

LA CRISIS DEL MERCADO DE DEUDA

Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Introducción.

La crisis de los mercados de deuda internacionales ha tenido su continuidad a lo largo de los meses de marzo, abril y mayo, alcanzando su máxima intensidad a finales de marzo y a comienzos de mayo. Algunos de los factores que propiciaron la crisis de febrero siguieron presentes durante el mes de marzo: (1) la tendencia al alza de los tipos a corto de Estados Unidos se consolidó, con una nueva elevación de 25 p.b. del nivel objetivo de los fondos federales; (2) los agregados monetarios en Alemania siguieron creciendo a ritmos muy superiores a la "admisible" por el Bundesbank y (3) el contencioso comercial entre Estados Unidos y Japón, sin visos de solución a corto plazo tras la dimisión del primer ministro nipón, siguió frenando la evolución alcista del dólar. Sin embargo, desde el comienzo del mes de abril se pusieron de manifiesto algunos factores positivos. En primer lugar, los descensos 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, se han intensificado. Con el descenso del Bundesbank se abrió la posibilidad de una nueva ronda de descensos de tipos de referencia en los países europeos (incluido el Banco de España). Además, en este período se produjo un cierto desmarque entre la evolución de los mercados de deuda europeos y el norteamericano: a final de marzo la curva de rentabilidades americana se tensó 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, aunque con mucha volatilidad en este mes, se situaron en niveles similares a los de mediados de marzo.

Dado que este proceso de crisis ha estado acompañado de una relajación monetaria intensa en Europa y España, se ha producido una ampliación considerable de las pendientes de las curvas de rentabilidad en toda Europa -en España el diferencial de TIR 10-3 se ha elevado hasta 112 p.b en los primeros días de mayo, desde el valor medio de 85 p.b. que presentaba a mediados de abril-, y ha permitido un desarrollo menos negativo de las rentabilidades en el extremo corto de la curva. Consideramos la debilidad mantenida por el mercado explicada por una conjunción de factores: aparte de la posición deteriorada de las carteras de deuda, y del desajuste del dólar -que no ha satisfecho el camino de apreciación natural que debía sufrir, impidiendo la desvinculación entre las rentabilidades de la deuda americana y europea-, pensamos que los mercados europeos han perdido también parte del criterio acerca del nivel de los tipos de interés consistente con la situación del ciclo económico. A este respecto, ha tenido lugar una crisis de expectativas: prácticamente ha sido nula la confianza del mercado acerca de avances adicionales en los procesos de relajación monetaria, y ello ha sido crucial, puesto que el mercado ha anticipado un escenario de tipos a largo plazo totalmente perjudicial para el inicio de un proceso de reactivación.

Ha sido precisamente sobre estas expectativas confusas del mercado sobre las que han tratado de hacer los bancos centrales una llamada de atención: en este sentido interpretamos la actuación

coordinada de los bancos centrales en defensa del dólar, así como los avances adicionales en las reducciones de tipos oficiales en Europa. Estas actuaciones de los bancos centrales son, en nuestra opinión, el resultado de una doble preocupación: la evolución de las economías precisa de continuidad en los descensos de los tipos de interés, sobre todo en el contexto deflacionista actual; por otra parte, los actuales niveles de los tipos de interés reales a largo plazo, que no facilitan el proceso de reactivación, hacen convenientes señales claras por parte de las autoridades europeas que pongan de manifiesto las consecuencias de la asincronía de los ciclos europeo y estadounidense. Este elemento, pensamos debe incidir en una reformulación de las expectativas del mercado, aparte de que ya por sí -al haber permitido la formación de una curva de rentabilidades positiva en todos sus tramos- deba facilitar una recuperación del mercado al minorar considerablemente el coste de financiación de las posiciones de deuda.

A este respecto, ha sido importante la intensificación que a nivel europeo se ha producido en los procesos de relajación monetaria por parte de los bancos centrales: el Bundesbank ha impreso recortes sustanciales al tipo de sus repos, y ha rebajado en 50 p.b. sus tipos de descuento y lombard. El Banco de España se ha sumado a estos movimientos recortando en dos ocasiones el tipo de su subasta decenal -hasta el 7,50%-. También la Reserva Federal ha elevado en 50 p.b. el tipo objetivo de los fondos federales, así como la tasa de descuento, lo que pensamos crea un contexto más favorable para un ajuste necesario de la variable tipo de cambio que permita desvincular la evolución de los mercados de deuda europeos de la americana. A pesar de estos mensajes de los bancos centrales, la respuesta de los mercados de deuda no ha sido positiva en principio. No pensamos que ello pueda deberse a una falta de credibilidad acerca de la fundamentación de estos procesos de relajación monetaria, sino a la situación aún no saneada de las carteras que origina la insuficiencia de una demanda importante. Sin embargo, pensamos que esta reacción de la Reserva Federal tensionadora en tipos, unida al mensaje que están enviando al mercado los bancos centrales europeos constituyen, en nuestra opinión, la conjunción necesaria para permitir la normalización de los mercados internacionales de deuda.

De esta forma, somos más positivos respecto al inicio de un proceso importante de descenso de rentabilidades en toda Europa, que vendría de la mano de una cierta corrección de las rentabilidades también en EE.UU. Esta normalización, unida a la transmisión de las bajadas de tipos a corto, que debe producirse a toda la curva de rentabilidades, nos ha llevado a elevar la duración corregida de nuestra cartera ideal -con horizonte de 12 meses-: hasta 3,51 desde 3,12. En concreto, elevamos el peso del cinco y diez años, y minoramos el tres años. La mayor concentración de posiciones pensamos debe seguir mantenida en el tramo medio de la curva: éste debe favorecerse simultáneamente de la normalización del extremo largo de la curva, así como de las bajadas de tipos a corto -que de momento han sujetado las rentabilidades del tres años, pero no del cinco-.

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 -6,9% 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 el mes de abril, y en lo transcurrido de mayo han vuelto a ser las carteras con menor duración las que mejor comportamiento han mantenido: el índice AFI de repos a un día ha sido el que ha proporcionado una mayor rentabilidad mensual anualizada, un 8,3% , frente a un 8,0% del índice de letras, y a un -4,4% del índice de deuda en abril, que aún peor desarrollo ha tenido en la primera quincena de mayo con una rentabilidad mensual anualizada del -17,6%). En términos interanuales, sigue siendo el índice de deuda el que mayor rentabilidad

proporciona, si bien se observa en mayo una importante caída de la rentabilidad diferencial que mantenía en relación a los de letras y repo a un día. Esta caída la atribuimos a la importante ampliación de diferenciales de rentabilidad a largo plazo con Alemania (hasta 300 p.b.) que ha tenido lugar en los primeros días de mayo a raíz de la crisis política.

CUADRO NUM. 1

ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO (m.m. de pesetas)									
	1991	1992	1993	E-94	F-94	M-94	A-94	Variación A-94/D-93	6 Mayo 94
BE (cartera ajustada)	320,8	375,4	444,7	495,5	500,1	505,6	500,0	55,3	-
Entidades Financieras	3164,6	4450,2	5517,2	5039,3	6108,3	6148,6	6675,9	1158,7	-
No Residentes	2078,9	1778,9	7059,3	8143,2	7738,0	6772,7	6288,2	-771,1	6096,9
Público	1303,1	1411,3	1310,1	1621,9	2015,8	2015,5	1978,3	668,2	-
TOTAL	6867,3	8015,8	14331,3	15299,9	16362,2	15442,4	15442,4	1111,1	-

Nota: Saldos en firme (ajuste de Saldos Netos con Cesiones de Titulares y No Residentes).

Fuente: Elaboración Propia.

CUADRO NUM. 2

EVOLUCION EN 1994 DE LOS INDICES AFI Y DE LAS CARTERAS RECOMENDADAS					
	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	DIC-ABRIL
INDICES DE MERCADO					
Indice de repos	9,77%	8,40%	8,47%	8,29%	8,73%
Indice de letras	7,96%	6,76%	7,23%	8,07%	7,50%
Indice deuda a M y L	25,78%	-30,13%	-7,38%	-4,42%	-6,08%
Indice zona: 3 años	14,10%	-9,45%	5,51%	4,71%	3,36%
5 años	22,39%	-24,51%	-2,45%	-3,88%	-3,52%
10 años	30,36%	-43,83	-19,76%	-11,44%	-15,07%
15 años	48,59%	-53,21%	-32,20%	-31,34%	-24,57%
INDICES DE REFERENCIA					
Indice Mercado Monetario	8,87%	7,57%	7,89%	8,16%	8,12%
Indice tipo FIM	17,54%	-14,34%	-0,56%	1,06%	0,29%
CARTERAS RECOMENDADAS					
Cartera Ideal AFI	19,28%	-13,72%	-2,37%	-1,31%	-0,21%
Indice SAID	14,44%	-10,81%	13,46%	8,49%	5,87%

Fuente: AFI.

GRAFICO NUM. 1

INDICES AFI DE DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO POR TRAMOS

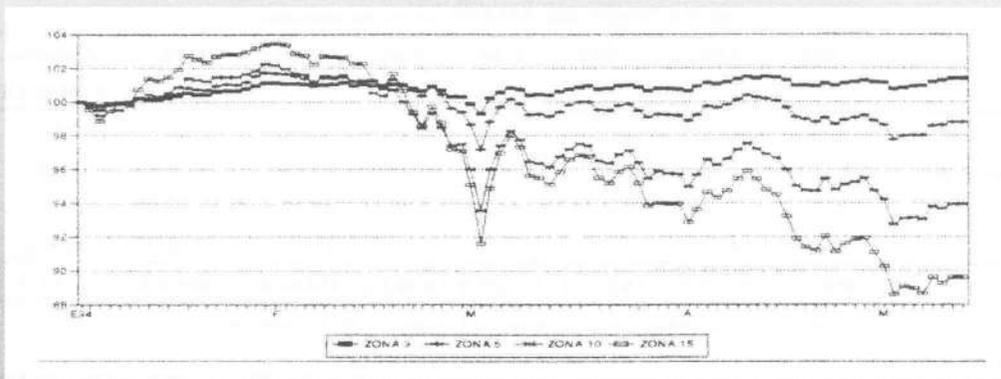


GRAFICO NUM. 2

RENTABILIDADES REFERENCIA A 3 Y 10 AÑOS
DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA

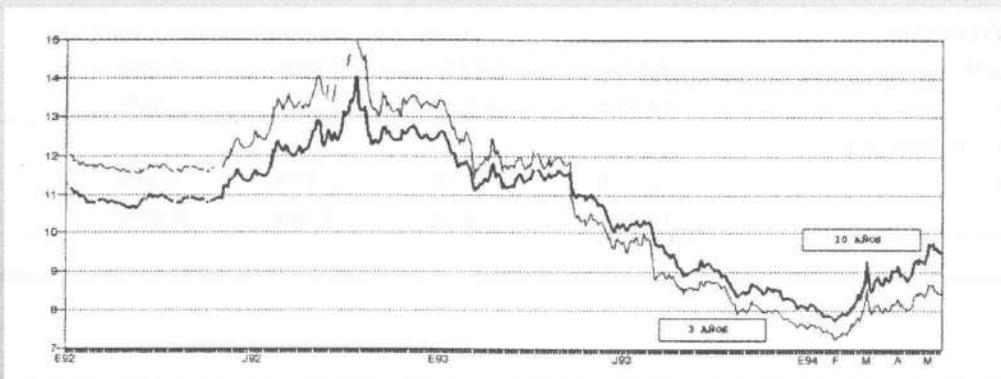


GRAFICO NUM. 3

