

PERSPECTIVAS PARA LOS TIPOS DE INTERES A LARGO PLAZO EN ESPAÑA

Analistas Financieros Internacionales

Una serie de acontecimientos imprevistos en la escena internacional ha alterado el escenario de consolidación/descenso de las rentabilidades negociadas en los mercados de bonos europeos en la primera semana de diciembre: por orden cronológico, la elevación en 50 p.b. del tipo oficial del Banco de Inglaterra el día 7 (hasta el 7%), la publicación de un crecimiento superior al esperado del PIB alemán en el tercer trimestre el día 9 (1,5% trimestral, 2,4% interanual) y el rechazo de Delors el día 11 a presentar su candidatura a las elecciones presidenciales francesas.

El mercado de deuda español se ha visto afectado adicionalmente por el aumento de las expectativas de una próxima elevación de los tipos oficiales que han favorecido las recientes actuaciones del Banco de España. En este contexto, y pese a un mantenimiento del diferencial de rentabilidad a 10 años frente al bund alemán en torno a los 390 p.b, se ha producido un tensionamiento generalizado de las rentabilidades negociadas a lo largo de toda la curva. Este repunte ha sido de 20 p.b. en el segmento a 10 años, hasta niveles del 11,40%, y de unos 40 p.b. en el tramo a tres, hasta un 10,70%, lo que ha propiciado una normalización de la pendiente de la curva entre los tramos a 10 y 3 años que se amplió atípicamente en noviembre. Ahora ésta se sitúa en 67 p.b.

Las implicaciones de los cambios ocurridos en los mercados en los últimos días son trascendentes en la medida que otorgan mayor peso a la interpretación de que la fase actual de repunte de las rentabilidades será probablemente más duradera y también más intensa de lo que inicialmente habíamos previsto. Por ello, no habría que descartar la posibilidad de que se produjesen a corto plazo elevaciones adicionales de las rentabilidades negociadas, en un contexto de caídas generalizadas de los mercados de deuda europeos e incertidumbre sobre el inicio del ciclo alcista de los tipos oficiales del Banco de España. Sin embargo, la interpretación más compartida por la mayoría de los analistas es que el escenario de recuperación de los mercados en el horizonte diciembre 94-enero 95 no debería verse invalidado por la prolongación de la fase actual de repunte de las TIR. El argumento para esta visión más optimista a medio plazo tiene un fuerte componente técnico: simplemente como corrección de las caídas del mercado de bonos en los últimos meses, la probabilidad de que se produzca un "rally" hacia niveles de rentabilidad del 11% a 10 años resulta elevada, aunque tras éste quepa esperar el comienzo de una tendencia alcista en TIR hacia niveles del 11,75% a lo largo de 1995. El apoyo para 1995 proporcionado por CiU al gobierno debería, sin embargo, eliminar cierta prima por inestabilidad política e impedir ampliaciones considerables del diferencial de rentabilidad a largo plazo frente al bund alemán.

La caída del mercado ha favorecido una corrección de la forma de la curva de rentabilidades: el repunte de la TIR a 3 años ha puesto de manifiesto el riesgo existente en este área de la curva ante cualquier enrarecimiento de las expectativas de evolución de los tipos a corto plazo. Sin embargo, el aplanamiento sucedido debería ser suficiente y no intensificarse significativamente

a corto plazo: la fuerte ampliación de la pendiente entre el tipo a un día y el tipo a un año, hasta unos 175 p.b. debería ser suficiente para proteger en términos relativos al bono a tres años de un posible tensionamiento adicional del día-día o incluso de una elevación del tipo decenal del Banco de España.

En este contexto, se ha producido un cambio de actitud del Banco de España que resulta necesario valorar a la hora de anticipar cuál será la evolución de la política monetaria en los próximos meses. Por el momento en el que se produce -después de una fuerte depreciación de la peseta hacia las 84 frente al marco alemán- y por la situación de las expectativas del mercado respecto a la evolución de los tipos de interés de la peseta, el prorrateo del 84,14% aplicado por el Banco de España el día 13 de diciembre a las peticiones de liquidez al tipo marginal del 7,35% de la subasta decenal no puede considerarse únicamente una actuación de tipo "técnico", orientada a adecuar el volumen inyectado a las necesidades de liquidez existentes en la decena. Parece tratarse pues de una primera señal al mercado que refleja la preocupación de las autoridades monetarias por el deslizamiento de la peseta y la ampliación de los diferenciales de rentabilidad a largo plazo frente al bund, y sobre todo por el deterioro de la confianza (deterioro de las expectativas de inflación) que ambos podrían estar indicando, en un contexto en el que los tipos de interés reales a corto plazo se mantienen en niveles históricamente mínimos. En definitiva, el prorrateo podría ser un elemento más en favor de una elevación del tipo oficial en un futuro próximo, no necesariamente antes de enero de 1995 -el día 20 de diciembre de 1994, fecha establecida para el último debate del presupuesto en el Senado será clave- pero quizá tampoco muy avanzado el primer trimestre del año. En este contexto, sólo un inesperado giro de las expectativas del mercado, *a priori* improbable (al hilo de un IPC extraordinariamente favorable en los últimos meses del año o un cambio en la gestión de la liquidez por parte del Banco de España...) podría interrumpir una tendencia ya decididamente al alza de los tipos de interés a corto plazo. En caso contrario, la situación de las necesidades de liquidez en las próximas decenas (decreciente desde 4,5 billones en la tercera de diciembre según nuestras estimaciones) y el "recuerdo" del prorrateo favorecerán cierto tensionamiento del depo a un día, peticiones de liquidez algo más alcistas en próximas subastas decenales y, en consecuencia, condiciones más favorables para nuevos prorrateos. Por todo ello, las intervenciones diarias del Banco de España en los próximos días/decenas cobran particular relevancia a la hora de anticipar cuándo y en qué magnitud se producirá la primera elevación del tipo decenal. Las observadas en el día del prorrateo no conllevan (al haberse aplicado un tipo medio del 7,42%) señal alguna de aumento de la presión sobre los tipos a un día, que sin embargo no han cedido tras la inyección. Una eventual ausencia de tensiones en el tipo de inyección y una cierta estabilidad del tipo a un día en las próximas jornadas podrían llevar aparejada una menor voluntad de endurecimiento de la política monetaria, haciendo menos probable que se produzca una espiral consentida de prorrateos -entidades realizando peticiones cada vez más alcistas en la subasta decenal por temor a quedarse cortos de liquidez fuerzan, en ausencia de señales tranquilizadoras del BE, una elevación final del tipo decenal en pocas decenas-. En este sentido, puede ser un buen indicador el tipo al que el BE drene los últimos días de la decena.

Es importante recordar que nos encontramos aún en un momento de despegue suave de la demanda interna, especialmente de la inversión -más sensible en principio al nivel de los tipos de interés-. Por ello, pensamos que la cuantía de las elevaciones de tipos está en parte limitada por su efecto adverso sobre la actividad en la actual coyuntura económica. Asimismo, la demanda de crédito ha mostrado una total atonía en los últimos meses, sin que acabe de producirse el tirón que correspondería a una salida sólida de la recesión. Por otra parte, el dato de agregados

monetarios que se conocerá en breve podría no ser especialmente positivo, ya que según algunas estimaciones ALP podría haber crecido en noviembre cerca de un 11%. Sin embargo, la importancia actual de este agregado, en la nueva formulación de la política monetaria, es reducida. En general, los indicadores que el Banco de España puede estar siguiendo tras la redefinición de su esquema de control monetario no parecen haber experimentado -salvo en lo referente a los mercados de cambios y deuda, como ha sucedido en otros países- empeoramientos significativos.

Por otro lado, los indicadores de coyuntura publicados recientemente siguen abundando en la idea de una recuperación económica relativamente precaria aún, liderada por el sector exterior y también la formación bruta de capital, pero no el consumo privado. Así, con el incremento de 9.459 desempleados en noviembre, el paro registrado ha proseguido la tendencia a la mejora que había iniciado en la segunda mitad de 1993, situándose el número total de desempleados inscritos en el INEM en 2,6 millones, un 3,0% por debajo del existente en noviembre de 1993, frente al descenso interanual del 1,2% que mostraba en octubre. Nuestras previsiones para diciembre contemplan un retroceso de 9.900 parados, lo que permitiría acabar el año con un nivel de paro registrado inferior en un 4,3% al de finales de 1993. No obstante, y como consecuencia del escaso aumento del empleo que tuvo lugar en el tercer trimestre, esperamos que 1994 finalice con una creación neta de tan sólo 7.100 nuevos puestos de trabajo.

El lento progreso que, en este contexto, cabe esperar en el consumo privado, se ponía nuevamente de manifiesto en la evolución del comercio exterior en octubre. Así, por un lado las importaciones reales de bienes de consumo acusaron una fuerte contención, al crecer tan sólo un 0,5% interanual frente a sendos incrementos interanuales en el entorno del 15% registrados en los dos trimestres previos. Junto a ello, el aumento alcanzado por las exportaciones de este tipo de bienes, de un 18,7% interanual tras el ascenso del 21,1% en el tercer trimestre, incidiría en una importante moderación de las disponibilidades de bienes de consumo en el inicio del cuarto trimestre del año. La favorable evolución que han seguido manifestando las matriculaciones de automóviles en los últimos meses del año, creciendo, las totales, un 22,3% interanual en el período octubre-noviembre, y las destinadas al uso privado, un 21,4% interanual en octubre, seguirían constituyendo, de este modo, una excepción al tono de moderación que se desprende del resto de indicadores de consumo.

Pese a ello, los últimos datos sobre la evolución de la inflación, pusieron de manifiesto un cierto agotamiento en el proceso de corrección que este desequilibrio venía registrando desde finales de 1992, situándose tanto la inflación subyacente como el índice general, en el 4,4% en el mes de noviembre. Para diciembre, esperamos un ritmo de crecimiento interanual del IPC de un 4,3%, seis décimas porcentuales menos que en diciembre de 1993.

Nuestras expectativas para 1995 siguen considerando un impacto alcista de la elevación de los tipos impositivos del IVA de unos 0,8 puntos porcentuales, con lo que el ritmo de crecimiento interanual del IPC ascendería hasta el entorno del 5,0% durante los primeros meses del año. Pensamos, además, que existe cierto riesgo de que esta subida de la imposición indirecta genere tensiones sobre los precios adicionales a las meramente debidas al impacto de tales elevaciones impositivas. Estos temores parecen ser compartidos por el Banco de España.

Para la valoración de las tendencias inflacionistas el Banco de España recurrirá, en adición al seguimiento del IPC y de sus distintos componentes, al examen de otros indicadores de precios,

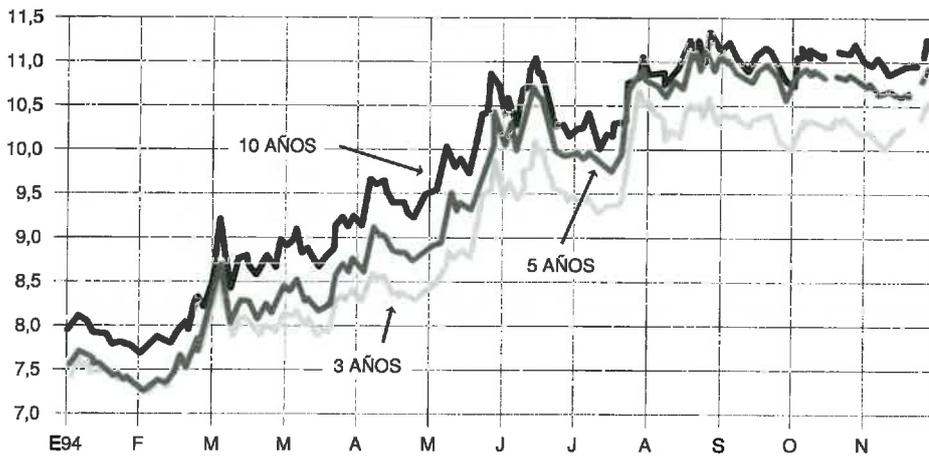
como son: los precios industriales, los percibidos por los agricultores, los índices de valor unitario del comercio exterior, los salarios, los costes unitarios del trabajo y los márgenes empresariales. En cuanto a los precios industriales, en el mes de septiembre se produjo una interrupción de la senda de moderación que habían iniciado dos meses antes, resaltando, como elemento negativo, el repunte en cinco décimas en el IPRI de bienes intermedios, lo que, en el actual momento del ciclo económico, podría ser fácilmente trasladable a los precios de consumo. En los índices de valor unitario del comercio exterior, se apreció, por el contrario, una moderación en sus ritmos de crecimiento desde agosto: así, los precios de las exportaciones crecieron en media un 3,5% interanual en el período agosto-octubre frente al incremento medio de un 5,6% interanual en los primeros siete meses de 1994, y los de las importaciones se desaceleraban hasta un 5,5% interanual desde el 7,2% interanual entre los mismos períodos de comparación.

Desde la vertiente de las cuentas públicas, según cifras provisionales adelantadas por el Ministro de Economía y Hacienda en su comparecencia en el Congreso, el déficit de caja del Estado en noviembre podría haber arrojado un balance más positivo del que estimábamos inicialmente. En principio, los crecimientos interanuales acumulados de un 4,4% y 2,7% que respectivamente habrían registrado los ingresos y pagos no financieros, habrían determinado un déficit en noviembre de 362 m.m. -frente al déficit de 260,5 m.m. de dicho mes el pasado año- que supondría un descenso de la corrección acumulada de este desequilibrio hasta un 3,82%, desde el 8,0% acumulado a final de noviembre. Dicha cifra representaría, de todas formas, el mantenimiento de un porcentaje de ejecución del déficit de caja en los once primeros meses del año -de un 81,55%-. Este comportamiento del déficit más favorable de lo esperado nos lleva a estimar la posibilidad de que el Tesoro haya repuesto en noviembre margen en el Banco de España en una cifra cercana a 150 m.m., lo que situaría el margen acumulado a final de esta fecha, de acuerdo con nuestras estimaciones, en unos 2,27 billones de pesetas.

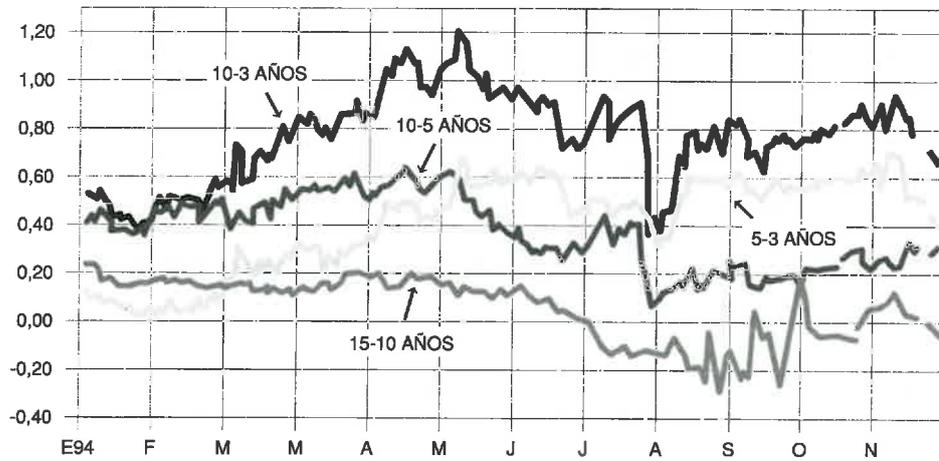
Por su parte, estimamos que en diciembre el Tesoro afrontaría una necesidad de endeudamiento bruta superior a la que preveíamos inicialmente -de unos 1,4 billones-, dado que estimamos que el menor déficit de noviembre ha podido estar explicado por cierto retraso de pagos hacia final del año, si bien, dispondría para afrontar éste de mayor margen en el BE. El balance de la emisión bruta realizada -en lo transcurrido de diciembre -958 m.m. efectivos- determinaría una necesidad de emisión bruta entre las tres subastas de letras que quedan en diciembre (dos al plazo de un año y una a seis meses) de unos 450 m.m. en total.

A pesar de que dicha necesidad de endeudamiento bruta no resulta elevada y podría ser cubierta sin necesidad de elevación de la rentabilidad marginal de las LT, con una media de emisión bruta de 150 m.m. por subasta, pensamos que el Tesoro mantendrá una actitud precio-aceptante (aunque sin presiones por lo desahogado de su situación financiera en 1994) y conservadora, orientada a la reposición adicional de margen en el BE. Los enormes vencimientos de deuda y letras (2.525 m.m. efectivos) que deberá afrontar en enero nos llevan a pensar que el Tesoro tratará de conservar un margen sobrado en el BE, lo que podría propiciar el inicio de una tendencia alcista en los tipos de las letras en los próximos primarios.

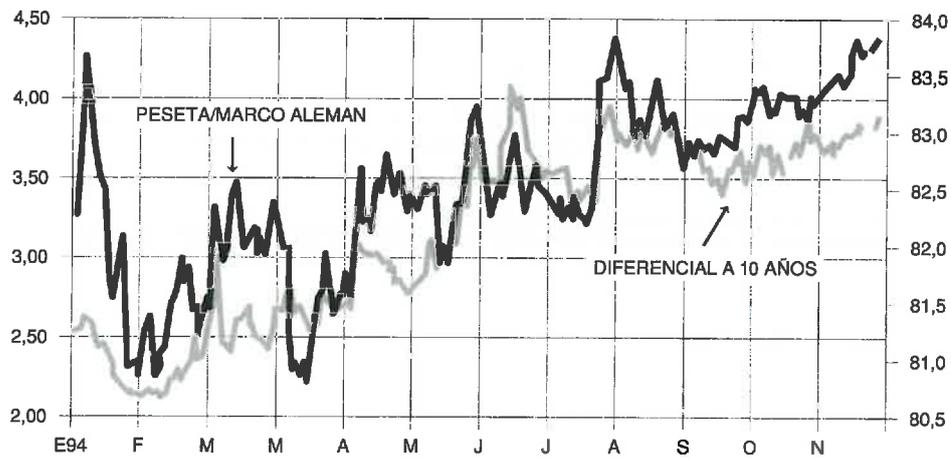
RENTABILIDADES DE REFERENCIA 3, 5 Y 10 AÑOS



PENDIENTES EN LA CURVA ESPAÑOLA, 1994



DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD FRENTE A ALEMANIA Y TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA



CURVAS DE RENTABILIDADES AL 13 DE DICIEMBRE

	Marco	Franco	Lira	Dólar	Peseta	Difer. frente al Marco					Pendientes en la curva				
						FF	L	\$	Pta		Marco	Franco	Lira	Dólar	Peseta
3 m	5,48	5,81	9,31	5,92	8,00	33	383	44	252	1a-3m	0,40	0,81	1,19	1,34	1,20
1 a	5,88	6,62	10,50	7,26	9,20	74	462	138	332	3a-1a	0,92	0,91	1,34	0,50	1,53
3 a	6,80	7,53	11,84	7,76	10,73	73	505	97	393	5a-3a	0,40	0,34	0,23	0,07	0,37
5 a	7,20	7,87	12,07	7,83	11,10	68	488	64	390	10a-5a	0,31	0,21	0,03	0,04	0,30
10 a	7,50	8,08	12,11	7,87	11,40	58	461	37	389	10a-3a	0,71	0,56	0,27	0,11	0,67

TIPOS IMPLICITOS A UN AÑO: IRS

	Marco	Franco	Lira	Dólar	Peseta	Difer. frente al Marco				
						FF	L	\$	Pta	
1 a	7,46	8,05	12,04	8,63	11,67	59	458	117	420	
2 a	7,99	8,34	11,73	8,40	11,83	36	374	41	384	
3 a	7,90	8,19	11,57	8,31	11,80	29	366	41	390	
4 a	8,02	8,41	11,46	8,36	11,87	40	344	34	385	
5 a	8,02	8,33	11,50	8,37	11,15	31	348	35	313	
6 a	8,46	8,52	11,56	8,41	12,83	7	311	-4	438	
7 a	8,12	8,36	11,48	8,36	11,65	25	336	24	353	
8 a	8,14	8,46	11,48	8,38	11,74	32	334	25	360	
9 a	8,23	8,54	11,44	8,40	11,80	31	321	17	356	

SITUACION FINANCIERA DEL TESORO EN 1994

(Billones de pesetas)

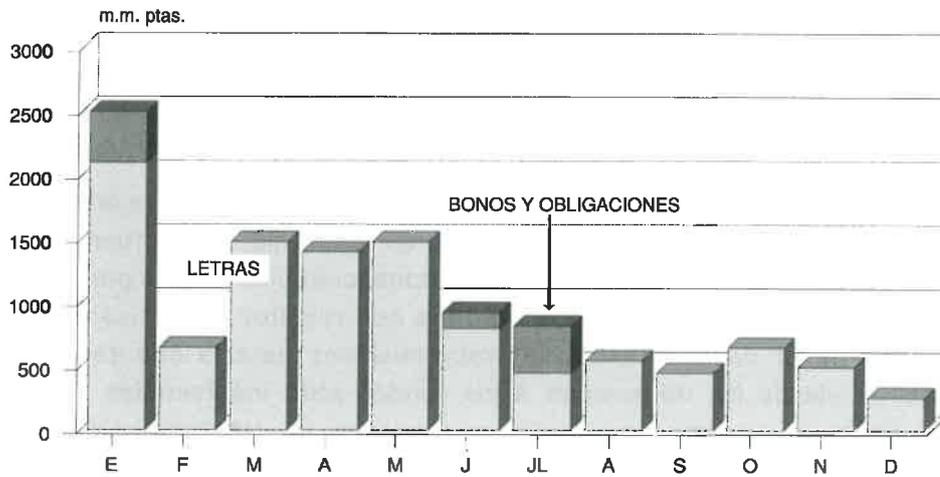
	Diciembre		
	H1	H2	H3
Neces. Endeudamiento Estado(1)	0,75	0,75	0,75
Amortizaciones(2)	0,66	0,66	0,66
Consumo margen B.E.(3)	0,36	0,36	-0,93
Financ. en divisas(4)	1,91	0,00	0,00
Neces. emisión bruta pts. = 1+2-3-4	-0,86	1,05	2,34
Neces. emisión neta pts. = 1-3-4	-1,52	0,39	1,67

H1: consumo totalidad margen divisas y mantenimiento de un margen en el BE de 1,97 bill.

H2: no utilización financiación en divisas y mantenimiento de un margen en el BE de 1,97 bill.

H3: no utilización financiación en divisas y reposición margen en B.E.

ESTRUCTURA DE VENCIMIENTOS EN 1995 DE LA DEUDA DEL ESTADO



PRECIOS INDUSTRIALES E INDICES DE VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR

Tasa de variación media anual

