

## UNA REVISION DE LOS TIPOS DE INTERES EN ESPAÑA

---

*Analistas Financieros Internacionales, S.A.*

Una serie de elementos nuevos, tanto en la vertiente exterior, como en la vertiente interna, parecen haber provocado ya el cambio de tendencia definitivo de los tipos de interés en España. En este artículo, trataremos de evaluar la situación actual de la economía española, la política fiscal para 1995, el margen de actuación del Bundesbank y del Banco de España, la situación del endeudamiento público y de la curva de rentabilidades de la deuda pública.

En los últimos días han sido publicados dos de los indicadores más relevantes en la determinación de las políticas monetarias de la Reserva Federal y del Bundesbank: el grado de utilización de la capacidad productiva en EE.UU. y el crecimiento de M3 en Alemania. El fuerte aumento registrado por el primero, hasta el 84,7%, sitúa este indicador en niveles que no se habían alcanzado desde abril de 1989, año en que la economía estadounidense crecía a un ritmo del 2,5%, con un nivel de tipos a corto plazo del 8,00% y, sobre todo, una inflación del 4,6%. Después de este dato, resulta mucho menos evidente que la economía estadounidense haya empezado a registrar la esperada ralentización en su ritmo de crecimiento, consecuencia del aumento del rigor de la política monetaria iniciado el pasado mes de febrero. La estrecha asociación de este indicador con la aparición de tensiones inflacionistas parece aumentar así la probabilidad de que la Reserva Federal persevere en los próximos meses en la línea de subidas progresivas en sus tipos de interés oficiales.

Por su parte, el crecimiento de la M3 alemana en agosto fue nulo en términos mensuales, lo que ha hecho posible un apreciable descenso de la tasa acumulada desde el 9,8% al 8,2%. Si bien es cierto que estas tasas se encuentran todavía muy alejadas de los objetivos monetarios para 1994 (3-7%), el dato en sí, y la posibilidad de que se haya producido un cambio de tendencia que permita una moderación de este agregado en los próximos meses han sido interpretados como muy favorables. Sin embargo, su incidencia en el mercado de deuda alemán y, por extensión, en el resto de los europeos, ha sido mínima. La proximidad de las elecciones generales alemanas el día 16 de octubre -sobre las que gravita la posibilidad de un cambio de mayoría parlamentaria-, que está imponiendo una "prima de incertidumbre" sobre la TIR del bund a 10 años alemán, además de haber debilitado al marco alemán frente al resto de las divisas europeas, y el convencimiento por parte del mercado de que cualquier descenso pendiente de los tipos oficiales del Bundesbank será ya marginal y final parecen haber empañado la trascendencia del indicador.

El elevado riesgo de caída en precio que presenta el mercado de deuda estadounidense en un contexto de imposible desvinculación práctica de los mercados europeos continuará determinando la evolución de estos a muy corto plazo. En el plano nacional, la inminente publicación del cambio en la normativa contable sobre provisionamiento de pérdidas en las carteras de las entidades financieras ha contribuido ya a contener potenciales ventas en el mercado de deuda. Sin embargo, el estrechamiento de diferenciales de rentabilidad frente a Alemania sucedido en los

últimos días podría encontrar la otra parte de su explicación en la debilidad relativa del marco alemán (que consideramos temporal) por lo que una reducción significativa del diferencial por debajo de los 350 p.b. en una perspectiva de medio plazo no parece consolidable. El crecimiento del PIB en el segundo trimestre (1,6% interanual) ha vuelto a superar nuestras estimaciones (1,2%). Las principales desviaciones proceden del comportamiento más favorable de la demanda externa, que aporta 2 p.p. de crecimiento al PIB, y, por primera vez, también del consumo privado, que aunque cae todavía moderadamente en términos interanuales, registra un crecimiento trimestral anualizado de prácticamente el 2%, muy superior al que anticipábamos. Queda abierta por tanto, la posibilidad de una nueva revisión al alza del crecimiento esperado para el conjunto del año.

El anuncio de elevación del IVA y de los impuestos indirectos incluido en los presupuestos para 1995 a principios del año próximo con importantes efectos sobre la inflación interanual, la dudosa continuidad de la moderación salarial en época de reactivación y el crecimiento de ALP parecen constituir un escenario poco propicio a nuevos recortes del tipo oficial del Banco de España.

### **Coyuntura económica**

En el segundo trimestre de 1994, el Producto Interior Bruto generado por la economía española registró un crecimiento real de un 1,6% interanual frente al 0,7% en el primer trimestre (revisado desde el 0,8% previo), superando de esta forma nuestras previsiones que contemplaban una expansión de un 1,2% interanual. En términos intertrimestrales, el PIB aumentó un 0,6% (un 2,3% anualizado), crecimiento sólo ligeramente inferior al del trimestre anterior, de un 0,7% (2,7% anualizado), poniendo de manifiesto que la recuperación de la economía española siguió desarrollándose en este período a un ritmo notable.

Esta positiva evolución siguió descansando básicamente en la demanda externa, que contribuyó en 2,0 p.p. al crecimiento interanual del PIB (1,8 p.p. era nuestra estimación) en comparación con los 2,8 p.p. previos, si bien la demanda nacional acusó una importante mejoría, moderando su ritmo de caída interanual hasta un -0,4% (esperábamos un -0,5%) desde el -2,0% anterior. De hecho, ésta anotó, por segundo trimestre consecutivo, un incremento intertrimestral positivo, de un 0,5% anualizado, basado en los favorables resultados de la inversión en bienes de equipo y del consumo privado, que registraron sendos crecimientos en comparación con el trimestre previo, de un 3,4% y un 1,8% en términos anualizados. Con ello, se veían, por un lado, confirmados los indicios de recuperación manifestados por la inversión en el primer trimestre y, por otro, se dejaba atrás el clima de intensa atonía en el que se desarrollaba el consumo privado. Como contrapunto, la inversión en construcción presentó un ascenso, de un 0,9% anualizado, mucho más débil que en el trimestre previo. Por el lado de la oferta, el rasgo más relevante es el fuerte dinamismo manifestado por la actividad industrial, con una aceleración de su Valor Añadido Bruto hasta un 2,1% interanual desde el 1,1% del primer trimestre.

Los indicadores de demanda y actividad conocidos en los últimos días inciden también en el mismo clima de recuperación económica que se detectó en los datos de Contabilidad Nacional del segundo trimestre. Así, en primer lugar, el índice de producción industrial de junio aumentó un 8,4% en comparación con el mismo período del año anterior, reflejando la consolidación en el segundo trimestre del proceso de recuperación de la actividad industrial, al situar el crecimiento acumulado en este período en un 7,1% interanual frente al 4,7% del primer trimestre. En la

misma línea de las Cuentas Nacionales, el principal exponente de este favorable comportamiento corría a cargo de los bienes de inversión, que elevaron hasta un 7,6% el incremento del segundo trimestre desde el 0,6% previo. La producción de bienes de consumo, aun mostrando un cierto dinamismo, mantuvo prácticamente estabilizado su ritmo de crecimiento interanual, en torno a un 6,5%, en ambos períodos.

En segundo lugar, el índice de ventas en grandes superficies de agosto, aun conteniendo posiblemente un importante sesgo negativo derivado de la no apertura de los comercios en días festivos a partir de julio, presentó una evolución que podría calificarse de favorable, al amortiguarse su ritmo de descenso interanual hasta un -2,8% desde el -7,0% de julio y el -5,1% de junio. Tanto los bienes de consumo alimenticio como los de consumo no alimenticio participaron de esta mejora, si bien se empieza a detectar en los primeros un cierto agotamiento en su proceso de aceleración. Asimismo, las matriculaciones de automóviles para el uso privado, tras acelerarse fuertemente en el segundo trimestre en respuesta posiblemente al plan RENOVE instrumentado por el Gobierno, hasta un 12,8% desde el 4,7% anterior, mantuvieron una evolución algo más moderada en el período julio-agosto, incrementándose un 8,1% interanual. Estos indicadores nos conducen a pensar en una continuación durante el tercer trimestre del buen comportamiento manifestado por el consumo privado, si bien podría no proseguir a un ritmo tan intenso.

Por otra parte, el deterioro experimentado por la balanza por cuenta corriente en julio, con un déficit de 98,8 miles de millones de pesetas frente a los 13,4 m.m. del mismo mes de 1993. Este dato introduce, en nuestra opinión, un cierto riesgo para la consecución de una balanza por cuenta corriente equilibrada en el conjunto de 1994. Ello se debe al intenso empeoramiento acusado por el déficit de la balanza de rentas, que casi se duplicó en comparación con el de julio del año anterior, y a la evolución que esperamos manifieste en lo que resta de año. De hecho, no cabe esperar un resultado de la balanza de rentas tan positivo como el del período agosto-diciembre de 1993, con un superávit de 35,5 m.m. de pesetas, dado que mientras los no residentes siguen percibiendo el pago del cupón, tanto por sus tenencias de deuda pública como por el proceso de lavado de cupón, la banca residente ha dejado de percibir los ingresos correspondientes a la financiación de simultáneas, que ha descendido en más de dos billones desde febrero. Por su parte, el superávit por otros servicios moderó su ritmo de ascenso acumulado, debido tanto a una moderación de los ingresos por turismo como a una aumento del déficit de otros servicios. Por último, el déficit comercial anotó una ligera mejoría, tras la continuada ampliación de los tres meses previos. Pensamos que tanto la balanza comercial como la de servicios siguen evolucionando en línea con lo que esperamos para el conjunto del año, respondiendo el deterioro de nuestras perspectivas a la previsible ampliación del déficit de la balanza de rentas.

En cuanto a la evolución de las tensiones inflacionistas, el IPC de agosto no supuso un deterioro de nuestras expectativas para el resto del año, debido a que ya tomábamos en consideración en nuestras previsiones un fuerte impacto alcista de la revisión de las tarifas telefónicas sobre el crecimiento interanual del IPC, si bien éste superó ligeramente (en unas seis centésimas) al que habíamos estimado. El buen comportamiento (al margen de los alimentos sin elaborar) de los precios del resto de bienes y servicios respaldaba la senda descendente que esperamos continúen manifestando en lo que resta de año, hasta situar el ritmo de crecimiento interanual del IPC en un 4,2% en diciembre de 1994. De hecho, ya en el mes de septiembre podría observarse una moderación de la inflación general hasta un 4,5% (desde el 4,8% de

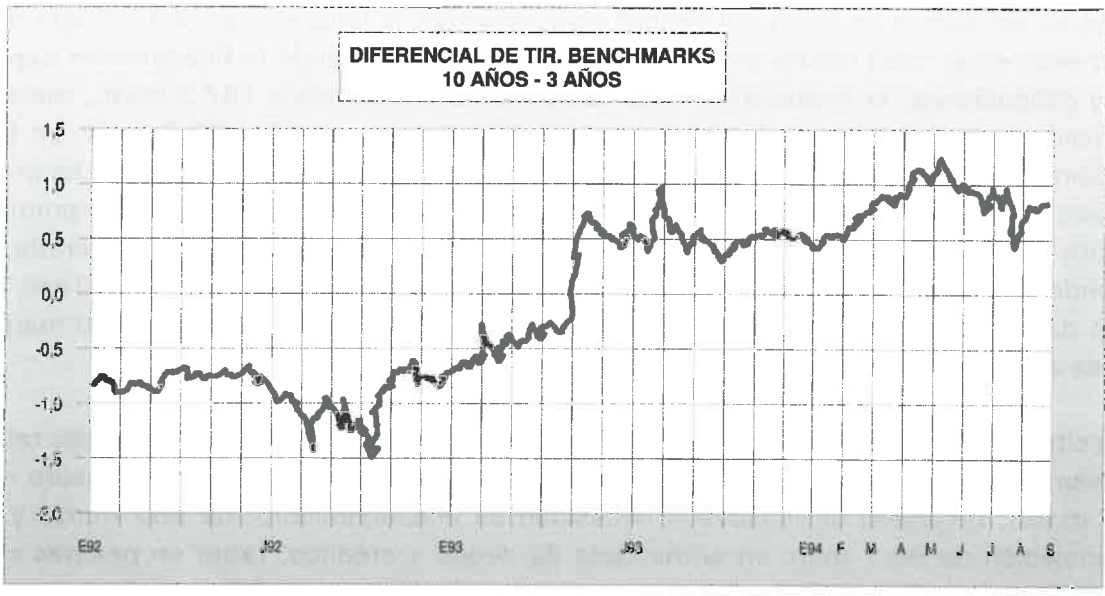
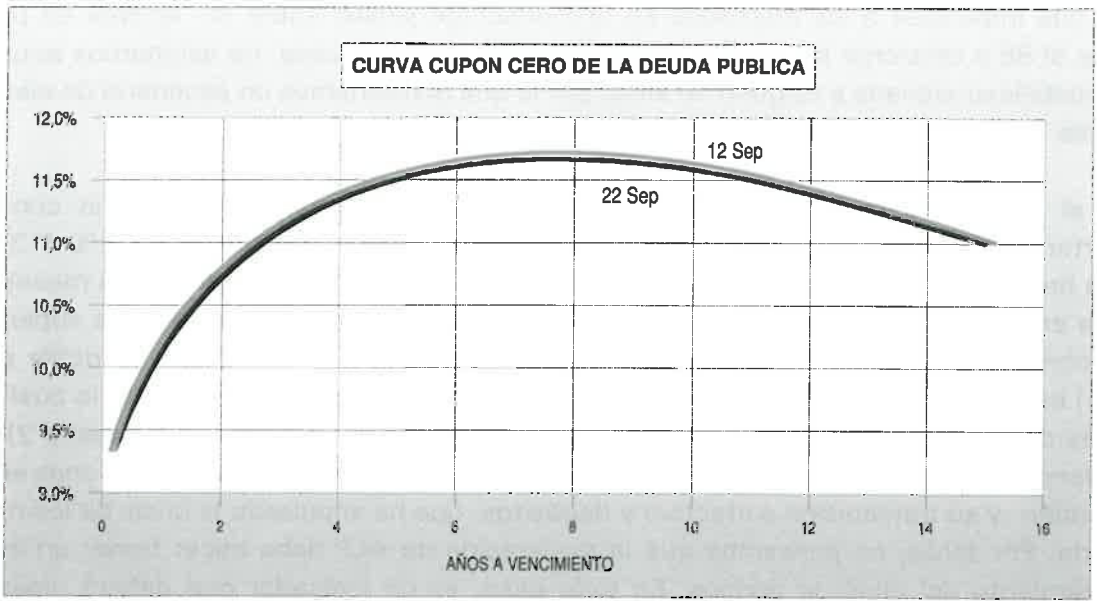
agosto) y de la subyacente hasta un 4,4% (4,5% anterior). En cambio, nuestras previsiones para 1995, que contemplan un crecimiento interanual del IPC en diciembre de un 3,6%, podrían verse revisadas al alza si finalmente se aprueba un aumento del IVA, cuyo impacto alcista superaría con creces los 0,2 p.p. que tendría el aumento de un 10% de los impuestos especiales sobre carburantes que inicialmente se contemplaba. La aprobación de un incremento de un punto en todos los tipos impositivos del IVA (del 15% al 16% el tipo normal, del 6% al 7% el reducido y del 3% al 4% el superreducido) incrementaría, según nuestras estimaciones la tasa de crecimiento interanual del IPC en 0,9 puntos porcentuales.

### **Seguimiento del Banco de España**

El proceso de descensos de tipos oficiales en nuestro país puede considerarse ya agotado. Después de que el tipo decenal bajase desde el 13% en mayo de 1993 hasta el 7,35% actual, el margen para situarlo en niveles más bajos es muy reducido. En primer lugar, la economía se recupera con claridad y cierto vigor (los datos de PIB del segundo trimestre publicados hoy son una muestra de ello) y la necesidad de una política monetaria expansiva se hace cada vez menor. En segundo lugar, el escenario internacional es poco propicio a nuevos descensos: en los países centrales europeos están prácticamente finalizados, salvo pequeños ajustes: pensamos que el Bundesbank podría aún recortar el repo en unos 35 p.b. Por otra parte, la situación actual de los mercados financieros y del proceso de construcción europea aumenta la vulnerabilidad de los mercados periféricos, como el español. Por último, los datos de crecimiento monetario y el previsible impacto sobre precios de una probable subida del IVA -que compense la reducción de las cotizaciones a la Seguridad Social- no son el entorno más propicio para una relajación monetaria adicional. Este es el conjunto de factores que nos hacen inclinarnos por un mantenimiento del tipo decenal en los próximos meses como escenario más probable.

Ante este escenario, sin embargo, cabe preguntarse si es posible un último retoque a la baja de tipos oficiales de la mano similar de un movimiento similar del Bundesbank. Sin descartar esa posibilidad, nosotros consideramos más probable -y por ello lo incluimos en nuestros escenarios de tipos a medio plazo- una actitud más prudente del BE, intentando no perder en ningún caso el control de una economía que se aleja de la recesión más rápido de lo que se esperaba y que puede ser más sensible en los mercados financieros ante una pérdida de confianza en su estabilidad: el diferencial de rentabilidad a largo plazo con Alemania es un indicador de dicha confianza.

El mercado actualmente no sólo no descuenta descensos adicionales de tipos sino elevaciones significativas en los próximos meses. Del análisis de los tipos implícitos en la curva del depósito se desprende un tipo decenal esperado en torno al 8,5% para el primer trimestre de 1995 y al 9% en septiembre del mismo año. En nuestra opinión, este escenario es exageradamente alcista dadas las condiciones actuales. Si bien es cierto que el BE tendrá que elevar sus tipos de referencia e intervención en algún momento a lo largo del próximo ejercicio, no pensamos que ello vaya a ocurrir antes de comprobar la necesidad de elevar el coste de la financiación de la economía en su conjunto. Creemos, por tanto, que el BE esperará a contar con señales en ese sentido antes de iniciar con decisión un proceso alcista. Obviamente, el momento es imposible de predecir, pero teniendo en cuenta nuestras previsiones de crecimiento e inflación para el próximo año estimamos que podría estar en torno al segundo semestre del mismo, siendo probable que finalizase 1995 con el tipo decenal por encima del 8%.



Los riesgos que podrían comprometer el escenario que consideramos más probable son, a nuestro juicio, dos. El primero, y menos candente en la actualidad, sería un eventual episodio de crisis política similar al ocurrido antes del verano que produjese una desconfianza importante en los activos en pesetas: depreciación de la misma y aumento de diferenciales a largo plazo que podrían forzar a una elevación temprana de los tipos oficiales. El segundo, más cercano aunque hasta el momento sin fundamentos claros, sería un Presupuesto para 1995 poco riguroso o creíble que impulsase a los mercados en una dirección similar sobre los activos en pesetas y obligase al BE a tensionar los tipos a corto plazo. En cualquier caso, no asignamos actualmente una probabilidad elevada a ninguno de ellos, por lo que mantenemos un escenario de elevaciones pausadas de los tipos oficiales durante 1995.

En el ámbito de la evolución de las magnitudes monetarias, es necesario comentar el comportamiento de las mismas en agosto. ALP, en concreto, creció un 12,2% (13,1% era nuestra previsión). Con ello, la tasa acumulada (anualizada) en los ocho primeros meses del año se sitúa en el 5,7%. Por primera vez, por tanto, dicha tasa se sitúa en la parte superior de la banda objetivo del BE. Sin embargo, ello no debería resultar extraño desde un doble punto de vista: 1) estamos asistiendo a un dinamismo de la economía mayor del esperado, lo cual requiere de tasas de expansión de la liquidez algo mayores de las inicialmente previstas y 2) se está produciendo un efecto financiero de gran importancia: las retiradas de participaciones en fondos de inversión -y su transmisión a efectivo y depósitos- que ha impulsado la crisis de los mercados de deuda. Por tanto, no pensamos que la aceleración de ALP deba hacer temer un inminente empeoramiento del nivel de precios. En todo caso, es un indicador que deberá vigilarse con atención, especialmente a medida que los efectos financieros sean menores, en los próximos meses.

### **Endeudamiento público**

Con las dos últimas subastas de letras del Tesoro resueltas en septiembre, el balance conjunto de emisiones de letras del Tesoro en septiembre (a falta aún de una subasta de letras a seis meses en el mes) resulta positivo en 109,1 m.m. Añadiendo la financiación captada en bonos y obligaciones, la financiación neta de septiembre asciende a 137,2 m.m., resultado de una emisión bruta efectiva de 1.151,3 m.m. (1.122,9 m.m. en LT y 28,5 m.m. en Bonos y Obligaciones) y unos vencimientos de 1.014,3 m.m. Asimismo, en septiembre se ha producido una nueva utilización (de 1.000 millones de ecus, unos 158 m.m. de pesetas) de la primera línea de crédito concertada en ecus. Con ello, el balance de este mes registraría una moderada mejora, reduciendo la necesidad de emisión bruta para lo que resta de año. Este moderado balance positivo de septiembre ha requerido de una elevación sustancial de la rentabilidad marginal en todas las subastas celebradas.

Las cifras oficiales publicadas por la IGAE relativas al mes de agosto han revelado, tal y como estimábamos, una elevada utilización en dicho mes del margen financiero del Tesoro en el BE (955,3 m.m.), resultado de la elevada necesidad de endeudamiento (de 863 m.m.) y de una desfinanciación de 92,1 m.m. en el mercado de deuda y créditos, tanto en pesetas como en moneda extranjera. Con ello, el volumen consumido de margen en el BE hasta final de agosto se elevaría a 1.872,9 m.m., que determinaría, considerando el valor de este margen a final de 1993 en 3,2 billones, la disponibilidad aún de un margen hasta final del año de 1,33 billones, que implicaría haber consumido ya parte de la autofinanciación que acumuló el Tesoro en 1993, así como parte (unos 600 m.m.) de los créditos consolidados a dicha fecha.

La proyección de la situación financiera del Tesoro para lo que resta del año debería de tener en cuenta, de acuerdo con nuestras estimaciones, por una parte, la afrontación de una necesidad de endeudamiento de 1,47 billones entre septiembre y diciembre (resultado de nuestra estimación de 4,18 billones para el conjunto del año y una ejecución hasta agosto de 2,7 billones), y por otra, unas amortizaciones de deuda de 3,47 billones, de las que en septiembre ya se han producido 1,01 billones. Estas consideraciones requerirían -bajo el supuesto más ortodoxo de no utilización adicional del margen del Tesoro en el B.E. y de mantenimiento intactas de las líneas de financiación en divisas (en conjunto de 1,95 billones)- realizar una emisión bruta a partir de septiembre de 4,94 billones, y una emisión neta de 1,47 billones. Considerando la emisión bruta realizada ya en este mes de 1,15 billones, y la emisión neta de 137,2 m.m. (tras los vencimientos ya producidos de 1.014,3 m.m.) la necesidad de emisión bruta se elevaría a 3,78 billones y la necesidad de emisión neta a 1,33 billones de pesetas.

Estos objetivos parecen difíciles de conseguir, teniendo en cuenta que hasta final de agosto la emisión neta en pesetas ha ascendido únicamente a 336 m.m. (incluido el crédito obtenido en pesetas) y ha sido la financiación neta obtenida en divisas (de 531,6 m.m.) la que ha permitido elevar la emisión neta total a 867 m.m. en los primeros ocho meses del año. Por ello, consideramos más probable que el Tesoro se plantee únicamente cubrir los vencimientos de deuda que se le presentan -2,45 billones descontados los ya producidos en septiembre- y financiar su necesidad de endeudamiento (que estimamos de 1,47 billones) con las líneas alternativas de margen en el BE y líneas de financiación en divisas.

Por otro lado, el registro de caja del Estado en agosto que, como esperábamos ha arrojado un déficit muy elevado -de 912 m.m.-, situando el déficit acumulado a esta fecha en 2290,4 m.m.. Ello ha determinado una reducción de la corrección acumulada de este desequilibrio hasta un 4,5%, desde la mejora en términos interanuales del 22,7% que presentaba hasta julio. No obstante, la ejecución se encuentra bastante ajustada dentro del Presupuesto para el conjunto del año -un 69,46% sobre la previsión de déficit del Gobierno, y un 66,52% en relación a nuestra estimación-. El determinante de la ruptura en la corrección de este desequilibrio ha sido la aceleración del ritmo de crecimiento de los gastos no financieros -hasta un 6,5% acumulado a final de agosto desde la expansión del 3,3% que presentaban hasta julio-, debido a la importante carga de intereses de la deuda que se ha concentrado este mes, dado que los ingresos no financieros han mantenido, e incluso acelerado, su tasa de crecimiento (en un 9,85%). No obstante, al margen del comportamiento de la carga financiera, el resto de partidas más importantes de los gastos no financieros, como la de transferencias corrientes, ha continuado moderando su tasa de expansión y estimamos que así continúe en los próximos meses.

En este sentido, este año no esperamos desviaciones importantes en la liquidación de los Presupuestos del Estado ni de las AA.PP en relación a la del Gobierno: frente a las previsiones oficiales de que éste se sitúe en un 5,2% y 6,7% respectivamente para el Estado y AA.PP., nosotros estimamos dichos déficit respectivos en un 5,4% y 6,9% del PIB. Respecto a los Presupuestos para 1995, las medidas hasta ahora conocidas en materia de gastos e ingresos permiten valorarlos a priori como "neutrales", en el sentido de que el objetivo de reducción del déficit planteado no exige esfuerzos estructurales adicionales a los realizados en 1993 y 1994. Ante la descongelación de los salarios públicos que se produce este año, partida importante hasta ahora estabilizada y el efecto expansivo que sobre las transferencias corrientes del Estado tendrán el incremento sustancial de los pagos de Sanidad transferidos a las CC.AA., así como los destinados a la S. Social para el pago de las pensiones (más elevados después de la regularización

que tendrá lugar para recoger su pérdida de poder adquisitivo en 1994), no compensados dichos efectos, de acuerdo con nuestras estimaciones, por la contracción que registrarán los destinados al desempleo, estimamos necesaria alguna medida de reducción del gasto adicional, a fin de que pueda ser alcanzado el objetivo del déficit del Estado presentado en el Programa de Convergencia de un 4,6% del PIB.

El acuerdo alcanzado en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera determina un nuevo sistema de presupuestación del gasto sanitario en base al coste real, a fin de evitar las desviaciones que hasta ahora se venían produciendo. Aunque ello suponga un mayor coste en el Presupuesto de 1995, no sólo por la consideración del gasto del año corriente, sino también por la regularización de los gastos de años anteriores que tendrá lugar hasta 1997, valoramos positivamente el acuerdo que se ha adoptado respecto a la eliminación del carácter ampliable de estos gastos a partir de 1995, lo que supone en un principio menor posibilidad en la desviación del gasto. Ello evitará desviaciones, como la que por ejemplo se ha anunciado se va a producir este año, y para la que ha sido necesario aprobar un crédito extraordinario de 95 m.m.

Un elemento relevante a tener en cuenta, en el actual contexto en el que cobra relevancia la discusión sobre la Unión Monetaria a varias velocidades, es la valoración de estos Presupuestos en relación al matiz que está caracterizando a otros Proyectos de Presupuestos aprobados en Europa. En este sentido, el Presupuesto francés recientemente aprobado parece revestir un carácter bastante más riguroso, presentando un crecimiento de los gastos de 1,9% y renunciando en materia de ingresos a las promesas que el gobierno galo había formulado a comienzos de año relativas a la reducción de presión fiscal. No obstante, son llamativas las valoraciones que se han efectuado respecto a la escasa credibilidad que merecen estas intenciones de rigor en el gasto, máxime en un año de elecciones presidenciales.

### **Curva de rentabilidades**

En los últimos meses se ha producido un cambio en las coordenadas del análisis de las economías europeas y, por consiguiente, en las perspectivas sobre los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo. En un corto espacio de tiempo, el mercado ha pasado de un escenario de amplio retardo del ciclo económico en Europa frente a EEUU y un dólar fuerte, en el cuál era posible una desvinculación de la evolución de las rentabilidades en EE.UU. frente a Europa, al escenario prácticamente opuesto: efecto "arrastre" del mercado estadounidense sobre el europeo al mismo tiempo que un dólar débil que impide la desvinculación, tanto en términos de ciclo económico como de tipos de interés. En este contexto, al haberse "acortado distancias" entre el ciclo económico estadounidense y el europeo, han terminado por aparecer también en Europa temores inflacionistas. Los mercados europeos han empezado a cotizar de forma prácticamente inmediata el fin del proceso de descenso de tipos oficiales e incluso la proximidad de fuertes elevaciones de éstos. Todo ello obviando que en todo ciclo económico existe un retardo apreciable entre el inicio del crecimiento económico y la aparición de tensiones en los precios.

La clave de este giro de los mercados estuvo inicialmente en el "efecto psicológico" de fin de la crisis que supuso la primera elevación de tipos oficiales en EE.UU. en febrero, pero sobre todo, en el "boom" de las exportaciones en Europa que por sorpresa ha multiplicado las previsiones de crecimiento económico en este área. En los países periféricos este efecto se ha visto además magnificado por las devaluaciones/depreciaciones de sus respectivas divisas en 1992 y 1993. Todo ello, junto con la acumulación de algunos factores tanto técnicos como



fundamentales ha hecho que, en ausencia de expectativas de un "double-dip" al estilo estadounidense, los mercados de deuda europeos, entre ellos el español, se encuentren, en nuestra opinión, inmersos en plena tendencia alcista en sus rentabilidades. En nuestra opinión, una parte sustancial del cambio de tono se verá reafirmada en la coyuntura y tenderá a consolidarse.

Por esta razón, hemos modificado nuestras previsiones de tipos de interés en España significativamente al alza. Sin excluir la posibilidad de un "rally" correctivo del mercado español de deuda a medio y largo plazo antes de final de año, muy estrechamente ligado a factores técnicos de los mercados europeos (las fuertes caídas de los tres últimos meses) creemos que la tendencia de medio plazo de las rentabilidades en Europa es claramente alcista -dentro de límites moderados-. Esperaríamos pues que las rentabilidades a 10 años repuntasen hacia niveles del 11,75% en el horizonte de un año (septiembre 95) desde los niveles del 11,15% actuales. Pero, por otro lado, factores como la previsible reactivación del consumo privado y la formación bruta de capital en 1995 que propiciarán tasas de crecimiento del PIB del 3%, la contribución a priori "neutral" de la política fiscal -sin esfuerzos estructurales-, el probable final de la moderación salarial y los escasos avances adicionales que podrán conseguirse en la lucha contra la inflación el año próximo parecen motivos suficientes para que el diferencial de rentabilidad frente al bund no se reduzca significativamente.

En esta situación globalmente negativa para el mercado de deuda, cabe destacar un elemento positivo específico del mercado español: la modificación de la Circular 4/1991 del BE, de inminente publicación. Los cambios incluidos en ella merecen una valoración netamente favorable para nosotros. En primer lugar, porque al crear la figura de la cartera de inversión a término, la nueva Circular será sensible a la gestión de activos y pasivos de las entidades financieras. En segundo lugar, porque permite compensar plusvalías con minusvalías no sólo por referencias sino por emisores. En tercer lugar, porque elimina la "penalización" contable del bono a tres años al aplicar un porcentaje proporcional con la vida residual del valor a la provisión por minusvalía latente para determinar las dotaciones contra la cuenta de resultados.

Pensamos que la aplicación de la nueva circular contable contribuirá a consolidar la normalización experimentada por la pendiente de la curva entre las rentabilidades del bono a 10 y del bono a 3 años en el entorno de los 80-90 p.b. y también al estrechamiento de la pendiente actualmente más distorsionada de la curva (entre los plazos de 3 y 1 año). La cartera de inversión a término, en la medida en que exige la disposición de financiación asociada al activo, podrá adaptarse más a las referencias más cortas. Algunas de éstas -dentro de la zona 3-4 años, el B-11,45%-Ago98 o el B-10,25%-Nov98- podrían beneficiarse además de sus altos cupones una vez que, anulado el riesgo de precio, existe únicamente la posibilidad de adoptar estrategias de reinversión de aquellos.

La modificación de la circular tendrá también en nuestra opinión repercusiones en la financiación del Tesoro. Al eliminar la exigencia de provisionamiento trimestral de las carteras de inversión ordinaria de las entidades, la nueva normativa facilita una mayor contribución interna a la financiación pública en las subastas de deuda a medio y largo plazo en etapas de elevación de los tipos de interés. En este sentido, los próximos primarios de deuda serán un test sobre el posible cambio de actitud de las entidades financieras de cara a la subasta. La continuidad de la tendencia alcista de los tipos del depósito no permite descartar la posibilidad de un nuevo ajuste

al alza de la rentabilidad de las letras a 6 meses. No vemos, por consiguiente, todavía, el final del proceso de elevación de estas rentabilidades.

ESTIMACIONES PIB TRIMESTRAL (INE)						
	I T 94		II T 94		II T 94 (trim. anual)	
	Est.ant.	Revis.	Est.INE	Est.AFI	Est.INE	Est.AFI
Consumo Privado Nacional . . . . .	-1,9	-1,9	-0,3	-0,6	1,8	0,7
Consumo Público . . . . .	1,6	1,6	1,0	1,3	-1,5	-0,4
Formación Bruta de Capital Fijo . . . . .	-5,8	-5,3	-2,1	-2,1	1,7	3,7
- Bienes de Equipo . . . . .	-10,1	-8,8	-3,7	-5,1	3,4	3,2
- Construcción . . . . .	-3,3	-3,3	-1,3	-0,5	0,9	3,9
Variación Existencias <sup>(1)</sup> . . . . .	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,7	-0,1
Demanda Nacional . . . . .	-2,1	-2,0	-0,4	-0,5	0,5	1,0
Exportaciones de bienes y servicios . . .	19,1	18,1	17,4	-	10,1	-
Importaciones de bienes y servicios . . .	4,9	4,6	7,5	-	2,8	-
Demanda Exterior <sup>(1)</sup> . . . . .	3,0	2,8	2,0	1,8	1,8	-0,3
<b>PRODUCTO INTERIOR BRUTO . . . . .</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,8</b>

<sup>(1)</sup> Aportación al crecimiento del PIB.

TIR, DIFERENCIALES Y PENDIENTES DE LA CURVA DE RENTABILIDADES AL 22 DE SEPTIEMBRE												
	Alemania				Dif. frente a Alemania				Pendientes en la curva			
	Alemania	Francia	Italia	España	Francia	Italia	España		Alemania	Francia	Italia	España
3 m	4,78	5,54	8,31	7,75	0,76	3,53	2,97	1a-3m	0,72	0,84	1,87	1,25
1 a	5,50	6,38	10,18	9,00	0,88	4,68	3,50	3a-1a	1,54	1,02	1,27	1,62
3 a	7,04	7,40	11,45	10,62	0,37	4,41	3,58	5a-3a	0,13	0,38	0,33	0,55
5 a	7,17	7,78	11,78	11,16	0,62	4,61	4,00	10a-5a	0,52	0,46	-0,12	0,17
10 a	7,68	8,24	11,66	11,34	0,56	3,97	3,65	10a-3a	0,65	0,84	0,21	0,72
Tipos de cambio: DM/\$; Ffr/DM; ITL/DM; Pta/DM:									1,547	3,419	1.011	82,83

ANALISIS DE EXPECTATIVAS IMPLICITAS EN LAS CURVAS CUPON DE LOS I.R.SWAP									
Tipos al 22 de Septiembre de 1994									
Plazo	Tipos cupón cero estimado (base 365)			Pro-memoria		Horizonte	Tipo implícito a un año (base 360)		
	Peseta	Marca	Diferen.	Tc forward implícito <sup>(1)</sup>			Peseta	Marca	Diferen.
Un año . . .	9,22	5,70	351	85.563		Contado	9,09	5,63	346
Dos años .	10,60	6,53	407	89.217		Dentro de un año	11,84	7,26	458
Tres años .	11,02	7,01	401	92.393		Dentro de dos años	11,71	7,87	384
Cuatro años	11,38	7,34	404	95.873		Dentro de tres años	12,28	8,20	408
Cinco años	11,49	7,54	395	98.992		Dentro de cuatro años	11,79	8,27	352
Seis años .	11,59	7,70	389	102.253		Dentro de cinco años	11,92	8,35	357
Siete años .	11,71	7,88	383	105.444		Dentro de seis años	12,23	8,83	340
Ocho años .	11,72	7,97	375	108.498		Dentro de siete años	11,64	8,49	314
Nueve años	11,73	8,06	367	111.468		Dentro de ocho años	11,70	8,73	298
Diez años .	11,75	8,12	363	114.795		Dentro de nueve años	11,75	8,51	324

Nota: Tipo de cambio actual 82,85 pesetas/marco alemán.