05	11,69	0,36	11,82	-0,23	12,01	-0,04	3,48	3,20
O-12.25-MAR00	7,18	100,900	10,136	12,03	11,57	0,46	12,17	0,14	11,93	-0,10	4,72	4,68
O-11.30-ENE02	8,99	96,975	0,186	11,86	11,44	0,42	11,80	-0,06	11,69	-0,17	6,03	5,24
O-10.30-JUN02	9,40	91,785	6,208	11,76	11,44	0,32	11,71	-0,05	11,59	-0,17	5,94	5,21

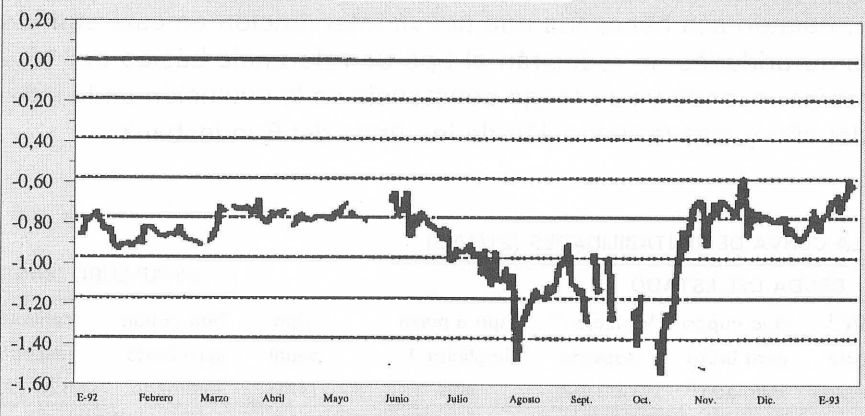
Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

Nota: Datos correspondientes a la cotización media a las 13 horas.

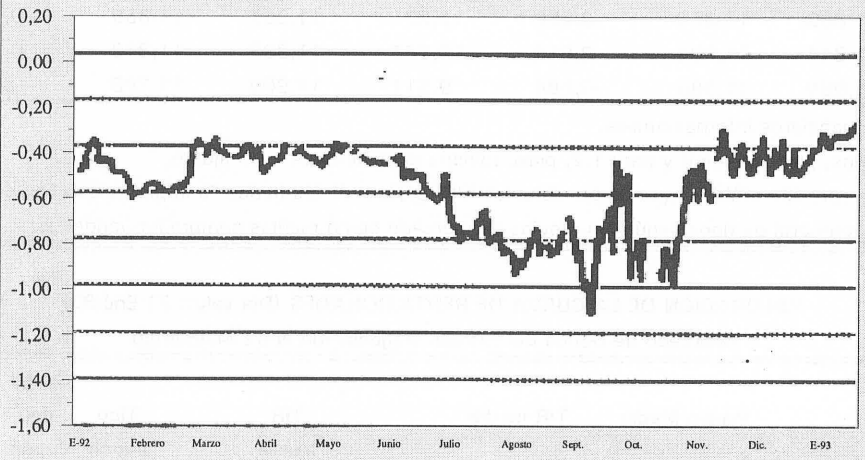
⁽¹⁾ Ajuste de regresión $TIR = A * PLAZO + B * (LOG PLAZO)^2 + C * CUPON + D * LIQUIDEZ$

⁽²⁾ Sensibilidad: variación absoluta del precio ante una variación de un punto en la TIR.

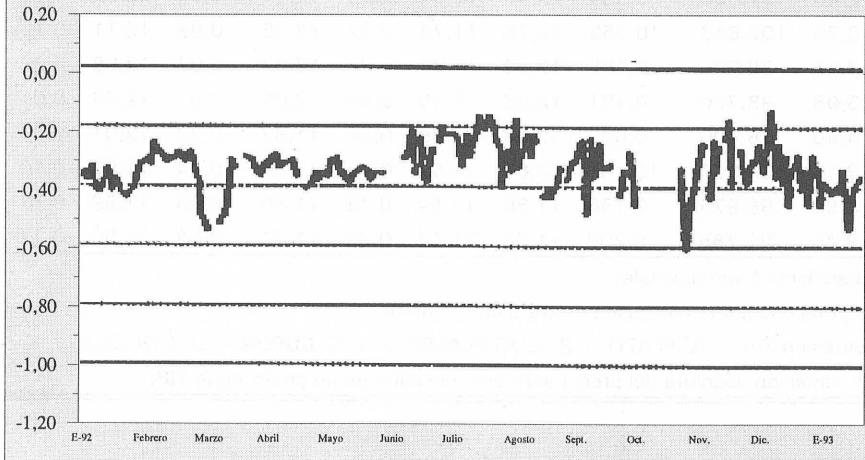
GRAFICO 4
DIFERENCIAL DE TIR.
10 AÑOS - 3 AÑOS



DIFERENCIAL DE TIR.
10 AÑOS - 5 AÑOS



DIFERENCIAL DE TIR
5 AÑOS - 3 AÑOS



PREVISIONES AFI DE LA CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL

	1992				1993				1991 ^(e)	1992	1993
	I ^(e)	II ^(e)	III ^(e)	IV	I	II	III	IV			
Consumo Privado (64,1%)	3,3	3,1	2,7	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	3,1	2,8	1,7
Consumo Público (15,9%)	5,9	5,7	4,5	3,5	2,7	2,1	1,8	1,9	4,2	4,9	2,1
Formación Bruta de Capital fijo	-0,4	-2,3	-3,9	-3,8	-3,4	-2,9	-2,2	-1,9	1,6	-2,6	-2,5
- Construcción (15,8%)	-2,4	-4,1	-4,9	-4,6	-4,0	-3,4	-3,0	-3,7	4,2	-4,0	-3,5
- Equipo (9,6%)	2,9	0,7	-2,2	-2,5	-2,1	-1,6	-0,6	1,5	-2,5	-0,3	-0,7
Demanda Nacional con Stocks	2,9	2,3	1,4	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8	3,1	1,8	0,7
Exportac. de Bienes y Serv. (20,7%)	5,4	6,1	4,8	5,5	6,2	6,5	6,6	6,5	6,6	5,5	6,5
Importac. de Bienes y Serv. (27,3%)	8,5	7,6	5,9	5,3	5,0	4,9	4,3	4,5	8,9	6,8	4,7
PRODUCTO INTERIOR BRUTO	1,9	1,5	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9	0,9	2,3	1,2	0,8