

LA PRIMA DE RIESGO DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA
Un análisis de las expectativas implícitas
en las curvas de tipos

Analistas Financieros Internacionales, S.A.

La curva de rentabilidades de la peseta está sometida, desde 1991 -año de la definitiva apertura al exterior del mercado doméstico de deuda del Estado-, a un complejo proceso de formación de precios que amplifica los efectos sobre la volatilidad de éstos del alto grado de incertidumbre que vienen soportando los mercados europeos. La experiencia del **proceso de ratificación del Tratado de la Unión Europea ha puesto de manifiesto que la consecución de la UEM no será un camino sencillo**. Por si fuera poco, el debilitamiento de los compromisos cambiarios de estabilidad que suponía el SME, que no es sino un reflejo de la **crisis del papel tradicional del marco alemán como "ancla" nominal para las demás divisas**, ha hecho que a la volatilidad de los tipos de interés se haya unido también una gran volatilidad cambiaria. En esta nota trataremos de ilustrar nuestra interpretación del "modelo" actual de formación de la curva de tipos de interés en nuestro país, con el fin de obtener algunas conclusiones sobre las **primas de riesgo implícitas** hoy en los tipos de interés a largo plazo y sobre la política macroeconómica española, que debe tratar de preservar el **potencial de expansión futura de nuestra economía**, en el difícil período de estancamiento con inflación demasiado alta -históricamente el caldo de cultivo de las crisis de financiación del déficit corriente- que ahora comienza.

La UEM y la curva de tipos de interés.

Ni siquiera en la etapa previa al "no" del referendun de Dinamarca, la curva de tipos de la peseta anticipaba la participación de nuestro país en la primera velocidad que, si se ratifica el Tratado, será institucionalizada por la decisión del Consejo, una vez constatada la **convergencia** de las economías -los cuatro requisitos mínimos- y la compatibilidad de las regulaciones nacionales de una mayoría de países de la CE (siete si fueran doce), a más tardar al cierre de 1996 o, ya por mayoría cualificada de aquél, sin necesidad de reunir un número mínimo de miembros que cumplan los requisitos, al inicio de 1999.

Si calculamos los **tipos cupón cero** hasta 10 años, a partir de los tipos de los *interest rate swap* (IRS) para la peseta y para el marco alemán, debidamente homogeneizados, podemos contrastar el siguiente test: diferenciales entre tipos implícitos a un año a plazo en una y otra divisa próximos a cero desde una cierta fecha del horizonte temporal analizado, indicarían la anticipación por el mercado de la participación de la peseta en la UEM -la sustitución de la peseta por el ECU-.

Tomando como fecha el 29 de mayo de 1992, puede observarse (ver cuadro núm. 1) que estos diferenciales en ningún momento de los 10 años considerados, eran próximos a cero. Su cuantía estaba comprendida entre 2,5 y 3,4 puntos porcentuales para los implícitos del primer año al sexto y descendía bruscamente hasta 1,9-1,3 puntos en los tres años siguientes (del séptimo al noveno), pero **no llegaban a hacerse nulos**. Como es conocido, estos diferenciales

aumentaron dramáticamente en todos los plazos durante la "sobrerreacción" del período de crisis posterior al referendun danés y sobre todo en el mes de septiembre de 1992. Pasado este crítico período, en el que no nos detendremos aquí, los diferenciales entre implícitos iniciaron una progresiva normalización, acentuada en la segunda mitad de enero de 1993. Sin embargo, tampoco ahora la curva de tipos de la peseta anticipa la incorporación de nuestra divisa a la UEM. Los diferenciales señalados, calculados a 15 de febrero, se reducen progresivamente desde los 5,3 puntos del contado a un año hasta los 2,8 puntos del tipo implícito a plazo para dentro de nueve años.

CUADRO NUM. 1

DIFERENCIALES IMPLICITOS EN LAS CURVAS DE TIPOS, PESETA Y MARCO ALEMAN									
Al 15 de febrero de 1993									
Plazo	Tipo cupón cero estimado		Tipo de interés implícito a un año		Tipo de interés equivalente diario		Diferencial entre ceros (%)	Diferencial implícitos (%)	T. cambio forward
	Peseta	Marco	Peseta	Marco	Peseta	Marco	(5)=(1)-(2)	(6)=(3)-(4)	implícito
Un año	12,80	7,40	12,63	7,30	11,89	7,04	5,40	5,33	75,237
Dos años	12,36	6,90	11,77	6,32	11,13	6,13	5,46	5,44	79,333
Tres años	11,92	6,73	10,88	6,30	10,33	6,11	5,19	4,58	82,970
Cuatro años	11,73	6,72	11,03	6,61	10,46	6,40	5,01	4,42	86,636
Cinco años	11,62	6,73	10,99	6,68	10,43	6,47	4,88	4,31	90,371
Seis años	11,59	6,83	11,32	7,22	10,72	6,97	4,76	4,10	94,074
Siete años	11,57	6,93	11,25	7,43	10,66	7,16	4,64	3,82	97,668
Ocho años	11,49	7,00	10,84	7,39	10,30	7,13	4,49	3,45	101,040
Nueve años	11,42	7,08	10,71	7,58	10,18	7,31	4,35	3,13	104,206
Diez años	11,35	7,15	10,54	7,75	10,02	7,47	4,19	2,78	107,107

Nota: Tipo de cambio actual 71,43 pesetas/marco alemán.

DIFERENCIALES IMPLICITOS EN LAS CURVAS DE TIPOS, PESETA Y MARCO ALEMAN									
Al 29 de mayo de 1992									
Plazo	Tipo cupón cero estimado		Tipo de interés implícito a un año		Tipo de interés equivalente diario		Diferencial entre ceros (%)	Diferencial implícitos (%)	T. cambio forward
	Peseta	Marco	Peseta	Marco	Peseta	Marco	(5)=(1)-(2)	(6)=(3)-(4)	implícito
Un año	12,52	9,82	12,52	9,82	11,80	9,37	2,70	2,70	64,018
Dos años	12,32	9,25	12,12	8,68	11,44	8,33	3,07	3,44	66,219
Tres años	11,95	9,00	11,21	8,50	10,63	8,16	2,95	2,71	68,014
Cuatro años	11,74	8,75	11,11	8,00	10,54	7,70	2,99	3,11	70,129
Cinco años	11,49	8,60	10,50	8,00	9,98	7,70	2,89	2,49	71,878
Seis años	11,37	8,44	10,77	7,64	10,23	7,37	2,93	3,13	74,126
Siete años	11,23	8,28	10,39	7,32	9,89	7,07	2,95	3,07	76,401
Ocho años	11,05	8,24	9,80	7,96	9,35	7,66	2,81	1,84	77,805
Nueve años	10,86	8,19	9,35	7,79	8,94	7,50	2,67	1,56	79,019
Diez años	10,67	8,13	8,97	7,59	8,60	7,32	2,54	1,38	80,112

Nota: Tipo de cambio actual 62,335 pesetas/marco alemán.

Es pues evidente que los tipos de interés implícitos del mercado no descuentan ahora, ni descontaron en el pasado, una participación de nuestra divisa en la UEM antes de año 2002, como mínimo. En los cuadros núm. 2 y 3 puede contemplarse el resultado de aplicar la misma metodología a los tipos del franco francés y del florín holandés en relación con los del marco alemán. Obsérvese que los diferenciales entre los implícitos calculados al 15 de febrero tienden a cero -y son positivos en todos los años- en el caso del franco, a pesar de las tensiones cambiarias que se concentran en el corto plazo (los 2,2 puntos de diferencial del contado a un año, en contraste con los 0,4 puntos del implícito para dentro de nueve años).

CUADROS NUM. 2 y 3

DIFERENCIALES IMPLICITOS EN LAS CURVAS DE TIPOS, FRANCO FRANCES Y MARCO ALEMAN

Al 15 de febrero de 1993

Plazo	Tipo cupón		Tipo de interés		Tipo de interés		Diferencial entre ceros (%)	Diferencial implícitos (%)	T. cambio forward implícito
	cero estimado		implicito a un año		equivalente diario				
	Franco	Marco	Franco	Marco	Franco	Marco	(5) = (1)-(2)	(6) = (3)-(4)	
Un año	9,66	7,40	9,52	7,30	9,10	7,04	2,26	2,23	3,456
Dos años	8,76	6,90	7,75	6,32	7,47	6,13	1,85	1,43	3,506
Tres años	8,33	6,73	7,39	6,30	7,13	6,11	1,60	1,09	3,544
Cuatro años	8,14	6,72	7,46	6,61	7,20	6,40	1,42	0,85	3,574
Cinco años	8,15	6,73	8,07	6,68	7,76	6,47	1,41	1,38	3,624
Seis años	8,19	6,83	8,27	7,22	7,94	6,97	1,36	1,05	3,662
Siete años	8,23	6,93	8,34	7,43	8,01	7,16	1,29	0,91	3,695
Ocho años	8,23	7,00	8,14	7,39	7,82	7,13	1,23	0,74	3,723
Nueve años	8,23	7,08	8,17	7,58	7,85	7,31	1,16	0,59	3,744
Diez años	8,24	7,15	8,18	7,75	7,86	7,47	1,08	0,42	3,760

Nota: Tipo de cambio actual 3,381 francos/marco alemán

DIFERENCIALES IMPLICITOS EN LAS CURVAS DE TIPOS, FLORIN HOLANDES Y MARCO ALEMAN

Al 15 de febrero de 1993

Plazo	Tipo cupón		Tipo de interés		Tipo de interés		Diferencial entre ceros (%)	Diferencial implícitos (%)	T. cambio forward implícito
	cero estimado		implicito a un año		equivalente diario				
	Florín	Marco	Florín	Marco	Florín	Marco	(5) = (1)-(2)	(6) = (3)-(4)	
Un año	7,31	7,40	7,20	7,30	6,96	7,04	-0,09	-0,09	1,125
Dos años	7,48	6,90	7,56	6,32	7,29	6,13	0,58	1,24	1,139
Tres años	6,92	6,73	5,71	6,30	5,55	6,11	0,18	-0,59	1,132
Cuatro años	6,76	6,72	6,19	6,61	6,01	6,40	0,03	-0,42	1,127
Cinco años	6,76	6,73	6,68	6,68	6,47	6,47	0,03	0,00	1,127
Seis años	6,97	6,83	7,92	7,22	7,62	6,97	0,14	0,70	1,135
Siete años	7,19	6,93	8,37	7,43	8,04	7,16	0,25	0,94	1,146
Ocho años	7,23	7,00	7,40	7,39	7,14	7,13	0,22	0,01	1,146
Nueve años	7,27	7,08	7,53	7,58	7,26	7,31	0,19	-0,05	1,146
Diez años	7,32	7,15	7,64	7,75	7,36	7,47	0,16	-0,11	1,144

Nota: Tipo de cambio actual 1,126 florines/marco alemán.

No obstante, la estructura invertida (perfil negativo) de los diferenciales a un año implícitos en la curva de la peseta parece indicar **cierta confianza del mercado en una convergencia lenta de nuestra economía**. Por otra parte, el hecho de que todos los diferenciales a lo largo de la curva sean muy sensibles al entorno político en el SME y la CE, como muestran los desplazamientos **paralelos** de estos diferenciales hacia arriba o hacia abajo, en función del contexto doméstico y europeo, podría estar indicando una importancia básica de las expectativas cambiarias en la formación de precios. Ello hace necesario un análisis adicional: tratar de estimar los componentes de los diferenciales entre tipos cupón-cero.

Análisis de las primas por riesgo implícitas.

Los diferenciales para los distintos plazos de la curva entre los tipos de la peseta y los de referencia obligada del marco alemán deben estar relacionados, en un contexto de libre circulación de capitales y de funcionamiento eficiente del mercado. Sin embargo, el mercado español ha tardado cierto tiempo en mostrar diferenciales consistentes entre sí para distintos plazos. Así lo indican los diferenciales del cuadro núm. 1, entre tipos cupón-cero, y los del gráfico núm. 1, entre rentabilidades de la deuda pública: los mercados sólo han comenzado a perfilar una estructura decreciente de diferenciales entre tipos al contado según plazos, coherente con las expectativas de convergencia, en el verano del 92. El ascenso general de los diferenciales que tuvo lugar entonces quizá haya contribuido a ello.

1. El **diferencial de tipos de interés reales**, ajustados con la inflación anual esperada en cada país. Este componente, a su vez, puede considerarse como la agregación de otros:

- La expectativa anualizada de depreciación de la peseta por razones relacionadas con la inflación pasada, en el horizonte definido por el plazo. Una aproximación a esta expectativa, que lógicamente no es observable empíricamente, podría ser la **desviación anualizada del cambio del mercado al contado respecto al cambio de equilibrio a largo plazo de la paridad del poder adquisitivo (PPA)** entre las dos divisas. El peso de este componente es tanto mayor cuanto mayor es el plazo considerado y en todo caso se reduce cuando el cambio de mercado se aproxima, como sucedió con la peseta, a su PPA.
- La **prima crediticia** de los activos en pesetas.
- El **resto de primas** hasta completar el diferencial real: sería un "cajón de sastre" en el que incluir la valoración por el mercado de factores tan complejos como las expectativas cambiarias no relacionadas con la PPA (financiación holgada o no de la balanza corriente, tamaño y sostenibilidad a largo plazo del déficit corriente y la política cambiaria esperada de las autoridades) o el grado de incertidumbre global.

2. El **diferencial de inflación esperado** en el período de referencia, que puede ser interpretado también como la expectativa de depreciación anual de la peseta durante el período que mantendría la desviación actual frente a la PPA inalterada.

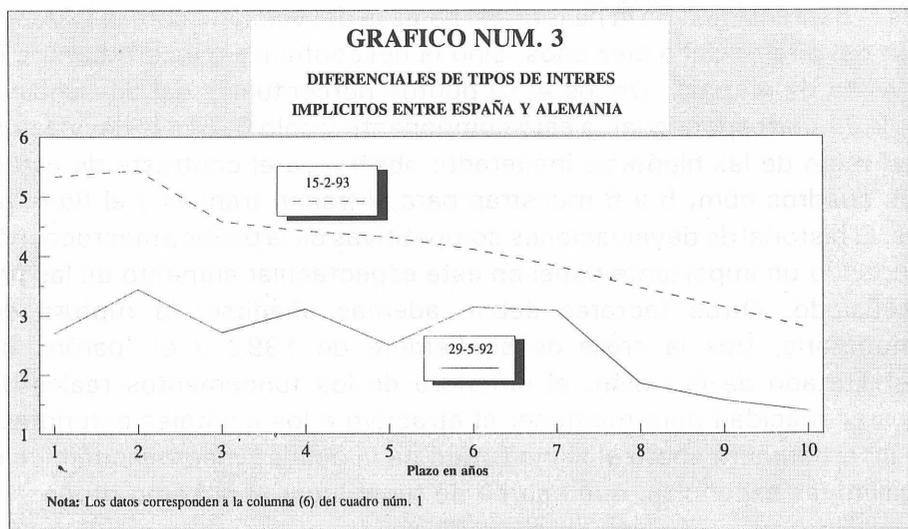
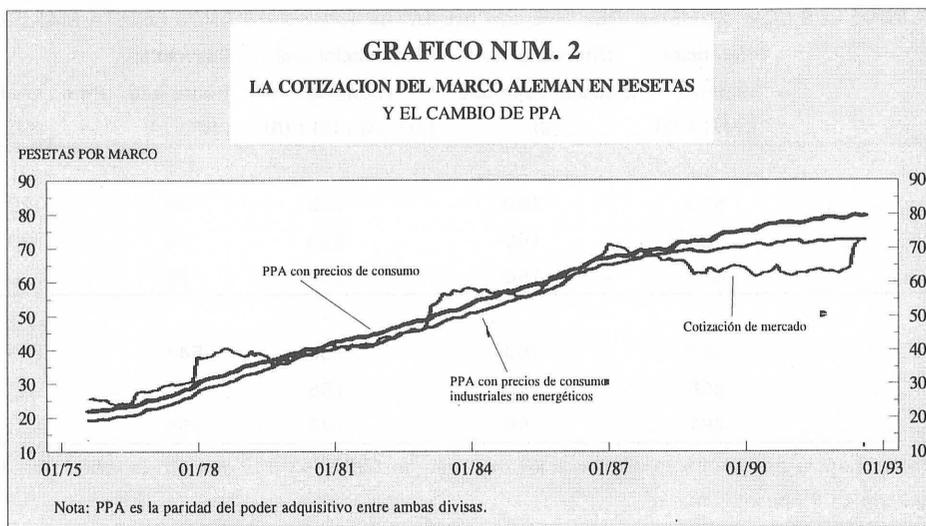
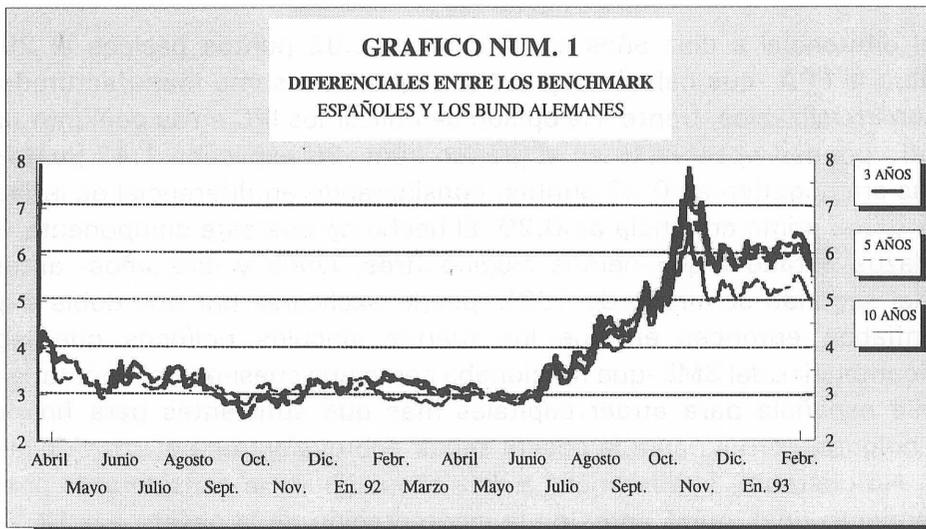
Una estimación de estos componentes puede arrojar luz sobre la valoración de las primas de riesgo implícitas en los tipos de interés españoles. En el cuadro núm. 4 hemos valorado el componente "resto de primas" al 29 de mayo de 1992, antes del "no" de Dinamarca, y al 15 de febrero de 1993. La depreciación de la peseta en un 12,7% entre ambas fechas explica el fuerte aumento de este componente -verdadero indicador de la incertidumbre cambiaria-, más allá de la ampliación de los diferenciales que ha tenido lugar.

Cuando el diferencial a diez años se situaba en 2,92 puntos básicos al 29 de mayo, la desviación sobre la PPA -que calculamos con precios al consumo manufacturados, por ser los obviamente comercializables, frente a la opción de utilizar los IPC en su conjunto (las diferencias entre uno y otro pueden observarse en el gráfico núm. 2)- explicaba 1,42 puntos, mientras el resto de primas era negativo en 0,37 puntos, considerando un diferencial de inflación esperado de 1,5 puntos y una prima crediticia de 0,20. El hecho de que este componente fuera negativo en los tres plazos estándar que hemos elegido -tres, cinco y diez años- antes de la crisis institucional del segundo semestre de 1992, puede explicarse por una doble expectativa: los mercados confiaban entonces en que los fuertes vínculos políticos que legitimaban los compromisos cambiarios del SME -que funcionaba como una cuasi-uniión monetaria- y el potencial de la economía española para atraer capitales más que suficientes para financiar el déficit corriente con holgura, permitirían a la peseta seguir sobrevalorada a efectos de la PPA, durante muchos años. No obstante, el diferencial a diez años sí parecía considerar la posibilidad de un cierto realineamiento final, quizá antes de la incorporación de la peseta a la UEM, más allá del 2002.

CUADRO NUM. 4

ESTIMACION DE LOS COMPONENTES DEL DIFERENCIAL ENTRE TIPOS A 10 AÑOS PESETA-MARCO ALEMAN						
	Diferencial nominal (1) = (2) + (3)	Diferencial de inflación esperado (2)	Diferencial real estimado (3) = (4) + (5) + (6)	Desviación frente a la PPA (4)	Prima crediticia (5)	Resto de las primas (6)
15-Feb-93						
A tres años	519	160	359	94	20	245
A cinco años	488	150	338	56	20	262
A diez años	419	150	269	28	20	221
29-May-92						
A tres años	299	160	139	541	20	-422
A cinco años	305	150	155	321	20	-186
A diez años	292	150	142	159	20	-37
Notas:	(a) Tipo de cambio peseta/marco alemán a 29 de mayo de 1992, 62,335 y a 15 de febrero de 1993, 71,43. PPA estimada en 73 pesetas/marco.					
	(b) Prima crediticia calculada como diferencial histórico entre rating AAA y AA.					
	(c) Datos anuales en puntos básicos.					

Ahora, tras la depreciación de la peseta, ya no es la desviación sobre la PPA el factor decisivo en la formación del diferencial a diez años, sino la desconfianza o incertidumbre implícitas en el componente "resto de primas". De los 4,19 puntos porcentuales del diferencial a diez años al 15 de febrero, 2,21 corresponderían a este componente y sólo 0,28 a la desviación sobre la PPA, manteniendo el resto de las hipótesis inalterado: obsérvese el contraste de estas conclusiones con las que los cuadros núm. 5 y 6 muestran para el franco francés y el florín holandés en las mismas fechas. El historial de devaluaciones competitivas de la política macroeconómica española parece estar jugando un importante papel en este espectacular aumento de las primas de riesgo que hemos señalado. Otros factores deben además añadirse: la ruptura del SME como proto-uniión monetaria, tras la crisis de septiembre de 1992 y el "parón" del proceso de ratificación del Tratado de la Unión, el deterioro de los fundamentos reales de la economía española y de su capacidad para mantener el atractivo a los capitales exteriores del pasado y, finalmente, la incertidumbre sobre el signo futuro de la política macroeconómica después de las elecciones legislativas españolas, que habrán de tener lugar el próximo otoño.



Expectativas externas vs. expectativas domésticas.

Las expectativas de los inversores no residentes relevantes a efectos de la formación de los tipos de interés domésticos están marcadas profundamente por la confianza a corto o largo plazo en la peseta: de hecho, pequeños cambios en el diferencial de rentabilidad a diez años frente a los bonos en marcos alemanes deben ser interpretados como grandes alteraciones en la expectativas cambiarias. El problema es que éstas son especialmente volátiles. Así, cuando el 29 de mayo de 1992 el marco cotizaba en 62,335 pesetas, el cambio a plazo implícito en el diferencial entre tipos cupón-cero -que ascendía a un total de 2,92 puntos, como hemos visto- se situaba en 78,611 pesetas. El 15 de febrero de 1993, después de dos devaluaciones de la peseta, mientras el contado del marco se sitúa en 71,430 pesetas, el "forward" implícito asciende a nada menos que 107,100 pesetas.

CUADROS NUM. 5 y 6

ESTIMACION DE LOS COMPONENTES DEL DIFERENCIAL ENTRE TIPOS A 10 AÑOS FRANCO-MARCO ALEMAN						
	Diferencial nominal	Diferencial de inflación esperado	Diferencial real estimado	Desviación frente a la PPA (4)	Prima crediticia (5)	Resto de las primas (6)
	(1) = (2) + (3)	(2)	(3) = (4) + (5) + (6)			
15-Feb-93						
A tres años	160	0	160	40	0	120
A cinco años	141	40	101	24	0	77
A diez años	108	70	38	12	0	26
29-May-92						
A tres años	-6	0	-6	63	0	-69
A cinco años	-	-	-	-	-	-
A diez años	56	70	-14	19	0	-33
Notas: (a) Tipo de cambio franco francés/marco alemán a 29 de mayo de 1992, 3,3575 y a 15 de febrero de 1993, 3,3810. PPA estimada en 3,42 pesetas/marco.						
(b) Datos anuales en puntos básicos.						

ESTIMACION DE LOS COMPONENTES DEL DIFERENCIAL ENTRE TIPOS A 10 AÑOS FLORIN-MARCO ALEMAN						
	Diferencial nominal	Diferencial de inflación esperado	Diferencial real estimado	Desviación frente a la PPA (4)	Prima crediticia (5)	Resto de las primas (6)
	(1) = (2) + (3)	(2)	(3) = (4) + (5) + (6)			
05-Feb-93						
A tres años	18	0	18	0	0	18,0
A cinco años	3	0	3	0	0	3,0
A diez años	16	0	16	-0,27	0	16,3
29-May-92						
A diez años	27	0	27	0,44	0	26,6
Notas (a) Tipo de cambio florín/marco alemán a 29 de mayo de 1992, 1,1262 y a 29 de febrero de 1993, 1,127.						
Hipótesis: PPA en su actual tipo de cambio central, 1,1267 florines/marco.						
(b) Datos anuales en puntos básicos.						

De ahí la importancia del análisis de los diferenciales en términos de primas: la depreciación de la peseta ha corregido la desviación histórica frente a la PPA que caracterizó los últimos años,

pero lejos de favorecer este movimiento el estrechamiento de los diferenciales a largo plazo, no ha hecho sino ampliarlos. **El fantasma del estancamiento con inflación está, en última instancia y más allá de la crisis del SME, en nuestra opinión, detrás de esta situación.** El débil crecimiento que cabe anticipar para nuestra economía en los dos próximos años (en torno al 0,7% en 1993, según nuestras previsiones) coexistirá lamentablemente con un amplio déficit corriente (que estimamos en un 3,8% sobre el PIB en 1993) y con una inflación demasiado alta (por encima del 4,5%): ello aumenta necesariamente la probabilidad de que las dificultades consiguientes de financiación de la balanza de pagos se traduzcan en presiones a la baja sobre la peseta, es decir, impulsa una **tendencia de la peseta a debilitarse, incluso más allá de su propia PPA, como ha ocurrido en otros períodos históricos.** Esta tendencia sólo puede ser combatida y compensada por unos **altos tipos de interés reales**, como ocurre ahora.

Sin embargo, no hay garantías de éxito para tal política, ni a corto, ni a medio plazo: por un lado, el volátil contexto del "nuevo" SME no la favorece y, por otro, la presión política interna que surge con el estancamiento económico dificulta la **legitimación social** de las políticas antiinflacionistas. En definitiva, en nuestra opinión, una eventual -e improbable- **"libre flotación" de la peseta, que provocaría una depreciación de la peseta radical, lejos de permitir un descenso duradero de los tipos de interés a corto y a largo plazo, no haría sino deprimir aun más las perspectivas cambiarias, al acentuar la ya demasiado presente en los mercados percepción de deterioro del potencial de crecimiento real y modernización de nuestra economía en términos de largo plazo.** Nos inclinamos a pensar que las autoridades españolas seguirán asumiendo la senda ortodoxa actual -política antiinflacionista a pesar del estancamiento económico-, aunque asumiendo, como lo han hecho hasta ahora desde el pasado septiembre, las presiones que eventualmente puedan seguir desarrollándose contra la peseta, cuando así lo dicte el Comité Monetario. No vemos pues cambios en la orientación de la política macroeconómica, que **debe seguir tratando de preservar el potencial de nuestra economía a largo plazo**, aunque sea a costa de un ajuste a corto.

Una cuestión adicional interesa señalar. Los vaivenes de las expectativas cambiarias tienen un impacto sobre la **formación de la estructura temporal de los tipos de interés domésticos** que debe ser valorado. En un contexto como el descrito, sin perspectivas de incorporación de nuestro país a la UEM en muchos años, la inestabilidad cambiaria puede generar movimientos extremos de los tipos de interés a largo plazo, situándolos alternativamente, o bien, demasiado bajos, en relación con las expectativas de tipos de interés a corto plazo, o bien demasiado altos. **El sesgo hacia el corto plazo del inversor español, en contraste con la orientación hacia el largo de los inversores extranjeros que llegan a nuestros mercados,** acentúa los efectos distorsionantes sobre la curva de tipos de las expectativas y riesgos cambiarios.

En nuestra opinión, parece sensato pensar que si la política monetaria sigue una senda antiinflacionista, a la que estará obligada por la Ley de Autonomía del Banco de España, los tipos a corto tenderán a mantenerse **en niveles reales lo suficientemente altos como para que la curva de tipos de interés conserve una pendiente claramente negativa a lo largo del período de estancamiento que ha comenzado.** En contextos de estabilidad cambiaria es muy probable que los tipos implícitos de la curva de la peseta puedan llegar a ser "demasiado bajos" en relación con los esperables.