

# Economía Internacional

---

## PERSPECTIVAS PARA EL ÁREA EURO: ¿ES POSIBLE CRECER SIN INFLACIÓN?

---

David Cano y Edita Pereira(\*)

### El Área Euro afronta con mayor optimismo el nuevo milenio

---

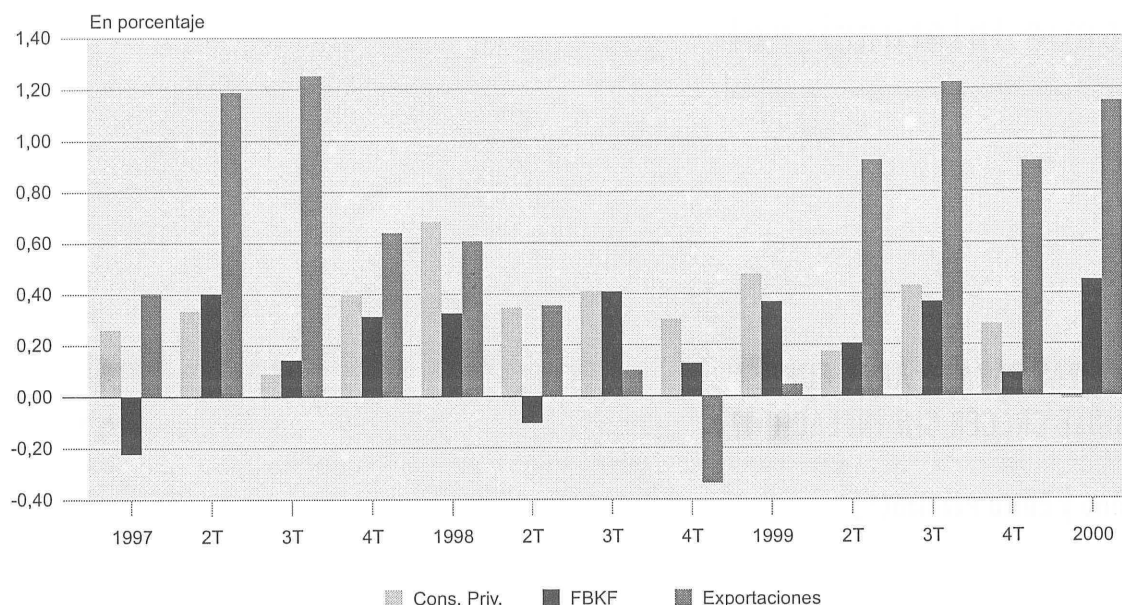
Superado el punto de inflexión, la economía del Área Euro ha emprendido el año 2000 con mayor optimismo. Atrás queda por tanto la incertidumbre que inundó la actividad productiva de la zona a comienzos de 1999, dando paso a una etapa en la que la favorable evolución del entorno internacional ha contribuido a consolidar la reactivación económica. El aumento de la demanda exterior y las ganancias de competitividad que ha supuesto la depreciación del euro desde su nacimiento han contribuido a la recuperación de las exportaciones de la zona, convirtiéndose en el principal motor de crecimiento.

Los últimos indicadores publicados en el Área Euro ofrecen nuevos signos de fortaleza de la actividad económica, que sigue liderada por las exportaciones. Sin embargo, algunos datos referentes al gasto familiar han incorporado un posible cambio en la composición de su cuadro macroeconómico del segundo trimestre, en donde el lastre que supuso el consumo privado en periodos anteriores podría haberse agotado. La relativa holgura de las condiciones monetarias y financieras y la mejora de la confianza están favoreciendo que la demanda interna se incorpore con más intensidad al crecimiento del producto interior bruto.

Esta percepción de mejoría de la actividad quedó recogida en los informes del FMI y la OCDE publicados en la primera parte de este año, en donde se mostraban confiados sobre la fase expansiva del ciclo en el Área Euro. En una línea muy positiva también se mostró el informe de primavera de la Comisión Europea que, por primera vez desde la reunificación alemana en 1991, estima que el Área Euro puede superar claramente el 3 por 100 de crecimiento y prácticamente cerrará la brecha con la economía americana durante 2001. Con todo, este elevado dinamismo de la economía europea, para el que nosotros prevemos un crecimiento del 3,4 por 100, podría moderarse levemente en el ejercicio venidero (3,2 por 100 es nuestra estimación) debido al endurecimiento de la política monetaria y a la desaceleración de la economía de EE.UU.

La revisión al alza del crecimiento económico en el bienio 2000-2001 se hace extensiva a todos los países, siendo Francia la economía más sobresaliente del núcleo central, con un aumento del PIB que en media se sitúa en el 3,5 por 100, tres décimas inferior al que prevemos para el español. Dentro de las economías que no pertenecen a este grupo, Finlandia y Holanda experimentan la mejora más significativa, con avances de su producto interior en torno al 4 por 100 en dicho periodo. El renombrado "milagro irlandés" no parece agotarse, pudiendo alcanzar por quinto año consecutivo un aumento de su producto por encima del 7 por 100.

GRÁFICO 1  
APORTACIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL EN EL ÁREA EURO



Las perspectivas a medio plazo para la economía de la zona euro contemplan un ciclo largo, si bien no tan expansivo como el americano. Arraigado el compromiso de perseguir la estabilidad macroeconómica en todos los países miembros de la UME se presume razonable pronosticar un aumento medio del producto interior no muy alejado del 2,5 por 100 en el 2002-2005. En este periodo de bonanza económica que comienza en el año 2000, la brecha de crecimiento sería positiva hasta 2005.

### La inflación en el punto de mira

Con este caldo de cultivo, la evolución reciente de los precios armonizados de los países del euro alerta sobre la posibilidad de tensiones inflacionistas. Si la publicación de la inflación de la zona euro en abril mitigó en principio estos temores, el sorprendente repunte en la mayoría de los IPCA de los principales países del euro y la aceleración de los precios al por mayor y de producción no ofrecen un panorama tranquilizador para la estabilidad de precios en el corto plazo. No debe sorprender, por tanto, la preocupación del Banco Central Europeo por la evolución de su segundo pilar de política monetaria, cuyo objetivo puede verse superado de persistir el elevado crecimiento de los precios de importación y, sobre todo, el comportamiento del crudo.

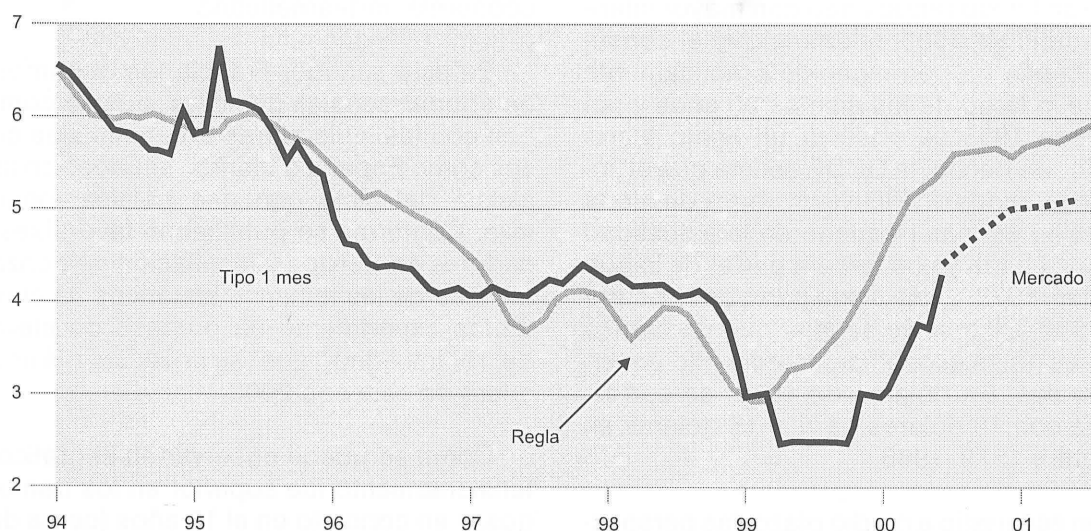
La evolución del precio del crudo es una variable de referencia inevitable a la hora de establecer el calendario de las subidas de tipos. La decisión de la OPEP el pasado 21 de junio de aumentar sus cuotas de producción en 700.000 barriles diarios (bpd) no ha propiciado, por el momento, cesiones del precio del crudo, que se sitúa, en el caso del Brent, en el entorno de los 30 dólares. La escasa repercusión hay que atribuirle tanto al exceso de demanda que se está produciendo en este segundo trimestre (desde nuestro punto de vista "temporal"), como a la incertidumbre sobre el efecto final del acuerdo en la oferta de crudo. En la práctica, ya se estaban produciendo unos 500.000 bpd sobre las cuotas pactadas el pasado mes de marzo, por lo que cabe interpretar la nueva ampliación como un simple "blanqueo" del incumplimiento. En nuestra opinión, es previsible que el grado de incumplimiento se mantenga, por lo que la oferta de la OPEP se verá incrementada en torno a un 3 por 100. Esta evolución en un contexto de prevista moderación de la demanda puede normalizar el precio del barril hasta internarlo en la banda de referencia que baraja la propia organización de productores (22-28 dólares), por lo que en nuestras previsiones recogemos una senda de moderadas caídas hasta alcanzar un precio medio de 26,5 dólares este ejercicio.

CUADRO 1  
ESCENARIOS AFI PARA EL IPCA DEL ÁREA EURO

Precio del barril tipo Brent 2000 –2001	Escenario central		Escenario alcista	Escenario bajista
	26,5\$ – 23,5\$		28,5\$ – 27,5\$	24,5\$ – 22\$
	IPC	Subyacente(*)	IPC	IPC
1999 .....	1,1	1,0	1,1	1,1
dic 99 .....	1,7	1,0	1,7	1,7
2000 .....	2,0	1,2	2,0	1,9
dic 00 .....	1,8	1,5	1,9	1,6
2001 .....	1,8	1,9	1,9	1,7

(\*) IPC excluyendo el componente de energía.

GRÁFICO 2  
TIPO DE INTERVENCIÓN Y REGLA DE POLÍTICA MONETARIA PARA EL ÁREA EURO



En este escenario, hemos elevado las perspectivas de inflación para este año hasta el 2 por 100, mientras que en 2001 prevemos una ligera moderación hasta el 1,8 por 100. Es altamente probable que la inflación subyacente aumente de forma constante en el 2000–2001, tal y como recogen nuestras previsiones (cuadro 1). Por tanto, con un ciclo manteniéndose en tasas de crecimiento de 2,5–3 por 100 en los próximos dos–tres años, y una tasa de inflación amenazando la “estabilidad de precios”, el BCE decidirá en los próximos meses volver a subir su tipo de intervención. Asimismo, una resistencia a la baja del precio del petróleo y un euro todavía en mínimos confirman las expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte del Banco Central Europeo para este año, que podría acabar en 4,75 por 100 y llegar hasta el 5,25 por 100 el próximo año.

Por otra parte, hemos realizado un ejercicio de simulación teniendo en cuenta diversos escenarios alternativos del precio del petróleo. Asimismo, hemos obviado los efectos indirectos de su evolución en otros componentes. De este modo, si la cotización del crudo permaneciera estable en los niveles actuales el impacto directo en la inflación general sería como mínimo de una décima al alza. Por tanto, la inflación se movería en torno al objetivo del Banco Central Europeo en el bienio 2000–2001.

En el escenario alcista para el precio del petróleo, la política monetaria debería ser más agresiva y los tipos de interés deberían aproximarse más al entorno del 6 por 100, alejándose casi un punto del nivel que actualmente descuenta el mercado. La regla de política monetaria que se expone en el gráfico 2 así lo refleja(1).

A pesar de los riesgos al alza, existen una serie de factores por el lado de la demanda que pueden contribuir al control de los precios: la moderación salarial con la que se resuelven los procesos de negociación colectiva en la mayoría de los países del euro, las ganancias de productividad (aproximadamente del 2 por 100) y el avance en materia de desregulación en algunos sectores estratégicos, aunque no podemos dejar de reconocer que el impacto de todo ello es muy difícil de valorar. Asimismo, y por la vertiente de la oferta, hay que señalar que la dependencia de esta materia prima de las economías de la UME no ha dejado de caer desde la crisis de 1973. Así, la intensidad energética de la zona (medida como toneladas de petróleo/PIB) se ha ido reduciendo con mayor intensidad a partir de 1983, mientras que el consumo per cápita ha permanecido prácticamente estable a lo largo de los últimos 20 años y tan sólo desde 1995 se observa un ligero incremento(2). De hecho, la OCDE estima que el impacto en términos de PIB de un shock de oferta del petróleo es más pequeño en la actualidad (entre una cuarta y una tercera parte) de lo que sucedió en 1973, y una sexta parte de lo ocurrido en 1980. Es preciso señalar que un barril a 25 dólares no es excepcionalmente alto en términos reales. En dólares de 1972, se correspondería con 10 dólares barril y 15 dólares en media entre 1979–1986.

En un escenario a medio plazo, las perspectivas de inflación no recogen grandes desviaciones respecto a la inflación tendencial (entre el 1,7 y 1,8 por 100), es decir, siempre en consonancia con el objetivo del Banco Central Europeo. Dadas estas previsiones, junto con la presunción de un escenario para el crecimiento del PIB del 2,5 por 100 en el periodo 2003–2005, parece razonable que los tipos de interés no superen niveles del 6 por 100.

### La curva de tipos europea se anticipa a las elevaciones del BCE

Una vez más, la curva de tipos ha demostrado el poder predictivo que tiene a la hora de anticipar el comportamiento futuro de los principales agregados macroeconómicos y, por ende, las elevaciones de tipos por parte del banco central. Tal y como podemos observar en el gráfico 3, en enero de 1999 la rentabilidad de la deuda alemana (referencia que hemos tomado como *benchmark* europeo) alcanzaba

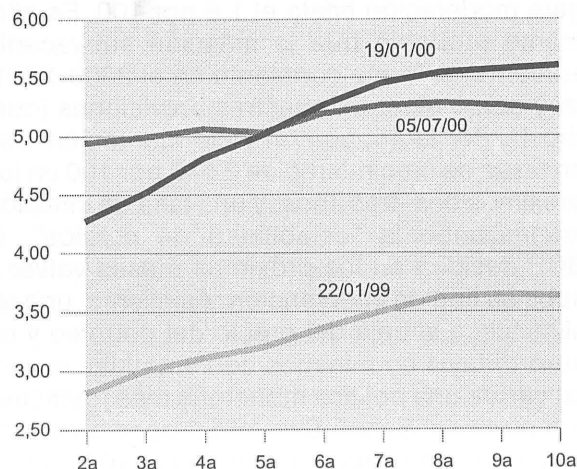
mínimos de los últimos años, arrastrada por los negativos indicadores de actividad que, junto a unas tasas de inflación cercanas al 0 por 100, hacían presagiar nuevas bajadas de tipos por parte del BCE, finalmente confirmadas el 8 de abril.

Sin embargo, desde ese momento, el mercado comenzó a plantearse un escenario de recuperación económica del núcleo central de la UME (Alemania, Francia e Italia). No en vano, el tipo repo del BCE había descendido hasta unos niveles (2,5 por 100) que parecía imposible que no tuvieran un impacto dinamizador de la actividad, más aún en un entorno internacional marcado por el fuerte crecimiento de la economía norteamericana.

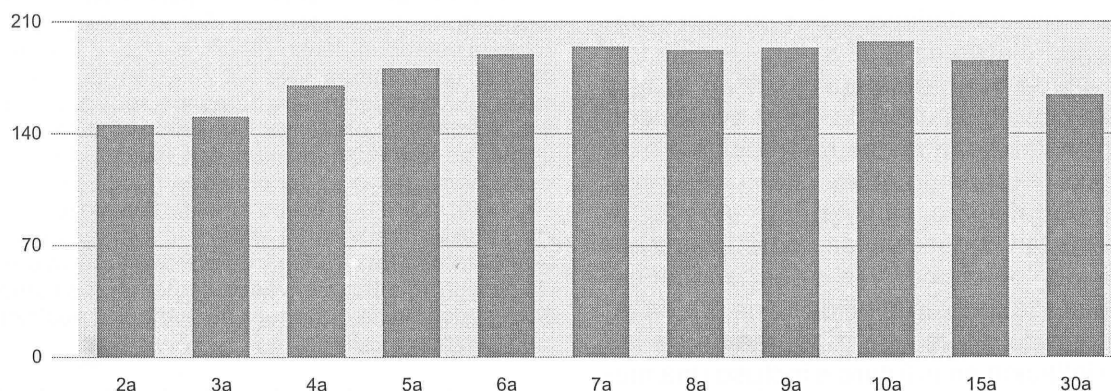
En este sentido, Francia fue el primer país en aportar señales positivas, que se combinaban con los indicadores excepcionales de países como España o Irlanda, situados en la fase alcista del ciclo con una política monetaria laxa. Conforme se publicaban favorables indicadores en Europa y la inflación comenzaba a alejarse de los mínimos históricos, la curva de deuda experimentó un proceso de elevación de rentabilidad, que alcanzó su máximo en enero de este año 2000.

Como se puede observar en el gráfico 4, el tensionamiento fue superior en los tramos largos, y en concreto en el 10 años (cerca de 200 p.b.). De esta forma, la curva europea experi-

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DE LA CURVA EUROPEA  
(ENERO 1999 - JUNIO 2000)



**GRÁFICO 4**  
**VARIACIÓN EN PUNTOS BÁSICOS (P. B.) DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA ALEMANA**  
**ENTRE EL 22 DE ENERO DE 1999 Y EL 19 DE ENERO DE 2000.**



mentó un aumento de la pendiente, circunstancia que habitualmente se suele asimilar con un escenario de crecimiento, inflación y elevación de tipos por parte del banco central.

Sin embargo, cuando el BCE tan sólo había elevado el tipo repo una vez (en el mes de noviembre), la curva de deuda comenzó un proceso de fuerte reducción de pendiente, provocada tanto por la caída en rentabilidad de las referencias a largo plazo, como por el alza en los tramos hasta el 5 años. Más allá de las distorsiones que han podido provocar determinadas situaciones de liquidez (ver anexo), los tramos cortos de la curva han sido los más sensibles a las expectativas de elevaciones de tipos por parte del BCE, mientras que las referencias a más largo plazo han experimentado una relajación.

#### Expectativas para los próximos meses

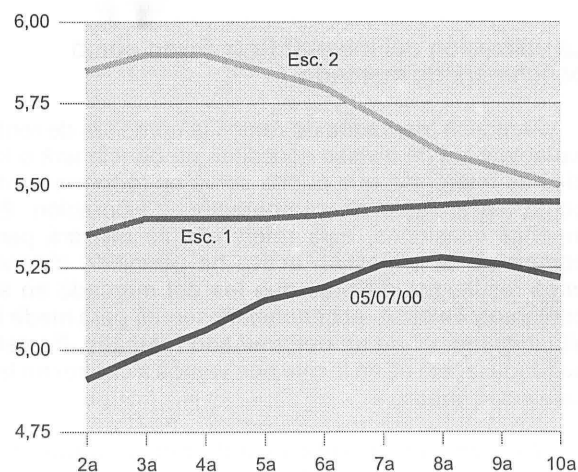
El cuadro macroeconómico que hemos dibujado anticipa nuevas elevaciones de tipos por parte del BCE a las que será sensible la curva europea (fundamentalmente sus tramos más cortos), como ha sucedido en la primera parte del año. Por el contrario, tal y como se observa en el gráfico adjunto, pensamos que las referencias a más largo plazo pueden ser las más estables, y permanecer ancladas en los niveles actuales.

En un escenario a seis meses vista hemos elaborado dos escenarios alternativos que vienen determinados fundamentalmente por la evolución de la inflación y, por lo tanto, por las

decisiones de política monetaria del BCE (sin menoscabo del impacto que pueda tener el crecimiento del PIB).

El escenario 1 se corresponde con el escenario básico para la inflación, es decir, aquél que contempla un precio del barril de petróleo entre 23,5 y 26,5 dólares. En este caso, el BCE continuará decidiendo nuevas elevaciones de tipos de interés, sin que éstas se alejen significativamente de la senda que descuenta el mercado. En este contexto, asistiremos a una lógica alza del nivel de rentabilidades, mayor en el caso de las referencias hasta el 5 años, con lo

**GRÁFICO 5**  
**EXPECTATIVAS PARA LA EVOLUCIÓN**  
**DE LA CURVA EUROPEA**



que la curva experimentarían una nueva reducción de pendiente.

Por su parte, el escenario alternativo que dibujamos viene condicionado por un peor comportamiento relativo de la inflación. De esta forma, el BCE se vería obligado a elevar el tipo repo a un ritmo más elevado del previsto, con lo que la rentabilidad de las referencias a más corto plazo experimentarían una fuerte alza. Este comportamiento, sin embargo, no afectaría de forma tan negativa a las referencias a largo plazo, que pensamos van a permanecer estables. Más allá de la credibilidad que pueda tener el mercado sobre una moderación de las tasas de inflación en el futuro e incluso una menor duración de la actual fase de crecimiento en la UME, no cabe duda de que las rentabilidades de las referencias a más largo plazo podrán verse distorsionadas por factores como la liquidez (este aspecto se aborda en el anexo).

Por tanto, de cumplirse este escenario, la curva europea adquiriría pendiente negativa, en un momento de fuerte crecimiento económico. Es en este caso cuando se evidencian las limitaciones que estas referencias pueden tener a la hora de servir como *benchmark* de mercado. En cualquier caso, no hay que olvidar que desde el inicio de año, la curva de deuda norteamericana presenta pendiente negativa con tasas de crecimiento superiores al 5 por 100. Existen otros casos similares, como el de Canadá (efecto contagio de EE.UU.) o la del Reino Unido.

## ANEXO

### La utilización del Interest Rate Swap como *benchmark* de mercado.

Tanto los mercados de renta fija como los de renta variable y los de divisas necesitan un *benchmark* o índice de referencia que pueda servir en todo momento como herramienta de comparación y valoración. En muchas ocasiones, esta referencia se utilizará para comprobar si la gestión activa ha permitido obtener unos resultados mejores que los del mercado en su conjunto y en otras, el *benchmark* servirá para medir la situación actual de un determinado mercado. En esta segunda faceta es en la que nos vamos a centrar en las siguientes líneas.

Así como en la renta variable existe un gran número de índices bursátiles que juegan el papel de *benchmark*, en el mercado de renta fija son las referencias de emisores soberanos, fundamentalmente

con una calificación crediticia AAA, las que ejercen esta función. Aceptando unas características básicas que debe tener todo índice de referencia, comprobamos que efectivamente éstas están presentes en la deuda pública de determinados países. Así, por ejemplo, tanto la deuda alemana (Schätze, Bobl y Bund) como la estadounidense (T-Bill, T-Note y T-Bond) alcanzan un volumen vivo de emisión lo suficientemente elevado como para cumplir el requisito de liquidez. Además, al presentar la máxima calificación crediticia, su rentabilidad mide con exactitud y de una forma homogénea el denominado riesgo Tesoro. Por otro lado, cubre la práctica totalidad de plazos (desde los 3 meses hasta los 30 años) y la formación de precios es totalmente transparente. Por último, la presencia de instrumentos derivados, tanto futuros como opciones, permite la cobertura de cualquier posición tomada en estos valores.

De esta forma, la deuda pública ha monopolizado el papel de *benchmark* de la renta fija (en el caso del euro, la referencia elegida por el mercado ha sido la deuda emitida por el Ministerio de Finanzas germano). Sin embargo, en los últimos tiempos ha empezado a cuestionarse la idoneidad de la deuda pública como *benchmark*. La bonanza del actual ciclo económico (en EE.UU. se inició en 1991 y en Europa aproximadamente en 1996) está facilitando a los gobiernos la consecución de déficit públicos prácticamente cero e, incluso en algunos casos, superávit. A esto se añade los cuantiosos ingresos adicionales que en los últimos meses han representando las subastas de las licencias de UMTS. Estas menores necesidades de financiación, acompañadas de una reducción generalizada de los tipos de interés, está permitiendo a muchos Tesoros una importante minoración de los volúmenes de emisión e, incluso, desarrollar procesos de recompra y amortización anticipada de emisiones vivas. De esta forma, se observa cómo uno de los requisitos de todo *benchmark*, la liquidez, está experimentando una importante reducción, sobre todo en los vencimientos más alejados (entre el 10 y el 30 años). La demanda de este tipo de activos, elevada en momentos de inestabilidad de los mercados (se observó el pasado mes de abril con las fuertes caídas de la renta variable) y constante por parte de productos como los fondos de inversión y sobre todo los planes de pensiones (que por el momento no encuentran alternativas en la renta fija privada) se enfrenta a una cada vez mayor escasez de papel, lo que genera un encarecimiento de estas referencias de deuda, con la consiguiente reducción de la rentabilidad. De esta forma, las tasas internas de retorno (TIR) que presentan muchas referencias, y sobre todo aquéllas a más largo plazo, están afectadas por factores de liquidez y no representan el verdadero riesgo Tesoro.

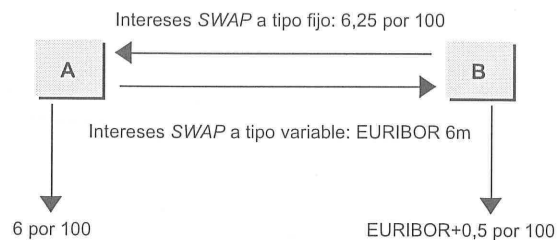
En este contexto, los tipos de interés que definen los Interest Rate Swap (IRS) surgen como la alternativa más aceptable como *benchmark* para la renta fija. Un *swap* o permuta financiera es una operación mediante la cual las partes contratantes acuerdan el intercambio mutuo de pagos periódicos calculados sobre un mismo principal pero con tipos de interés de referencia distintos. En el caso más habitual, el pago de una de las partes estará calculado en base a un tipo variable (EURIBOR, por ejemplo), mientras que el de la otra vendrá determinado por un tipo fijo (esquema 1).

En este ejemplo, observamos el efecto beneficioso para ambas partes de la contratación de un swap. En condiciones de mercado, A tiene dos alternativas: financiación a un tipo fijo del 6 por 100 o a EURIBOR, mientras que en el caso del prestatario B, el tipo fijo se eleva hasta el 7 por 100 y el tipo variable a EURIBOR + 0,5 por 100. Para aprovechar las ventajas del swap, A se endeudará a fijo, mientras que B lo hará a variable, a la vez que esta segunda parte se compromete a pagarle a la primera EURIBOR, recibiendo a cambio un 6,25 por 100. El coste efectivo para A será:  $6 - 6,25$  por 100 + EURIBOR = EURIBOR - 0,25 por 100, mientras que para B ascenderá a EURIBOR + 0,5 por 100 - EURIBOR + 6,25 por 100 = 6,75 por 100. Es decir, ambas entidades salen beneficiadas.

Sin profundizar en la estructura y funcionamiento del IRS, queremos dejar patente el papel cada vez más relevante de este tipo de interés (la rama fija del swap) como *benchmark* de mercado. Tal y como se puede observar en el cuadro adjunto, abarca la práctica totalidad de plazos relevantes y, en el caso del euro, tiene la ventaja adicional respecto a la deuda de que se tiene en cuenta no sólo las referencias alemanas, sino que se incluye a todo el Área Euro (las entidades que cotizan IRS están presentes en todos los países).

En los gráficos adjuntos se representa la evolución de la curva de deuda alemana y del IRS euro desde el pasado 19 de enero. En general, el tensionamiento de la política monetaria en el Área Euro, en principio mayor de lo esperado, junto con las expectativas de nuevas elevaciones del repo en los próximos meses, han provocado un fuerte repunte en rentabilidad en las referencias a más corto plazo, tanto del IRS como de la deuda. Sin embargo, el comportamiento que queremos dejar patente es la fuerte reducción en rentabilidad que han experimentado las referencias de deuda a más largo plazo, y fundamentalmente el 30 años. Si bien es cierto que la curva IRS también ha reducido la prima por inflación en el futuro (uno de los componentes que determinan la rentabilidad de los plazos largos), la caída en rentabilidad ha sido menor, e, incluso, en el 30 años, hemos asistido a un alza en tipo. De hecho, la referencia a más largo plazo puede ser el ejemplo más notable de la pérdida de representatividad de la deuda como *benchmark* a la que antes aludíamos. Las emisiones a 30 años tanto europeas como norteamericanas y británicas presentan un nivel de rentabilidad artificialmente baja, motivada por la escasez relativa de papel.

### ESQUEMA 1 ESTRUCTURA BÁSICA DE UN SWAP DE TIPOS DE INTERÉS



	Prestatario	
	A	B
Coste a tipo fijo	6 por 100	7 por 100
Coste a tipo variable	EURIBOR	EURIBOR+0,5 por 100

americanas y británicas presentan un nivel de rentabilidad artificialmente baja, motivada por la escasez relativa de papel.

Este mejor comportamiento relativo de la deuda, y sobre todo de las referencias a más largo plazo, han provocado una fuerte reducción de la pendiente de la curva, que se ha situado en niveles no vistos desde finales de 1992.

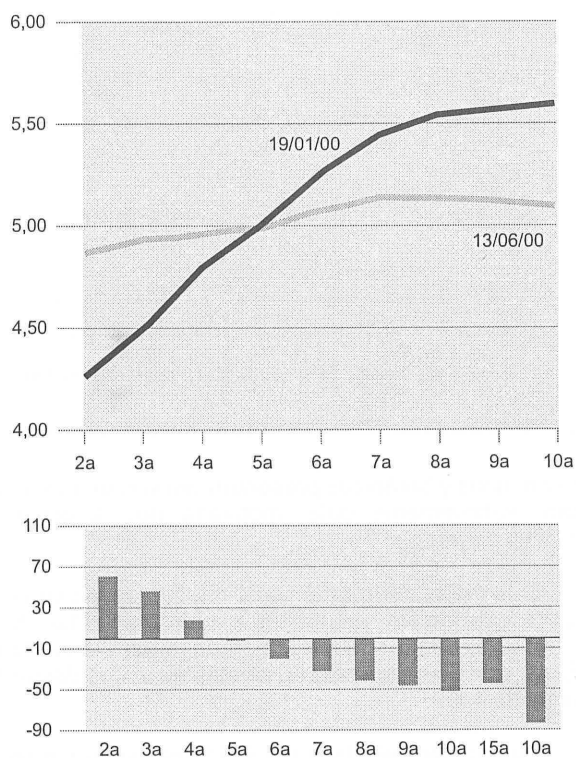
Aunque también la curva IRS haya experimentado una reducción de pendiente, su cuantía ha sido bastante inferior, reflejando más fielmente la situación macroeconómica del Área Euro y, sobre todo, sus expectativas para el medio plazo. Esta misma idea se puede extraer si observamos el comportamiento de la curva de deuda norteamericana y del IRS del dólar en estos primeros seis meses del año. En concreto, la curva de Treasuries comenzó a presentar una pendiente negativa entre las referencias a 10 y 30 años desde mediados de enero, alcanzando su máximo en abril, momento en el que la diferencia entre las rentabilidades de estos dos vencimientos llegó a superar los 35 p.b. (en aquellas fechas, la rentabilidad del 30 años ascendía hasta el 5,69 por 100, mientras que el tipo a un día era del 6,0 por 100).

CUADRO 1  
EJEMPLO DE IRS DEL 27 DE JUNIO DE 2000

plazo	EUR	USD	JPY	GBP	CHF
2 años .....	5,34	7,33	0,57	6,62	4,18
3 años .....	5,47	7,36	0,81	6,70	4,26
4 años .....	5,56	7,37	1,04	6,70	4,31
5 años .....	5,64	7,38	1,25	6,70	4,35
7 años .....	5,77	7,42	1,60	6,70	4,45
10 años .....	5,90	7,45	1,94	6,67	4,59
15 años .....	6,06	7,46	2,27	6,56	4,73
20 años .....	6,14	7,46	2,38	6,43	4,79
30 años .....	6,14	7,44	2,41	6,26	4,82

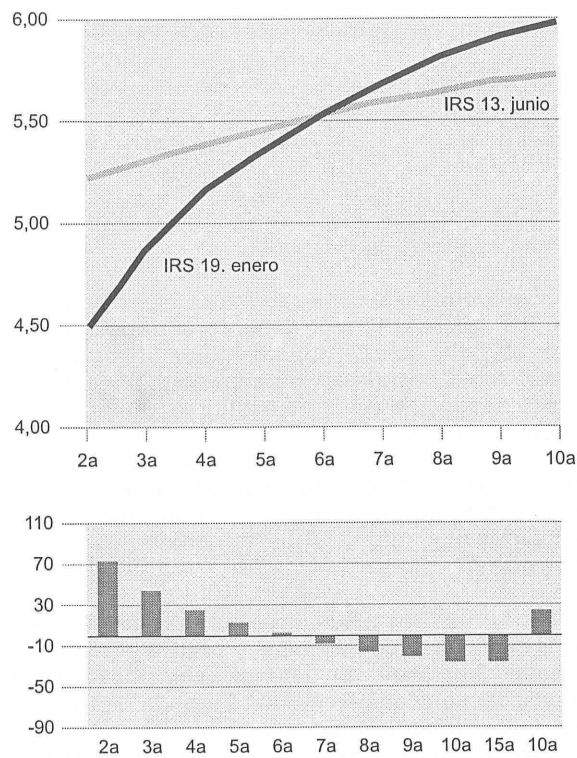
Fuente: Reuters.

**GRÁFICO 1**  
EVOLUCIÓN DE LA CURVA ALEMANA  
Y VARIACIÓN EN TIR (EN P. B.)



Fuente: Reuters y elaboración propia.

**GRÁFICO 2**  
EVOLUCIÓN DEL IRS EURO  
Y VARIACIÓN EN P. B.



Fuente: Reuters y elaboración propia.

CUADRO 2

Pendiente	Deuda		IRS	
	19. enero	13. junio	19. enero	13. junio
3a / 5a.....	51	6	46	15
<b>3a / 10a.....</b>	<b>110</b>	<b>16</b>	<b>109</b>	<b>41</b>
3a / 15a.....	121	34	109	41
3a / 30a.....	169	42	109	89
<b>5a / 10a.....</b>	<b>59</b>	<b>11</b>	<b>63</b>	<b>26</b>
5a / 15a.....	70	28	63	26
<b>10a / 30a.....</b>	<b>59</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>48</b>

Fuente: Reuters y elaboración propia.

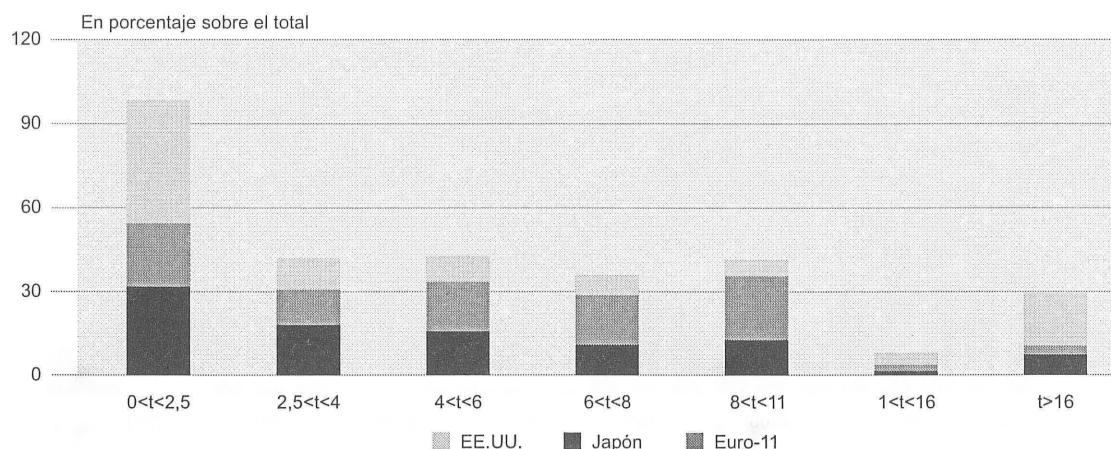
Este proceso de inversión de la pendiente ha continuado, de tal forma que en la actualidad, ésta es negativa desde la referencia a 2 años. Si bien es cierto que la economía estadounidense ha comenzado a dar los primeros síntomas de ralentización en sus tasas de crecimiento, circunstancia que evitará nuevas subidas de la Fed (tal vez sólo reste por ver una más en el actual ciclo) y que la inflación se mantendrá en niveles cercanos al 3 por 100, no consideramos que una curva con una pendiente tan negativa como la actual sea el mejor *benchmark* de mercado. A este respecto, la curva IRS presenta en estos momentos una ligera pendiente positiva (15 p.b.) que en nuestra opinión es

mucho más representativa de la actual posición en el ciclo.

Otro ejemplo de las distorsiones que pueden surgir por la presión de un aumento de la demanda de deuda pública sobre una oferta más o menos rígida la encontramos en Europa, donde recientemente hemos asistido a un aumento del diferencial de la deuda alemana con el resto de mercados euro. Si comparamos el *spread* entre el 10 años alemán (este plazo es el más líquido de todos) y el español, belga, italiano e incluso francés, observamos que desde mediados del mes de abril se ha producido un incremento generalizado, que



GRÁFICO 3  
COMPOSICIÓN DEL SALDO VIVO EN EE.UU., EURO-11 Y JAPÓN



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

podemos cuantificar en 5 p.b. La única explicación a este aumento del diferencial la encontramos en la fuerte demanda de las referencias alemanas, motivada en parte por las importantes caídas de la renta variable, y que ha hallado refugio en este mercado. Por lo tanto, pensamos que los actuales niveles de TIR alemanes, están alterados por un aumento de la demanda(3).

El análisis hasta aquí expuesto, a pesar de su brevedad, muestra de manera clara que la curva de deuda, sobre todo en los plazos más largos, se ve afectada por un problema de liquidez que ha provocado un descenso artificial de la TIR y una reducción de la pendiente. Estos efectos provocan que la curva de deuda esté perdiendo su representatividad de la situación macroeconómica de un país. Si bien es cierto que por el momento estas distorsiones sólo son relevantes en los plazos más largos, los mayores problemas de oferta que se estiman para el futuro pueden dañar aún más la utilidad de la curva de deuda como *benchmark* de mercado. En este contexto, la curva IRS es, en nuestra opinión, la alternativa más viable. A continuación, presentamos alguna propuesta adicional, aunque las consideramos de menos utilidad, por lo menos a corto plazo.

#### La renta fija privada: alternativa viable pero para determinados sectores.

Una de las alternativas a la deuda soberana para convertirse en *benchmark* de mercado puede ser la renta fija privada, aunque por el momento, no parece factible. Más allá del volumen vivo, que no es muy elevado si lo comparamos con la deuda pública, el principal inconveniente de la renta fija privada es la escasa liquidez que tienen la mayoría de referencias emitidas. Además, el comportamiento de los distintos bonos es muy desigual en función del *rating* y del sector al que corresponda la empresa emisora. A este respecto, los recién creados índices AFI de Renta Fija Privada abordan 6 sectores diferentes (bancos, agencias suprana-

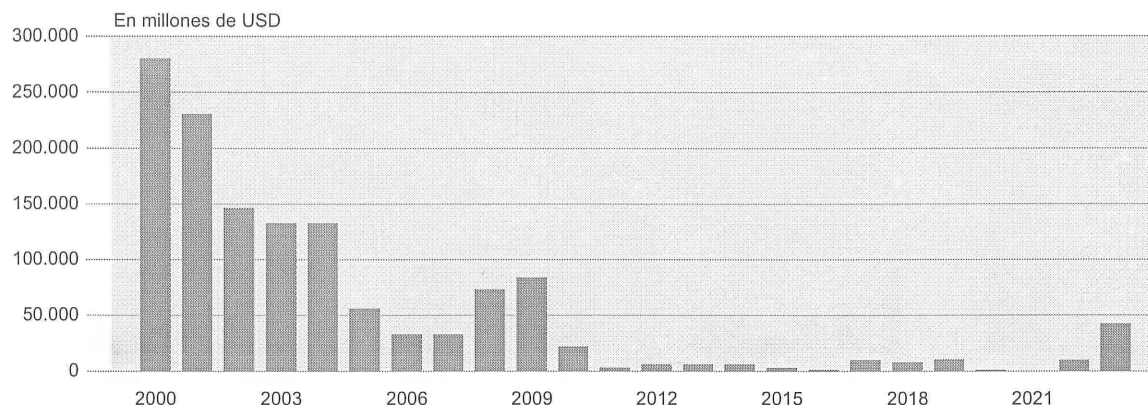
cionales, industria, telecomunicaciones, utilities y soberanos), que combinados con 3 plazos distintos (1-3 años, entre 4 y 6, y más de 7) y 5 niveles de *rating*, ofrecen un total de 49 índices(4). Este elevado número de referencias(5) imposibilita la utilización de la renta fija privada como *benchmark* de mercado. No obstante, en un nivel más segmentado, sí que podrían ser de utilidad para analizar la situación de un determinado sector y comparar, por ejemplo, la evolución de las empresas de telecomunicaciones con los bancos. Sin embargo, queda patente la escasa utilidad a la hora de representar el nivel de los tipos de interés de una determinada economía.

#### Las Agencias norteamericanas como alternativa a las referencias del Tesoro norteamericano.

Una de las principales convulsiones en el mercado de renta fija estadounidense en lo que llevamos de 2000 está siendo el comportamiento de las GSE's o Agencias norteamericanas (Government Sponsored Enterprises). La principal actividad de estas entidades privadas patrocinadas por el Gobierno de los Estados Unidos (Fannie Mae, Freddie Mac, Sallie Mae más los bancos Federal Home and Loan Bank y Federal Farm Credit Bank) es la compra de préstamos hipotecarios a un amplio número de prestamistas para posteriormente titularlos y emitir activos de renta fija (mayoritariamente) con los que financiar sus actividades. Entre todas ellas componen un mercado con un saldo vivo superior a los 1,4 billones de dólares y que cuenta con emisiones tanto a corto plazo (letras) como a medio y largo plazo (de 2 a 30 años).

Estas empresas están supervisadas por un Comité dependiente del Senado, y disfrutan de líneas de crédito con el Tesoro americano en caso de emergencia. La existencia de estas líneas de crédito, que sólo cubren una pequeña parte del total de pasivos emitidos por las GSE's, ha generado entre los inversores la percepción de que existe una "garantía implícita" del Go-

GRÁFICO 4  
SALDO VIVO DEUDA AGENCIAS Y FEDERAL BANKS



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

bierno de los Estados Unidos sobre la deuda emitida por estos organismos. Además, esta hipotética existencia de garantía implícita por parte del Tesoro ha permitido a las distintas agencias obtener financiación a un menor coste que otras entidades de similares características. En efecto, el diferencial de rentabilidad entre los Bonos del Tesoro americano y la curva de bonos emitidos por estas empresas se sitúa históricamente por debajo del diferencial IRS.

Tal y como hemos comentando inicialmente, la reducción de las necesidades de financiación del Estado, gracias a la consecución de sucesivos y crecientes superávits presupuestarios, ha llevado al Tesoro americano a acometer una fuerte reducción en la emisión, así como la implementación de un programa de recompras de deuda pública (inicialmente orientadas hacia el largo plazo). El objetivo de ello es la eliminación a largo plazo (2015) de la deuda pública negociable emitida, que a 31 de abril de 2000 asciende a más de 3,3 billones de dólares. Ante ello y dada la calificación crediticia de las emisiones realizadas por las *Agencias* (AAA), se ha especulado fuertemente en el mercado con la posibilidad de que la curva de deuda emitida por las GSE's se convirtiera a largo plazo en un sustituto o alternativa a la deuda del Tesoro como principal referencia para las emisiones corporativas.

En los últimos meses y a consecuencia de los comentarios realizados por representantes del Tesoro americano, que contemplaban la posibilidad de suprimir las líneas de crédito específicas para las agencias, y de esta manera eliminar el respaldo tácito del Estado sobre la deuda de estos organismos, se ha producido una importante ampliación de los diferenciales frente a la curva del Tesoro. A ello sin duda se añadió el efecto de "huida hacia la calidad" provocado por las fuertes cesiones en los mercados bursátiles durante el mes de abril y la inversión del tramo largo de la curva del Tesoro americano, muy distorsionado, como hemos comentado por las recompras de deuda.

Esta combinación de factores evitó que la deuda de las *Agencias* aprovechara (en el sentido de reducción de diferenciales frente al Tesoro) el movimiento de los inversores hacia posiciones de mayor calidad crediticia en el mercado de bonos corporativos. Como consecuencia de la "pérdida de calidad" de las agencias norteamericanas, muchos inversores han redireccionado sus inversiones a favor de organismos con calificaciones crediticias AAA y respaldo público explícito, como son los bancos de los Länder y otras agencias alemanas.

En principio, la posibilidad de que la curva de estos emisores sea una alternativa al Tesoro americano como referencia o activo sin riesgo pensamos que es sólo aproximativa, al menos en el medio plazo. Aunque los programas de emisiones *benchmark* iniciados por las *Agencias* durante 1998-1999 han conseguido construir una curva compuesta por una serie de emisiones altamente líquidas, el saldo de la deuda viva de las agencias es limitado en comparación con la deuda del Tesoro (1,4 billones de dólares frente a los más de 3,3 billones del Tesoro americano). No obstante, supera holgadamente, por ejemplo, al tamaño del mayor emisor del Área Euro, que es la República de Italia (cuyo montante total de emisiones asciende a 31 de marzo a 1,12 billones de euros).

En la actualidad, el saldo vivo de deuda con vencimiento superior a 10 años de Fannie Mae, Freddie Mac, Federal Home and Loan Bank y Federal Farm Credit bank se eleva a algo más de 145.000 millones de dólares, frente a los más de 525.000 millones de deuda del Tesoro con vencimiento superior a 10 años. Por este motivo y dado que el tramo de emisiones a mayor plazo (15 a 30 años) de la deuda americana se verá afectado por la creciente reducción de su saldo a lo largo de los años, la curva de *Agencias* se constituye como una buena alternativa a la deuda del Tesoro americano. Además, los diferenciales actualmente existentes entre ambas curvas (cerca de 106 p.b. a 10 años) ofrecen una atractiva alternativa para la diversificación

de carteras, más aún si tenemos en cuenta que la calificación crediticia de estas emisiones es AAA.

modificaciones del nivel objetivo fijado para el tipo de interés de intervención.

(2) (OCDE Economic Surveys: EE.UU., Mayo 2000)

(3) Además, el aumento de importancia relativa del futuro sobre el Bund como instrumento de cobertura de la cartera de deuda europea (supone más del 95 por 100 del total negociado), provoca a su vez una elevación de la demanda del subyacente germano, en un proceso que se autoalimenta.

## NOTAS

(\*) Analistas de Mercados y Coyuntura Económica de Analistas Financieros Internacionales (<http://www.afi.es>).

(1) La regla de política monetaria presenta el tipo de interés de intervención como función de la desviación de la inflación respecto a su tasa objetivo y la desviación del PIB real en relación al PIB real potencial (es decir, su tendencia sostenible en el largo plazo). La regla supone que las autoridades monetarias buscan estabilizar la producción y los precios sobre las sendas consideradas óptimas y que pueden influir sobre estas variables por medio de

(4) Pese a que la combinación de 6 sectores con 3 plazos distintos y 5 niveles de rating permiten calcular 90 Índices AFI de Renta Fija Privada, en muchos casos la ausencia de referencias que cumplan las condiciones de representatividad impide el cálculo del *benchmark*.

(5) Tanto para la deuda europea como española, conseguimos cubrir la totalidad del mercado con sólo seis Índices AFI en cada uno de los casos.