

LA CRISIS DE LOS MERCADOS DE DEUDA

Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Introducción.

El cierre del primer trimestre de 1994 refleja, en comparación con las condiciones vigentes a principios del presente año, un **fuerte cambio en las expectativas del mercado sobre la evolución de los tipos de interés de las principales monedas**. De hecho, los tipos de interés implícitos en los mercados de futuros han experimentado, sin excepción, un repunte que en algunos casos supera los 100 p.b. para el contrato de diciembre de 1994.

Esta revisión de expectativas no es debida, en general, ni a un rebrote de las presiones inflacionistas ni a unas perspectivas de actividad económica superiores a las que se tenían hace pocos meses. Así, en Estados Unidos, donde sí es cierto que la economía está creciendo a un ritmo superior al esperado, las tensiones inflacionistas siguen siendo, hasta el momento, moderadas. En este caso ha sido el cambio de signo en la instrumentación de la política monetaria de la Reserva Federal, anticipándose en el tensionamiento a las expectativas del mercado, el responsable del desplazamiento de la curva de tipos a corto plazo. En Europa, por otra parte, la publicación de unos crecimientos de la M3 alemana muy superiores al objetivo del Bundesbank, unida a las elevaciones de tipos de referencia en Estados Unidos, ha creado un clima en el que se replantea la intensidad y la duración del ciclo bajista de tipos a corto plazo, independientemente de factores fundamentales de las respectivas economías.

En lo que a **tipos de cambio** se refiere, hemos asistido a un fortalecimiento del yen japonés (una apreciación del 4% frente al marco alemán y superior al 7% frente al dólar) derivada del contencioso comercial entre Estados Unidos y Japón, así como a un debilitamiento generalizado del dólar frente a las principales monedas. Además del efecto cruzado yen-dólar, la depreciación de la moneda estadounidense frente a las monedas europeas se explica por la fuerte revisión al alza de las expectativas de tipos a corto plazo en estas últimas. Entre las monedas europeas el marco alemán se ha visto favorecido en términos generales, mientras que la libra esterlina, influenciada por el comportamiento del dólar y por un creciente grado de inestabilidad política, ha sufrido una depreciación significativa frente al resto de monedas comunitarias.

Si el movimiento de los tipos a corto plazo ha sido brusco, todavía ha sido mayor el desplazamiento experimentado por los tipos a largo plazo. De hecho, **el desplazamiento de las curvas ha sido casi paralelo entre los plazos de 1 a 10 años, con elevaciones de la TIR del bono de referencia a 10 años próximas a los 100 p.b. en prácticamente todos los casos.** La facilidad con la que se ha trasladado el tensionamiento de los tipos a corto a los tipos a largo plazo tampoco es resultado, en nuestra opinión, de un cambio en las condiciones fundamentales de las economías. Antes bien, es el reflejo del proceso de reestructuración de carteras internacionales propiciado por el cambio de signo de la política monetaria norteamericana, en primera instancia, y de un comportamiento de los mercados europeos paralelo al americano, haciendo total abstracción de las diferentes posiciones que ocupa cada país en el ciclo económico.

En nuestra opinión, el cambio en las expectativas de tipos a corto plazo no está justificado. En el caso del dólar creemos que la actitud de la Fed, anticipando subidas de tipos a la aparición de tensiones inflacionistas, garantiza elevaciones graduales de tipos a lo largo de este año hasta alcanzar un nivel "neutral", que probablemente se sitúe por debajo de las actuales expectativas del mercado. En Alemania, por otra parte, aunque el comportamiento de la M3 no permita intensos descensos de tipos oficiales en próximos meses, las perspectivas de crecimiento de la economía y la moderación que se evidencian en las tensiones inflacionistas apuntan a que el margen de caída de los tipos a corto es elevado, y se materializará a lo largo de 1994 (incluso durante parte de 1995). Este razonamiento es extrapolable a la mayoría de monedas europeas. En el caso británico, además, estamos en desacuerdo no sólo en los niveles de tipos que descuenta la curva, sino también en el signo de la pendiente. Así, a pesar de que el Reino Unido parece estar creciendo a un ritmo cercano al 2,5% anual y que la inflación podría empezar a recoger el efecto de la depreciación de la libra, no vemos probable que el Banco de Inglaterra tense tipos a partir del segundo trimestre de este año, tal y como descuenta el mercado de futuros.

Similar razonamiento hacemos para los tipos a largo plazo. La tendencia de rentabilidades a largo en Estados Unidos pensamos que es al alza, si bien la actitud de la Fed, antes que intensificar esta tendencia, debería contribuir a moderarla e incluso estabilizar los niveles de TIR en niveles próximos a los actuales. En Europa creemos que los niveles de TIR mínimos alcanzados (en torno a 5,50% el bund a 10 años) suponen también los mínimos del actual ciclo bajista de tipos a largo plazo. Sin embargo, es demasiado pronto para que se produzca un cambio en la tendencia (moderación en las tensiones inflacionistas y crecimientos económicos muy reducidos), por lo que volveremos a aproximarnos a dichas referencias.

En paralelo a la normalización de los mercados monetarios y de deuda, pensamos que el dólar definirá una apreciación significativa frente a las monedas europeas desde los actuales niveles, tanto frente al yen como frente a las divisas europeas. La divergencia en las políticas monetarias y el robusto crecimiento económico norteamericano (frente al estancamiento en Europa y Japón) justifican unos tipos de cambio de equilibrio en niveles más apreciados del dólar.

La crisis de los mercados de deuda internacionales ha tenido continuidad a lo largo de todo el mes de marzo, alcanzando su máxima intensidad a finales de ese mes, para mostrar ciertos signos de moderación en las últimas semanas. Algunos de los factores que propiciaron la crisis siguen presentes: (1) la tendencia al alza de los tipos a corto de Estados Unidos se ha consolidado, con una nueva elevación de 25 p.b. del nivel objetivo de los fondos federales; (2) los agregados monetarios en Alemania siguen creciendo a ritmos muy superiores a los "teóricamente" admisibles por el Bundesbank y (3) el contencioso comercial entre Estados Unidos y Japón, que debilita al dólar, sin visos de solución a corto plazo tras la dimisión del primer ministro nipón y posterior nombramiento del nuevo, sigue frenando la evolución alcista del dólar.

GRAFICO NUM. 1

CURVA CUPON CERO Y RENTABILIDADES DE LA DEUDA PUBLICA

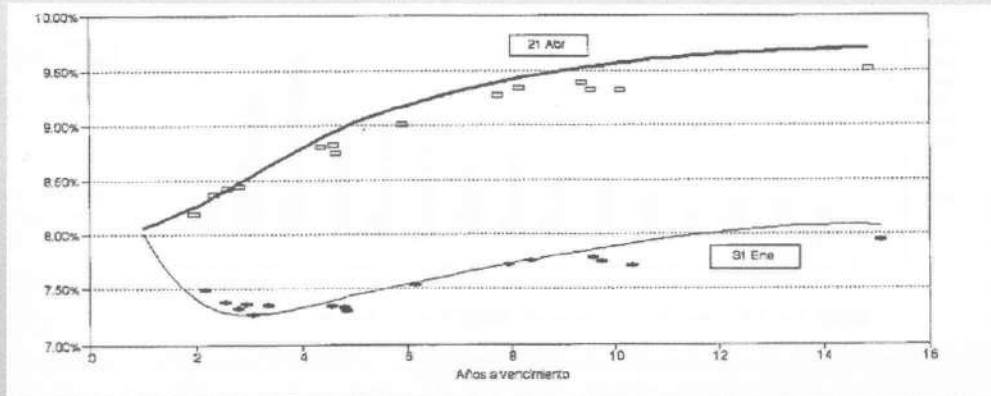


GRAFICO NUM. 2

INDICES AFI DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO POR TRAMOS

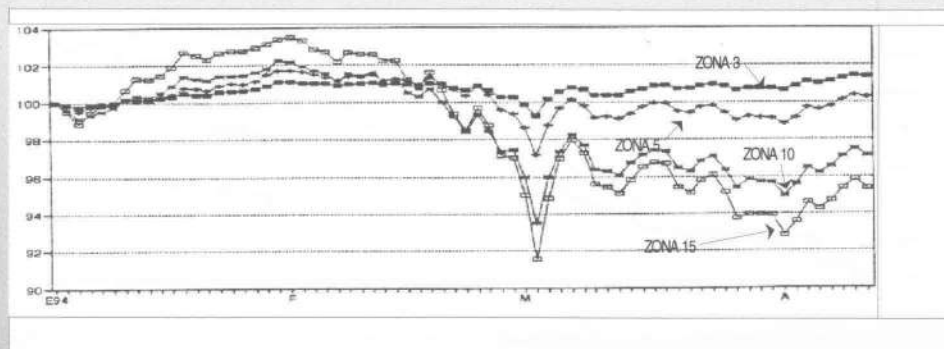


GRAFICO NUM. 3

EVOLUCION FONDOS DE INVERSION Y CARTERA DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL PUBLICO

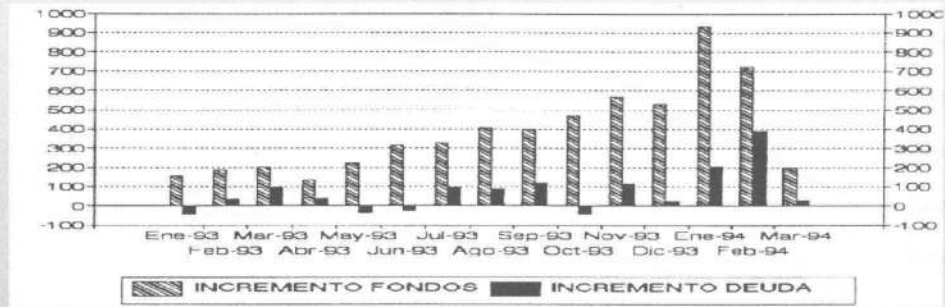
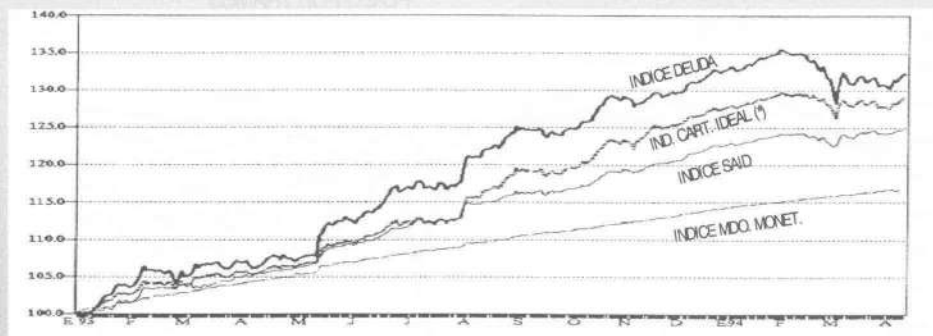


GRAFICO NUM. 4

EVOLUCION DE LOS INDICES AFI DE TIPOS DE INTERES



(*) Considerando la distribución de referencias según recomendaciones AFI

Con todo, en el caso de una crisis de liquidez, con un origen en el exceso de inversión generalizada en los valores a más largo plazo, que es como calificamos en buena medida a la presente, **el mero paso del tiempo, con carteras financiadas a cada vez a menor coste, favorece el reajuste gradual de carteras y resta riesgos de caídas posteriores en los mercados de deuda.** Además, desde el comienzo del mes de abril cabe destacar algunos factores positivos. En primer lugar, el reciente descenso de tipos oficiales del Bundesbank, que interpretamos como **un intento del banco central germano de reconducir a la baja unas expectativas del mercado demasiado poco bajistas** para sus tipos de interés -el tipo implícito en el contrato de diciembre para depósitos en euromarcos a 3 meses se sitúa cerca del 5%, frente al 5,60% del contado-. En este período se ha producido cierto desmarque entre la evolución de los mercados de deuda europeos y el norteamericano. Desde mediados de marzo, la curva de rentabilidades americana se ha tensionado en cerca de 50 p.b. en prácticamente todos los plazos, desde el 3 al 10 años, mientras que las rentabilidades de la deuda germana, gracias a una **reciente desvinculación** respecto de aquéllas, aunque con mucha volatilidad en estas cuatro semanas, se sitúan en niveles similares a los de mediados de marzo.

La pendiente de la curva española ha continuado ampliándose. Este comportamiento, coherente en el caso de una economía en el inicio de la fase de reactivación económica, creemos que se ha anticipado en el tiempo, a causa del extremo tensionamiento del extremos largo de la curva. **Aunque para finales de año pensamos que este diferencial se situará en niveles próximos a los 100 p.b., una normalización en las condiciones del mercado debería pasar, en un primer momento, por un estrechamiento del mismo (desaparición de la prima que afecta a los plazos más largos).** Esta consideración no invalida nuestra preferencia por los plazos cortos, que responde a la incapacidad que sigue mostrando el mercado para volver a asumir riesgos elevados después de las minusvalías de febrero y marzo.

Al igual que ya ocurriera en febrero, en el mes de marzo han sido las carteras con menor duración las que mayor rentabilidad han registrado. Así, el índice AFI de repos a un día ha aumentado un 8,4% mensual anualizado, frente al 7,3% del índice de letras del Tesoro y el -7,4% del de deuda del Estado. Con todo, en términos interanuales el índice de deuda sigue liderando con más de un 22% de rentabilidad acumulada, frente al 13,4% de las letras y el 11,1% de los repos a un día. En la primera quincena de abril, sin embargo, se observa una recuperación del mercado de deuda, de tal forma que la rentabilidad anualizada y acumulada del período se ha elevado al 21% en el índice de deuda

Análisis de tipos implícitos: expectativas.

Durante las últimas semanas se ha producido un intenso desplazamiento al alza de la curva de rentabilidades -en torno a 20 p.b. para todos los plazos superiores a dos años-, lo que ha supuesto un sensible repunte de los tipos implícitos a un año descontados por los IRS de las peseta. Ello ha impedido que la relajación que ha experimentado el tipo al contado a un año (al 7,87% desde el 7,99%) se haya traducido en unas expectativas de tipos a corto para un horizonte cercano algo más bajistas de las que presentaba el mercado hace un mes, con un tipo al contado más de 20 p.b superior al de hoy. Así, es reseñable el elevado tipo a un año que el mercado descuenta para dentro de un año (de un 8,34%), que demuestra ser claramente incompatible con nuestra previsión del 7,0% para el tipo de intervención del Banco de España hacia finales de año, y que como señalamos, es **resultado de la contaminación** que han sufrido (hasta en los plazos más cortos) los tipos cupón cero de los swaps en la actual crisis del mercado de deuda. Es por ello, que se hace necesaria una normalización del mercado de deuda, paralela

a una relajación adicional de los tipos a corto, para que se produzca una mejora de las expectativas bajistas de tipos a corto en un horizonte próximo, tal como contempla nuestro escenario de previsiones.

Por su parte, los tipos de interés descontados a largo plazo también han sufrido un deterioro -se llegan a descontar tipos a un año del 9,70% dentro de nueve y diferenciales frente al marco de 150 p.b., muy lejanas a la convergencia nominal-, sin que pensemos que ello esté fundamentado por un empeoramiento de las expectativas de inflación o de déficit público: aunque estas no son las más favorables, no puede decirse que hayan empeorado. Más bien está explicado por la distorsión actual del mercado al contado.

En relación al **análisis de diferencial de rentabilidad de la deuda española con respecto a la deuda alemana** nos parece importante el hecho de que éste se haya mantenido estabilizado en el entorno de los 250-255 p.b., a iguales niveles a los que se encontraba hace un mes. No obstante, dicho diferencial ha registrado ampliaciones en momentos críticos a final de marzo hasta los 270 p.b., habiéndose producido posteriormente reducciones, que pensamos en parte han sido inducidas por la recuperación importante que ha experimentado la deuda italiana, que incluso llega ya a presentar diferenciales con la deuda española nulos. En los últimos días, sin embargo, los conflictos políticos están motivando de nuevo una ampliación de nuestro diferencial a largo con la deuda alemana, que está incidiendo también sobre la peseta en una sensible depreciación hacia niveles superiores a 81,60 pts/DM después de haberse situado a niveles inferiores a 81 pts/DM.

No obstante, esperamos que el proceso que venimos señalando para la evolución de la pendiente de la curva - reducción previa a su ampliación a final de año- venga acompañado a medio plazo de una consolidación de niveles más reducidos de dicho diferencial (225 p.b.). Ello sería consistente con el avance deflacionista y la corrección del déficit público estructural que está registrando la economía española. En cualquier caso, la ampliación de diferenciales de interés a largo plazo que ha experimentado en el contado la peseta frente al marco **ha sido menor que la que ha registrado el franco**. No obstante, pensamos que la mejor evolución que ha presentado la peseta en relación al franco ha podido verse explicada por los problemas políticos del gobierno de Francia, y la coincidencia de ello con el efecto "contagio" que ha experimentado la deuda española del recorrido alcista experimentado por la deuda italiana. No obstante, el **panorama político** merece una especial reflexión en el momento actual.

Los serios problemas de presunta corrupción detectados en altas instancias de la administración y las dudas sobre la actuación del Gobernador del Banco de España podrían despertar incertidumbre en el segmento a largo de la curva generando una cierta tendencia a la ampliación de los diferenciales con el marco alemán. Se trata de un factor de riesgo que podría ponerse de manifiesto si el curso de los acontecimientos generara dudas sobre la estabilidad política del gobierno en un período decisivo para las reformas estructurales: reforma laboral, autonomía del Banco de España, liberalización del sector servicios... En nuestra opinión, el punto clave en esta situación, desde el punto de vista de los mercados, reside en **si la crisis política retrasará o no el curso del desarrollo de la política económica y de las reformas**. Todavía es pronto para la clarificación de este punto relevante, aunque el grupo nacionalista catalán ya ha anunciado la continuidad de su apoyo a la política económica gubernamental. Otro elemento a vigilar -éste de carácter positivo- es el que se refiere a un **posible cambio de actitud más favorable a la negociación de la reforma laboral y de la moderación salarial por parte de la UGT, tras su Congreso**. El momento podría ser oportuno para una reapertura del proceso para todos los agentes involucrados y ello lo convierte, al menos, en un factor a considerar.

En lo que respecta a los tipos IRS del marco, también se ha producido en el último mes un repunte de los tipos implícitos, aunque éste sólo ha afectado a los plazos cortos e intermedios, que descuentan una vuelta rápida de tipos a un año del 6,0% dentro de tres años. No obstante, es significativa la mejora diferencial que han experimentado las expectativas a largo del marco respecto del franco francés. Aunque los tipos de interés implícitos de éste se siguen situando por debajo de los de aquél a partir de dentro de cuatro años, la magnitud en que lo hacen es ya muy reducida, **lo que interpretamos, por su mensaje en términos de marco alemán, como un factor que dará mayor seguridad al Bundesbank en sus regulares y graduales descensos de tipos oficiales.**

Análisis de la estructura de carteras:

En una crisis del mercado de deuda en la que el exceso de inversión de las carteras tiene un papel explicativo tan claro, la evolución de éstas resulta muy relevante. Desde el final de 1993 el saldo en circulación de deuda a medio y largo plazo ha aumentado en más de un billón, aunque hay que distinguir la muy distinta evolución que ha tenido en el conjunto de estos cuatro meses: una elevación de dos billones en los dos primeros meses del año, y un descenso de un billón en los dos últimos, como consecuencia de los vencimientos no renovados.

Lo más relevante, es que el incremento inicial de dos billones fue adquirido en su mayor parte por los terceros -un billón por residentes (estimamos que de ellos 0,8 billones fueron adquisición en firme) y 0,4 billones por no residentes-, mientras los titulares elevaron su saldo neto en 0,7 billones. En los dos meses siguientes, en que el saldo en circulación ha descendido en torno a un billón, el ajuste se ha centrado en su práctica totalidad en titulares, puesto que el saldo neto de terceros -tanto residentes como no residentes- se ha mantenido estable en estos dos meses críticos desde el inicio de la crisis. No obstante, es reseñable la disminución que en el último mes viene registrando el saldo neto de no residentes. Teniendo en cuenta que el saldo de simultáneas desde el inicio del año ha descendido en torno a medio billón, sería posible asociar el descenso del saldo neto de titulares al cierre de simultáneas de no residentes y a una paralela no adquisición de los valores en firme. Asimismo, la alteración en la estructura de estas carteras puede deducirse de la evolución del saldo de letras del Tesoro: el descenso de 1,1 billón que desde el inicio de año ha registrado su saldo en circulación ha repercutido fundamentalmente en terceros residentes (disminución de 0,9 billones).

La conclusión que se deriva por tanto de este análisis es que las carteras de terceros residentes -que han elevado sensiblemente sus posiciones en firme de deuda a medio y largo plazo- han alterado en este año lo que venía siendo su estructura tradicional de inversión, más centrada en el corto plazo. En marzo y abril sus saldos netos se han mantenido estables, lo que significa que estas carteras -donde se comprenden los fondos de inversión- no se han podido constituir en la vía de desagüe de las carteras de los no residentes.

Conclusión.

En nuestra opinión, el análisis pone cada vez más de manifiesto **diferencias claras entre la zona corta-media de la curva y la zona larga.** Bien es cierto que toda la curva está sometida a un régimen de tensión no justificado por los fundamentos, a raíz de una crisis de carácter internacional. En ésta subyacen tanto las presiones vendedoras de un mercado que estaba fuertemente posicionado en altas duraciones cuando la Fed elevó por primera vez su tipo objetivo, como los efectos indirectos dólar-marco de la fortaleza del yen japonés y renovados (sin constatación) temores inflacionistas en Estados Unidos. Con todo, **la evolución reciente hace posible considerar de manera muy diferente los dos extremos de la curva.**

En primer lugar, porque las tensiones más "irracionales" del mercado internacional de bonos se concentran en los valores a más largo plazo, donde se polarizan las posiciones más especulativas. En segundo lugar, porque los bancos centrales europeos siguen sus graduales descensos de tipos, como corresponde a la situación recesiva -que contrasta con la norteamericana- que domina a la Europa continental. En este sentido las últimas señales del Bundesbank confirman, en nuestra opinión, lo infundado de los temores de que el fuerte crecimiento monetario alemán paralizaría el proceso de descensos graduales de los tipos oficiales.

Rentabilidades sobre el Índice AFI de deuda del Estado, de Letras a un año y de repos

	Índice AFI (1)	Índice AFI (2)	Índice AFI (3)	Rentabilidad a/mes anterior anualizada			Rentabilidad interanual		
	de deuda del	de Letras del	de repos a un	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	Estado	Tesoro	día						
	(Jun88 = 100)	(Jun88 = 100)	(Jun88 = 100)						
Enero-93	165,6	163,0	180,4	51,3	19,2	14,7	7,6	11,6	13,3
Febrero-93	167,5	165,2	182,3	15,1	18,1	13,7	8,1	12,1	13,5
Marzo-93	171,1	167,1	184,8	28,8	14,7	17,8	10,2	12,3	13,8
Abril-93	171,3	168,5	187,0	1,1	10,4	14,8	9,3	12,4	14,0
Mayo-93	180,2	173,0	189,1	83,5	36,5	14,6	14,1	14,3	14,2
Junio-93	186,9	175,0	190,9	55,2	15,4	12,3	19,5	14,4	14,2
Julio-93	190,7	176,4	192,8	27,2	9,6	12,3	25,3	14,6	14,1
Agosto-93	200,1	178,8	194,6	79,0	18,2	12,0	32,7	15,2	14,0
Sept.-93	199,7	180,4	196,3	-2,6	11,1	10,6	32,9	15,5	13,9
Octubre-93	206,8	182,2	197,7	51,7	12,8	8,9	31,3	15,5	13,5
Noviem.-93	207,3	183,9	199,4	2,9	11,4	11,1	31,5	15,9	13,2
Diciem.-93	212,7	186,2	201,0	36,7	16,2	9,9	33,0	15,9	12,7
Enero-94	216,8	187,4	202,5	25,8	8,0	9,7	31,0	15,0	12,3
Febrero-94	210,5	188,4	203,9	-30,1	6,7	8,5	25,6	14,0	11,8
Marzo-94	209,1	189,5	205,3	-7,4	7,3	8,4	22,2	13,4	11,1
Abril-94	210,8	189,6	206,0	21,9	1,0	9,0	23,1	12,5	10,2