

## LA COYUNTURA ECONOMICA Y LOS MERCADOS DE DEUDA

---

*Analistas Financieros Internacionales, S.A.*

### I. INTRODUCCION.

La debilidad generalizada mostrada por los mercados europeos y americano de deuda desde el cambio de actitud de la Reserva Federal americana se ha acentuado recientemente. Intensos repuntes de rentabilidad a nivel europeo han ido acompañados de ampliación del diferencial a largo plazo de la deuda española frente a la alemana hasta los casi 245 p.b. Estas fuertes correcciones de los precios de la deuda han sobrepasado ampliamente lo que consideramos como niveles de equilibrio, tanto en diferencial como, especialmente, en la deuda alemana. En consecuencia, pensamos que el contexto es propicio para hacer carteras con una visión de medio plazo. La existencia todavía de factores técnicos negativos -tan importantes en las últimas semanas- pueden condicionar la evolución a muy corto plazo, pero no eliminan la tendencia que vemos para los próximos meses.

El descenso de la tasa de descuento del Bundesbank, aunque matizado por el mantenimiento una semana más del tipo de los repos semanales en el 6%, es una señal clara para el mercado y, a poco que los próximos indicadores monetarios (inflación y M3) en Alemania evolucionen favorablemente, esperaríamos un claro desmarque de los mercados europeos con respecto al americano. El BE ya ha dado, también, las señales de que el escenario de tipos a corto plazo en España sigue siendo a la baja.

En nuestra opinión, está todavía lejos de producirse un resurgimiento de la demanda interna en Europa que presione sobre los mercados financieros y, en este sentido, los datos de la coyuntura española no son distintos. Un nuevo descenso en el nivel de gastos medios reales de las familias españolas en el último trimestre de 1993, unido a la continuidad (moderada) del deterioro del mercado de trabajo creemos que avalan nuestra expectativa de crecimiento negativo del consumo privado en 1994. El consiguiente crecimiento del ahorro y la corrección del desequilibrio exterior seguirán permitiendo sin problemas la financiación de las necesidades del Sector público.

La relativa moderación en que entró el ajuste del mercado de trabajo a partir del tercer trimestre de 1993 no constituye, por el momento, un argumento suficiente para mejorar las expectativas de las familias acerca de su situación económica, ya que el horizonte sigue dominado por un escenario en el que, si bien a un ritmo menor, todavía se sigue destruyendo empleo y continúa aumentando la tasa de paro. Esta lectura es la que, en nuestra opinión, se desprende de los datos de la Encuesta de Población Activa y de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares del cuarto trimestre de 1993, que presentaban una coherente relación entre el deterioro del empleo y la evolución del gasto real de los hogares españoles.

Así, mientras en la primera se constataba una destrucción de 153.800 puestos de trabajo y un ascenso de la tasa de paro hasta un 23,9% desde el 23% previo, en la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares se apreciaba claramente la sensibilidad de las economías domésticas a este negativo escenario del empleo a través de un renovado giro contractivo de su gasto medio real, que daba al traste con la ligera recuperación que pareció detectarse un trimestre antes. La caída de un 4,8% interanual del gasto medio de las familias -con una debilidad mucho más acusada en el componente no alimenticio, que se redujo un 5,8% interanual- siguió poniendo de manifiesto, en nuestra opinión, las reticencias de las familias a incrementar su gasto en consumo en tanto no se despejen las incertidumbres sobre su futuro laboral, en un contexto en el que la protección al desempleo es mucho menor que la que existía hace tan sólo un año.

De los resultados de la Encuesta de Población Activa del cuarto trimestre de 1993 cabría resaltar además varios puntos: En primer lugar, la concentración de la pérdida del empleo en el cuarto trimestre de 1993 en los sectores de población con más de 25 años apuntaba claramente a los principales perceptores de renta dentro de las familias como los más perjudicados por el ajuste laboral, con la mayor incidencia que ello comporta para la evolución del gasto familiar: de los 153.800 empleos perdidos en el cuarto trimestre de 1993, 80.000 correspondían al segmento de población con edades comprendidas entre 25 y 54 años y 41.800 a mayores de 55 años.

En segundo lugar, el grueso de la caída de la ocupación se concentró en los asalariados, en tanto que los no asalariados aumentaban ligeramente; dentro de los asalariados fueron los que hasta entonces gozaban de un contrato con carácter indefinido, los más perjudicados que, con un descenso de 73.100 superaron claramente los 50.700 puestos fijos que se destruyeron en el cuarto trimestre de 1992, acelerándose en este sentido el ajuste en este colectivo. En cambio, los asalariados con contrato temporal acusaban una contracción de tan sólo 21.000 empleos, considerablemente menor al descenso de 160.000 constatado en igual trimestre de un año antes, indicando con ello que posiblemente el ajuste laboral a través de este tipo de contratos podría haber pasado ya su punto álgido.

La debilidad que, según nuestras previsiones, ha mostrado el consumo privado en el último trimestre de 1993, registrando una nueva caída, vienen avaladas, pues, por la evolución de los dos indicadores comentados, EPA y ECPF en este mismo período de tiempo. La dificultad que pensamos encontrará el consumo privado para alcanzar tasas de crecimiento positivo en 1994, año para el que prevemos una contracción media de un 0,6%, tienen su fundamento último en la incertidumbre que seguirá presidiendo a la evolución del empleo. Así, esperamos que en el primer trimestre de 1994 se produzca una caída de la ocupación similar a la constatada el último trimestre del pasado año, y que la tasa de desempleo ascienda hasta un 24,8%.

En lo que a indicadores monetarios se refiere, los ALP han comenzado el año con un buen comportamiento. El crecimiento mensual anualizado del 5,3% en enero supone situarse en la parte central de la banda prevista por el BE, que va del 3 al 7% para 1994. Sin embargo, no pensamos que este dato puntual suponga un cambio brusco de tendencia en lo que al crecimiento monetario se refiere. Lo que parece haber contribuido a la moderación registrada en el incremento de ALP en este mes no han sido tanto los componentes más líquidos (M3, de hecho, creció un 10,4% y los pasivos computables incluidos en ALP un 11,5%) como un mayor incremento de las adquisiciones en firme de títulos públicos a medio y largo plazo, no incluidos en ALP, que crecieron 186 m.m. en enero, mientras disminuían en 53 m.m. las cesiones a corto plazo de estos mismos títulos. Es decir, no resulta de una disminución del ahorro, sino de una mayor colocación del mismo en títulos no incluidos en ALP. Para contrastar hasta qué punto esta menor preferencia por el corto se consolida en el futuro habrá que esperar a futuros datos, pero parece

posible que las fuertes ventas de deuda a largo plazo que han tenido lugar en las últimas semanas se dejen sentir negativamente en este aspecto.

Por el lado de las contrapartidas, el crédito interno al sector privado ha registrado un crecimiento ligeramente más elevado en enero, hasta el 2,6% en tasa intermensual anualizada (una vez eliminado el componente estacional). Este ligero aumento de la financiación crediticia, sin embargo, debe ser valorado en el contexto recesivo en el que aún se mueve la economía española y no pensamos que indique un relanzamiento próximo del consumo. En conjunto, pensamos que los datos de crecimiento monetario de enero no suponen todavía un cambio significativo en la dinámica que vienen mostrando desde mediados del año pasado (fuerte crecimiento del ahorro y atonía del crédito privado).

Ante el repunte generalizado de las rentabilidades de la deuda pública, que ha tenido lugar desde comienzos de febrero, tras la elevación del tipo objetivo de los fondos federales en EE.UU. y de cara a analizar las perspectivas del mercado español de deuda pública, es relevante estudiar la financiación acumulada de que dispone el Estado, para poder evaluar la actitud del Tesoro en las próximas subastas.

La financiación neta captada por el Tesoro en los dos primeros meses del año a través de deuda negociable -letras del Tesoro y deuda a medio y largo plazo- ha ascendido a 1.152 m.m., básicamente, a través del importante volumen neto (2.000 m.m. efectivos) de bonos y obligaciones captado en los dos primeros meses del año. Por lo que respecta a la financiación neta obtenida a través de letras del Tesoro, ésta fue negativa en enero, y asimismo en lo transcurrido de febrero.

Estimamos que, en base a cómo ha sido la evolución del déficit de caja del Estado en los primeros meses de años anteriores, inferior en el primer trimestre del año anterior a los 800 m.m. -en la situación más desfavorable, que no concurre en este año, de menor recaudación por IVA tras la desaparición de las fronteras intracomunitarias-, el Tesoro dispondría en este período de un saldo bruto frente al BE superior a los tres billones de pesetas. Esta cifra habría resultado de acumular al "colchón" de 2,3 billones, con que el Tesoro inició el año en su posición frente al BE, el nuevo descenso del recurso que habría tenido lugar en los dos primeros meses del año, como consecuencia de haber superado la financiación neta captada con valores negociables a su necesidad de endeudamiento estimada para este período.

Las condiciones en que han evolucionado los mercados de deuda europeos y americano no sólo no han permitido una recuperación del mercado español, sino que, incluso, han contribuido a acentuar la caída. Ningún elemento negativo, de fundamentos, ha aparecido en esta decena que justifique dicho movimiento. Antes al contrario, el Bundesbank ha recortado, tras tres meses de tipos oficiales inalterados, su tipo de descuento en 50 p.b. (hasta el 5,25%) el pasado jueves día 17 y el Banco de España ha respondido con un descenso de 25 p.b. en el tipo de intervención, mientras que los datos de precios americanos siguen registrando un comportamiento excepcionalmente positivo en un contexto de fuerte crecimiento de la economía americana. La debilidad actual del mercado debe pues enlazarse con los factores ya existentes la decena pasada: datos negativos de M3 en Alemania e inicio de las esperadas subidas de tipos oficiales de la Reserva Federal americana.

Esta combinación -cierta recuperación de expectativas bajistas de tipos a corto plazo en Europa e incertidumbre con respecto al largo plazo- ha propiciado, además, una sensible ampliación de la pendiente positiva de la curva entre el tres y el diez años, que venía siendo una

de las constantes de nuestros análisis para 1994 y que pensamos todavía deberá amplificarse de cara al final del año. Ello vendrá, básicamente, de la mano de descensos en las rentabilidades de los bonos a tres y cinco años.

Sin embargo, la corrección registrada en las últimas semanas ha sido tan importante que supera nuestras cautelas para el largo plazo en el segundo semestre del año. Es cierto, también, que los riesgos siguen centrándose en ese plazo, bien porque el bund sea incapaz de recuperar los niveles de 5,75% o bien porque se confirme una evolución más negativa de los desequilibrios de precios y presupuestario de la economía española de lo que, en principio, esperamos (ligeramente por debajo del 4% el IPC a final de año y 6% de déficit del Estado en términos de PIB). En este sentido, podría resultar especialmente relevante el dato de IPC de febrero. El hecho de que en dicho mes, el pasado año, se registrase un crecimiento nulo hace especialmente peligroso dicho dato. Un nuevo repunte de la tasa interanual podría ser tomado muy negativamente por el mercado. A medio plazo, una evolución negativa de la inflación no impediría, aunque limitaría, los descensos de tipos oficiales, pero sería más que probable una repercusión negativa sobre las rentabilidades del extremo largo de la curva.

A pesar de las cautelas apuntadas y del "mal tono" técnico del mercado de deuda y antes de dar por perdido el año en términos de posibles plusvalías de capital a largo, querríamos hacer hincapié, una vez más, en los efectos de la profunda recesión que viven todavía las economías europeas. En nuestra opinión, la ausencia de indicios significativos de reactivación de la demanda interna en todo el primer semestre del año y la más que destacable corrección del desequilibrio exterior (prevemos un déficit por cuenta corriente en 1994 de sólo un 0,5% del PIB) seguirán dejando un elevado volumen de ahorro sin alternativas claras de inversión. Es por ello que mantenemos nuestras perspectivas de descensos importantes de rentabilidades en ese período, incluyendo un estrechamiento del diferencial a largo plazo con el bund. Antes, no obstante, deberemos pasar por la publicación de datos monetarios más favorables en Alemania, por recortes en el tipo de los repos semanales en dicho país (todavía en el 6%) y por la necesaria redistribución de las carteras después del último movimiento. Tampoco puede esperarse que ese movimiento de recuperación sea absolutamente lineal y sin sobresaltos.



FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

ESTIMACION INE Y PREVISIONES AFI DEL PIB TRIMESTRAL Y SUS COMPONENTES<sup>(\*)</sup>

Tasas de variación anualizadas

	PRODUCTO INTERIOR BRUTO	Consumo privado		Consumo público		Formación bruta de capital fijo		DEMANDA NACIONAL		DEMANDA EXTERNA <sup>(1)</sup>			
		Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.		
91	I	1,8	2,4	2,9	2,9	5,6	5,3	1,9	2,9	2,9	2,9	-1,2	-0,6
	II	2,0	2,1	2,9	2,8	5,8	5,5	1,8	1,5	3,1	2,6	-1,4	-0,7
	III	2,6	2,2	2,6	2,8	5,5	5,5	0,9	1,1	3,1	2,8	-0,7	-0,8
	IV	2,4	2,2	3,2	3,1	4,6	5,4	0,3	1,3	2,8	3,0	-0,6	-1,0
92	I	1,2	2,0	2,9	2,9	3,3	4,8	-2,2	0,2	1,4	2,6	-0,3	-0,7
	II	0,1	1,6	2,4	2,8	2,9	4,1	-6,1	-1,7	1,2	2,1	-1,2	-0,7
	III	-1,6	0,5	0,0	2,1	2,7	3,4	-12,0	-5,0	-1,6	1,0	0,1	-0,5
	IV	-3,5	-0,9	-2,7	0,6	2,4	2,8	-15,6	-9,1	-5,4	-1,1	2,3	0,2
93	I	-0,2	-1,3	-2,8	-0,8	1,9	2,5	-8,1	-10,5	-5,4	-2,8	5,6	1,7
	II	-0,2	-1,4	-3,3	-2,2	-0,0	1,7	-9,8	-11,4	-2,9	-3,8	2,9	2,7
	III	0,3	-0,9	-1,2	-2,5	3,0	1,8	-5,3	-9,8	-0,3	-3,5	0,6	2,9
	IV	-1,3	-0,4	-0,4	-1,9	2,7	1,9	-6,0	-7,3	-1,1	-2,5	-0,1	2,2
94	I	-1,1	-0,6	-1,2	-1,5	2,4	2,0	-1,9	-5,8	-1,5	-1,5	0,4	0,9
	II	-0,4	-0,7	-0,3	-0,8	-2,0	1,5	-2,3	-3,9	-1,6	-1,1	1,2	0,5
	III	1,9	-0,3	0,8	-0,3	-0,6	0,6	0,7	-2,4	1,1	-0,8	0,7	0,5
	IV	2,7	0,7	2,0	0,3	-0,5	-0,2	2,3	-0,3	2,0	0,0	0,6	0,7
	1991		2,2		2,9		5,4		1,7		2,8		-0,8
	1992		0,8		2,1		3,8		-3,9		1,1		-0,4
	1993		-1,0		-1,9		2,0		-9,8		-3,2		2,4
	1994		-0,2		-0,6		1,0		-3,1		-0,8		0,7

(\*) Previsiones AFI desde IV 1993.

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

DEMANDA EXTERNA<sup>(\*)</sup>

Tasas de variación anualizadas

		Importaciones bienes y servicios		Expotaciones bienes y servicios		Demanda externa <sup>(1)</sup>
		Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	i.a.
91	I	11,5	8,3	8,4	7,5	-0,6
	II	10,8	8,6	7,2	7,9	-0,7
	III	8,7	9,2	8,2	8,1	-0,8
	IV	8,4	9,8	8,2	8,0	-1,0
92	I	6,5	8,5	7,2	7,7	-0,7
	II	8,2	7,8	5,2	7,2	-0,7
	III	3,7	6,6	5,4	6,5	-0,5
	IV	-4,7	3,5	4,5	5,6	0,2
93	I	-13,7	-0,9	6,4	5,4	1,7
	II	-4,0	-3,9	8,0	6,1	2,7
	III	3,2	-5,0	6,5	6,4	2,9
	IV	6,4	-2,4	6,9	7,0	2,2
94	I	2,2	2,1	4,2	6,4	0,9
	II	1,7	3,5	7,1	6,2	0,5
	III	2,2	3,3	5,5	5,9	0,5
	IV	2,9	2,7	5,9	5,7	0,7
	1991		9,0		7,9	-0,8
	1992		6,6		6,7	-0,4
	1993		-3,6		6,2	2,4
	1994		2,6		6,0	0,7

(\*) Previsiones AFI desde IV 1993.

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

FORMACION BRUTA DE CAPITAL <sup>(*)</sup>									
Tasas de variación anualizadas									
		FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO		Inversión en bienes de equipo		Inversión en construcción		VARIACION EXISTENCIAS <sup>(**)</sup>	
		Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.
91	I	1,9	2,9	-5,4	-3,6	6,6	7,3	-0,5	-0,4
	II	1,8	1,5	0,7	-4,3	2,4	5,3	0,1	-0,3
	III	0,9	1,1	3,3	-2,7	-0,6	3,6	0,5	0,0
	IV	0,6	1,3	8,2	1,6	-3,8	1,1	0,1	0,0
92	I	-2,2	0,2	4,4	4,1	-6,2	-2,1	-0,3	0,1
	II	-6,1	-1,7	-6,6	2,2	-5,7	-4,1	0,8	0,3
	III	-12,0	-5,0	-18,1	-3,6	-7,8	-5,9	1,0	0,4
	IV	-15,6	-9,1	-25,7	-12,2	-8,9	-7,2	-0,5	0,3
93	I	-8,1	-10,5	-16,3	-17,0	-3,0	-6,4	-2,4	-0,3
	II	-9,8	-11,4	-13,3	-18,5	-7,7	-6,9	1,3	-0,1
	III	-5,3	-9,8	-5,5	-15,5	-5,1	-6,2	1,2	-0,1
	IV	-6,0	-7,3	-7,6	-10,8	-5,1	-5,2	0,0	0,0
94	I	-1,9	-5,8	-4,6	-7,8	-0,4	-4,6	-0,8	0,3
	II	-2,3	-3,9	-4,4	-5,5	-1,2	-3,0	-0,6	-0,1
	III	0,7	-2,4	-1,8	-4,6	2,0	-1,2	0,6	-0,2
	IV	2,3	-0,3	2,1	-2,2	2,4	0,7	0,4	-0,1
	1991		1,7		-2,3		4,3		-0,2
	1992		-3,9		-2,5		-4,8		0,2
	1993		-9,8		-15,6		-6,2		-0,1
	1994		-3,1		-5,1		-2,1		0,0

(\*) Previsiones AFI desde IV 1993.

(\*\*) Aportación al crecimiento del PIB.