

7.1 Mercados de Deuda Pública

En el ICAE efectuamos un seguimiento del mercado de deuda español, estimando curvas diarias cupón cero mediante el método de Nelson y Siegel (1987).

En las próximas secciones analizamos las pautas generales de comportamiento del mercado de deuda a lo largo de 2004 y principios de 2005.

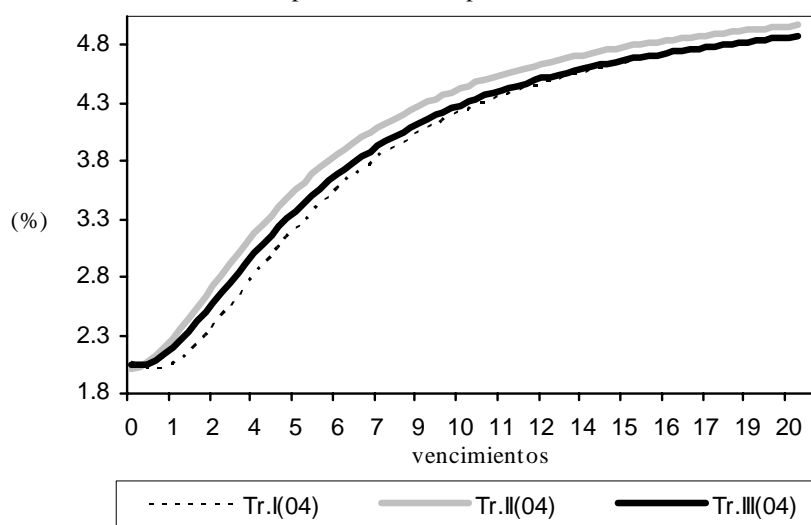
7.1.a. Evolución del Mercado

Estructura Temporal de Tipos de Interés.

En 2004 los tipos de interés de la deuda pública española han mostrado un comportamiento muy volátil. Ello se ha reflejado en el perfil de la Estructura Temporal de Tipos de Interés (ETTI), cuyo tramo corto ha pasado de ser creciente a decreciente en varias ocasiones.

En el primer trimestre de 2004, la ETTI presentaba un perfil suavemente decreciente en su tramo corto, entre los plazos de 1 día y 1 año, y creciente posteriormente. Este perfil reflejaba que a corto plazo los inversores esperaban bajadas de tipos de interés. A medio y largo plazo las expectativas eran marcadamente alcistas.

ESTRUCTURA TEMPORAL DE TIPOS DE INTERÉS
Tipos de Interés Cupón Cero



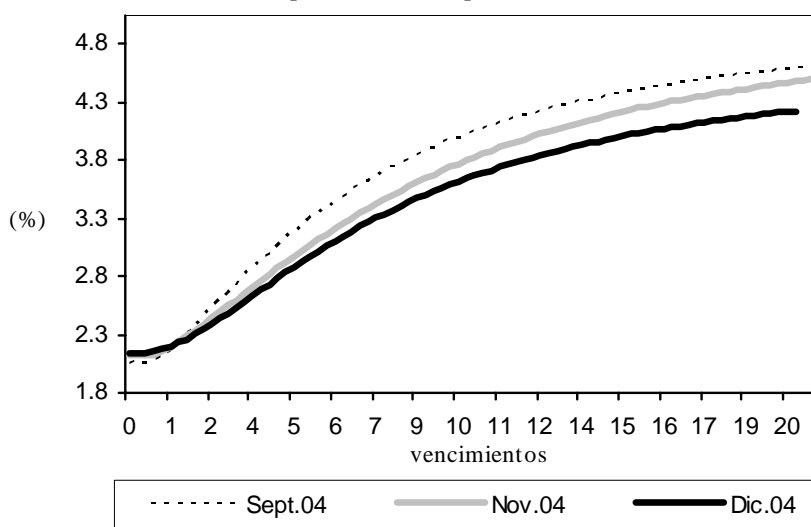
Los sucesos del pasado 11-M, la debilidad de la coyuntura europea y el buen comportamiento de la inflación son algunos de los factores que influyeron en el ánimo de los inversores.

A partir de abril, sin embargo, se produjo un cambio de perfil en el tramo corto de la Estructura Temporal de Tipos de Interés, que pasó de ser decreciente a ser creciente. La pendiente de la curva, medida por el diferencial de tipos de interés a 1 año y 1 día, que a finales de marzo era de -8 puntos básicos se situó 11 puntos básicos en abril.

A la vez que cambiaba el perfil, la ETTI se fue desplazando de forma ascendente produciéndose aumentos de tipos en todos los plazos. Comenzaba entonces una etapa de tipos alcista que se mantuvo hasta junio del pasado año. En este mes, la pendiente de la ETTI, llegó a situarse en 38 puntos básicos, desde los 11 puntos básicos de abril. La subida de tipos de interés en el segundo trimestre se debió a factores económicos y no monetarios, ya que el BCE no movió ficha en todo el año.

ESTRUCTURA TEMPORAL DE TIPOS DE INTERÉS

Tipos de Interés Cupón Cero



En Estados Unidos los datos de contabilidad nacional del primer trimestre confirmaron la buena salud de la economía a la vez que alertaban a la FED de un posible repunte de precios. En este contexto se produjo un cambio en el discurso de la FED que empezó a hablar de un posible tensionamiento al alza de los tipos de interés. Aunque la subida de tipos en dólares no se materializó hasta junio, desde entonces los mercados comenzaron a incorporar en sus cotizaciones tales previsiones, tanto en Estados Unidos

como en Europa. La mejora de la coyuntura europea animaba a pensar en un posible movimiento al alza por parte del BCE.

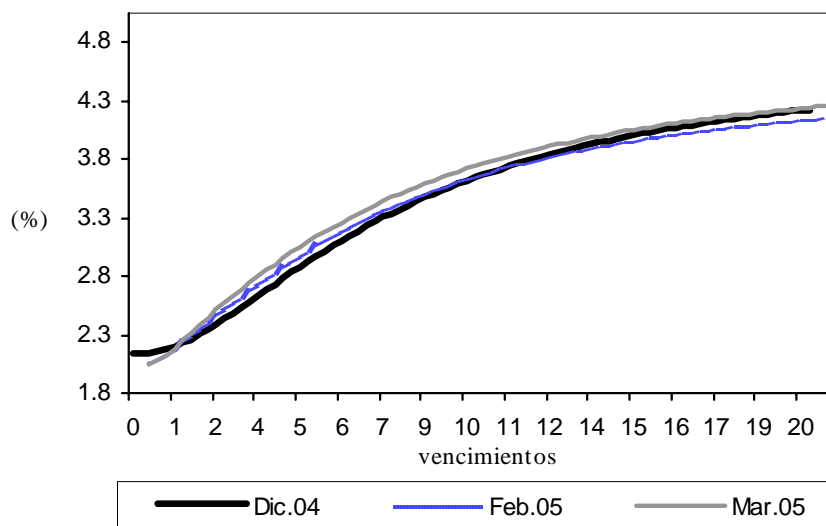
En los meses estivales se volvió a producir un vuelco en el escenario de tipos previsto por los inversores. La tendencia que hasta junio había sido al alcista, empezó a ser descendente, produciéndose importantes descensos de tipos en todos los plazos. El perfil de la ETTI, siguió siendo creciente pero se redujo mucho su pendiente. El diferencial de tipos a 1 año y 1 día, que en junio llegó a ser de 38 puntos básicos se redujo hasta 26 puntos básicos en septiembre y hasta 5 puntos básicos en diciembre.

En 2005, la tendencia de los tipos de interés de la deuda pública española está volviendo a ser alcista. La ETTI se ha desplazado de forma ascendente pivotando sobre los plazos más cortos. Ello ha hecho que aumente su pendiente. El diferencial de tipos a 1 año y 1 día, que en diciembre era de 5 puntos básicos se elevó hasta 14 puntos básicos en enero y hasta 27 puntos básicos a finales de marzo.

Actualmente, el perfil de la ETTI es creciente en todos los plazos, lo que sugiere que las expectativas de tipos son alcistas. No obstante, la pendiente de la ETTI en su tramo más corto, entre 1 día y 6 meses, sigue siendo muy reducida, lo que sugiere que a corto plazo no se esperan subidas de tipos de interés.

ESTRUCTURA TEMPORAL DE TIPOS DE INTERÉS

Tipos de Interés Cupón Cero



Evolución de los tipos de interés cupón cero y por vencimientos

En el primer trimestre de 2004, los tipos de interés de la deuda pública española mostraron una tendencia descendente. La

debilidad de la coyuntura europea y el buen comportamiento de la inflación unido a otros factores como los ataques terroristas del 11-M, determinaron dicha tendencia.

Los tipos inferiores a 6 meses se mantuvieron relativamente estables con descensos no superiores a 8 puntos básicos. Los tipos a medio y largo plazo experimentaron descensos importantes que oscilaron entre los 14 puntos básicos del tipo a 1 año y 28 puntos básicos del tipo a 5 años.

En el segundo trimestre de 2004 se produjo un cambio de tendencia en los tipos de la deuda pública española, pasando de ser descendente a ser alcista. En términos medios, el tipo de interés a 1 año aumentó 23 puntos básicos, colocándose en el 2,22%. Los tipos a tres y cinco años aumentaron 37 y 33 puntos básicos, colocándose en niveles respectivos del 2,95% y 3,57%.

La mejora de la coyuntura europea y los excelentes datos que se publicaron al otro lado del Atlántico, fueron los factores que determinaron la subida de tipos en España. Obviamente, en un contexto macroeconómico más optimista la posibilidad de que el BCE endureciese la política monetaria era más alta. Es por ello que ante mejores perspectivas para la Eurozona, como las vividas en el segundo trimestre, los mercados incorporaron aumentos de tipos de interés en sus cotizaciones, con el consecuente aumento de tipos de interés.

Variación de tipos de interés (p.b.)

	1 día	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
Tr. II(04) - Tr.I(04)	-5	-2	4	12	23	37	33	20	14
Tr.III(04) - Tr.II(04)	3	2	0	-2	-7	-16	-18	-15	-13
Tr.IV(04) - Tr.I(04)	3	5	10	15	18	0	-22	-43	-44
Sep. 04 -Tr.II(04)	3	3	4	5	3	-14	-28	-38	-38
Nov.04 -sep(04)	7	6	5	2	-2	-15	-22	-21	-15
Dic.04 -sep (04)	10	8	4	-1	-11	-33	-41	-43	-40
ene.05 -dic.04	-5	-4	-2	0	4	8	6	-4	-11
feb. 05 -dic. 04	-8	-6	-3	2	9	19	17	5	-3
mar. 05 - dic.04	-9	-7	-2	3	12	27	26	14	7

En los meses estivales volvió a producirse un vuelco en las expectativas de los inversores, pasando de ser alcistas a ser nuevamente a la baja, reflejándose en las cotizaciones que

experimentaron descensos considerables. A finales de septiembre, los tipos de interés a 3, 5 y 10 años se situaban en tasas respectivas del 2,81%, 3,29% y 4,02%, 14 puntos básicos (p.b.), 18 p.b. y 38 p.b. por debajo de los niveles medios del segundo trimestre.

Desde septiembre y hasta finales de año la tendencia de los tipos de interés a medio y largo plazo siguió siendo a la baja. A finales de año el tipo de interés a 3 años se colocaba en un nivel del 2,48%, 33 p.b. por debajo de los niveles cotizados en septiembre. Por otra parte, los tipos a 5 y 10 años se situaban en niveles respectivos del 2,88% y 3,59%, 41 p.b. y 43 p.b. por debajo de los niveles cotizados a finales de septiembre.

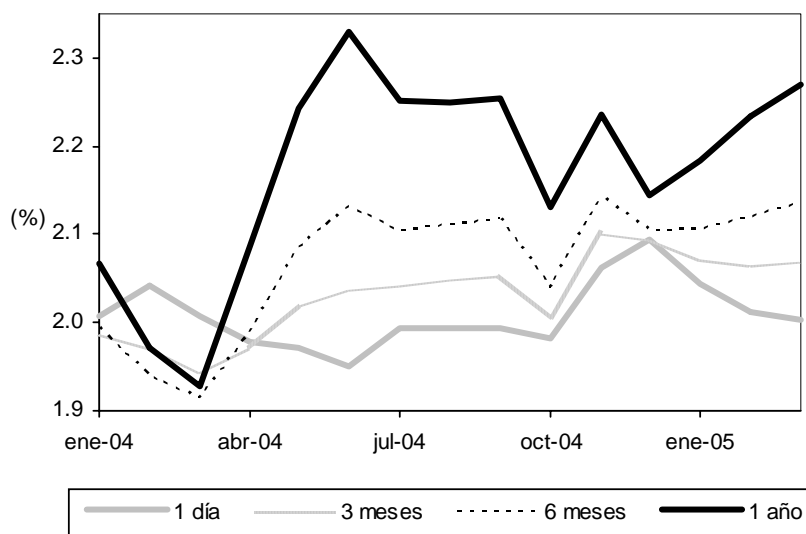
Los tipos a corto plazo, inferiores a 1 año, se mantuvieron relativamente estables en el segundo semestre, lo mismo que en la primera parte del año. La estabilidad de los tipos a corto plazo se debe a la decisión del BCE de mantener el tipo de interés en el 2,0%.

En 2005, la tendencia de los tipos españoles, al igual que el resto de tipos en la Eurozona, está siendo alcista. El tipo de interés a 1 año se ha elevado 12 puntos básicos situándose ahora en un nivel del 2,27%. Los tipos a 3, 5 y 10 años se han colocado en tasas del 2,75%, 3,13% y 3,73%, 27 p.b., 26 p.b. y 14 p.b. por encima de los niveles de finales de diciembre de 2004.

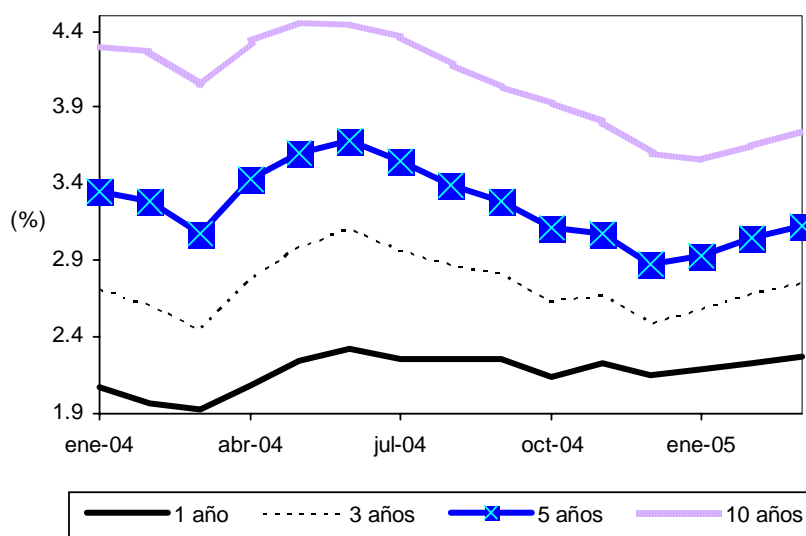
Tipos de interés cupón cero (%)

	1 día	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
Tr. I(04)	2.02	2.00	1.97	1.95	1.99	2.58	3.23	4.19	4.61
Tr.II(04)	1.97	1.98	2.01	2.07	2.22	2.95	3.57	4.40	4.74
Tr.III(04)	1.99	2.00	2.01	2.05	2.16	2.79	3.39	4.25	4.62
Tr.IV(04)	2.05	2.05	2.07	2.10	2.17	2.59	3.01	3.77	4.17
sep. 04	1.99	2.01	2.05	2.12	2.25	2.81	3.29	4.02	4.37
oct. 04	1.98	1.99	2.01	2.04	2.13	2.62	3.11	3.93	4.32
nov. 04	2.06	2.07	2.10	2.14	2.24	2.66	3.07	3.81	4.21
dic. 04	2.09	2.09	2.09	2.10	2.15	2.48	2.88	3.59	3.97
ene. 05	2.04	2.05	2.07	2.11	2.18	2.57	2.93	3.55	3.87
feb. 05	2.01	2.03	2.06	2.12	2.23	2.68	3.05	3.65	3.94
mar. 05	2.00	2.02	2.07	2.14	2.27	2.75	3.13	3.73	4.04

Evolución de los tipos de interés a corto plazo



Evolución de los tipos de interés a largo plazo



7.1.b. Diferenciales de Tipos de Interés

Los diferenciales de tipos de interés a corto plazo, 1 año-1 día, 1 año-3 meses y 1 año-6 meses, han sido negativos en el primer trimestre de 2004 y positivos a partir de abril. El seguimiento del signo de los diferenciales refleja claramente cómo han ido cambiando las expectativas del mercado respecto a la actuación prevista por la autoridad monetaria.

Como ya se ha mencionado, durante el primer trimestre de 2004 los diferenciales a corto plazo fueron negativos, lo que refleja que a comienzos de año los inversores esperaban una política laxa de tipos. Cabe mencionar no obstante que la pendiente de la ETTI en su tramo corto, aunque fue negativa en el primer trimestre, era bastante reducida lo que significa que la probabilidad otorgada por el mercado a un descenso de tipos de interés era pequeña.

En el segundo trimestre los diferenciales de tipos de interés a corto plazo, que habían sido negativos en el primer trimestre pasaron a ser positivos, y aumentaron progresivamente a lo largo del segundo trimestre. El diferencial de tipos 1 año y 1 día se elevaba hasta los 25 puntos básicos (p.b.) y el diferencial 1 años y 3 meses lo hacía hasta los 21 p.b.. Los diferenciales entre los tipos a 3 años y 1 año y 5 años y 1 año, también se elevaron situándose en 73 p.b. y 135 p.b. respectivamente.

Como ya hemos mencionado en secciones anteriores el aumento de los diferenciales respondió a un entorno económico más favorable, con mejores perspectivas para la Eurozona y previsiones inminentes de subidas de tipos en Estados Unidos.

En el tercer trimestre se volvió a deteriorar el clima económico debido sobretudo al temor a que la subida del precio del crudo dañase a las economías de la Eurozona que no terminaban de recuperarse.

De forma paralela al deterioro de las expectativas económicas los diferenciales de tipos de interés a corto plazo volvieron a estrecharse aunque siguieron siendo positivos en todo momento. El diferencial de tipos a 1 año y 1 día, que en septiembre era de 26 puntos básicos se redujo hasta 5 puntos básicos en diciembre. Lo mismo ocurrió con los diferenciales de tipos a 1 año y 3 meses y 1 año y 6 meses, que se colocaron en 4 puntos básicos siendo de 20 y 14 puntos básicos en septiembre.

Los diferenciales de tipos de interés a 3 años-1 año, 5 años-1 año y 10 años-1 año, también se estrecharon en la segunda mitad de año. A finales de año se situaban en 34 p.b., 73 p.b. y 145 p.b.. Estos diferenciales eran de 56 p.b., 103 p.b., y 177 p.b. a finales de septiembre.

En 2005, los diferenciales de tipos de interés se están volviendo a ampliar. Las expectativas de subidas de tipos han hecho que aumenten los tipos de interés a medio y largo plazo, y lo han hecho en una cuantía mayor que los tipos a corto, lo que está

haciendo que aumenten los diferenciales de rentabilidad entre los bonos y obligaciones y las letras.

Los diferenciales de tipos de interés a 3 años-1 año, 5 años-1 año y 10 años-1 año se han elevado hasta los 48 puntos básicos, 86 puntos básicos y 146 puntos básicos.

Diferenciales de tipos de interés (p.b.)

	1 año - 1día	1 año - 3 meses	1 año - 6 meses	3 años - 1 año	5 años - 1 año	10 años - 1 año	15 años - 1 año
Tr. I(04)	-3	2	4	59	125	221	262
Tr.II(04)	25	21	15	73	135	218	252
Tr.III(04)	16	15	11	64	123	209	246
Tr.IV(04)	13	10	8	41	84	160	199
sep. 04	26	20	14	56	103	177	211
oct. 04	15	13	9	49	98	179	219
nov. 04	17	13	9	42	83	157	198
dic. 04	5	5	4	34	73	145	183
ene. 05	14	11	8	38	75	137	168
feb. 05	22	17	11	44	82	141	171
mar. 05	27	20	13	48	86	146	177

7.1.c. Expectativas de tipos de interés

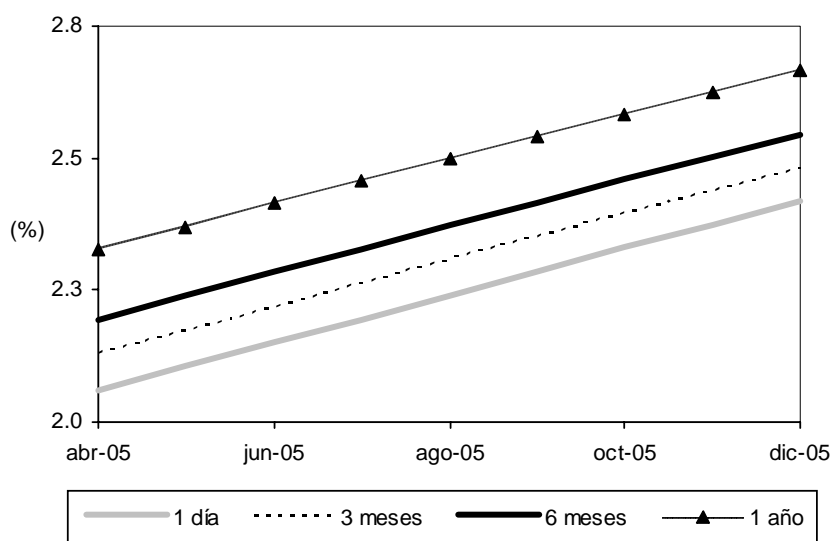
Expectativas de tipos de interés 2005 y finales de 2004.

Las curvas de tipos de interés forward implícitos a plazos de 1 día, 1 mes, 3 meses, 6 meses y 1 año, presentan un perfil creciente en todos los horizontes. Dicho perfil refleja que los inversores descuentan un escenario de tipos de interés alcista en el horizonte de 2005. El tipo de interés implícito a plazo de un día en el horizonte de agosto de 2005 es del 2,24%, 24 puntos básicos por encima del tipo a 1 día cotizado actualmente. En este horizonte, los tipos de interés implícitos a plazos de 3 meses, 6 meses y 1 año son respectivamente del 2,31%, 2,37% y 2,50%, alrededor de 25 puntos básicos por encima de los niveles actuales.

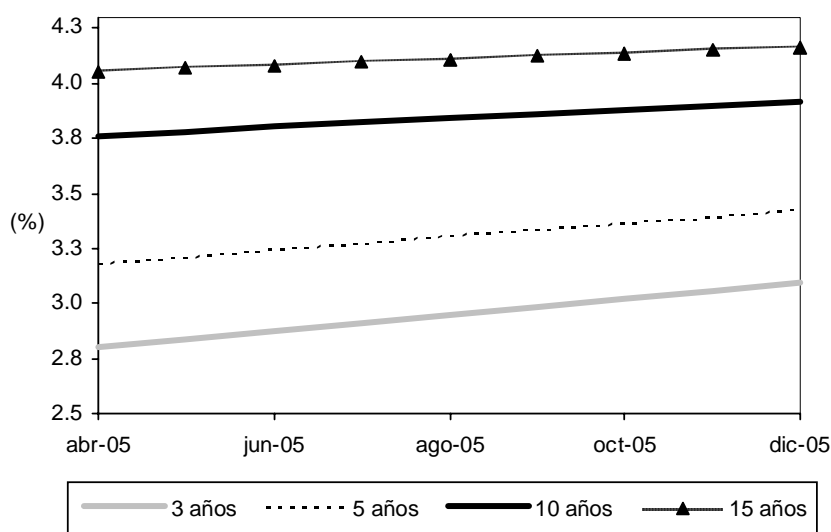
Según estos datos, los inversores descuentan un aumento del tipo a 1 día de 25 puntos básicos para mediados de año. De cumplirse tales previsiones el tipo de interés en la zona euro se situará en los meses estivales en el 2,25%. Para los tipos a medio y largo plazo, las previsiones son también alcistas. El tipo implícito a 3 años en el horizonte de agosto de 2005 es del 2,95%, 20 puntos básicos por encima de los niveles cotizados en la actualidad. Los

tipos de interés implícitos a 5 y 10 años son del 3,30% y 3,84%, 17 p.b. y 11 p.b. por encima de los niveles actuales.

Expectativas de tipos a corto plazo para 2005



Expectativas de tipos a largo plazo para 2005



También se esperan subidas en los tipos a medio y largo plazo, pero éstas serán algo más reducidas. El tipo forward implícito a plazo de 3 años es del 3,09%, por encima del 2,75% cotizado actualmente. Los tipos a 5 años y 10 años que ahora cotizan a tasas del 3,13% y 3,73%, se espera que aumenten hasta el 3,42% y 3,92% respectivamente.

Estos datos reflejan que el mercado asigna una probabilidad del 84% a que el BCE suba el tipo de interés 50 puntos básicos en 2005. Esta subida sería gradual. Se espera, como ya hemos dicho,

un aumento de 25 puntos básicos para mediados de año, y otros 25 puntos básicos (con una elevada probabilidad) para diciembre de 2005.

Expectativas de Tipos de Interés (%)

	1 día	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
jun.05	2.15	2.17	2.22	2.28	2.41	2.88	3.24	3.80	4.08
sept.05	2.29	2.31	2.35	2.42	2.54	2.99	3.33	3.86	4.13
dic.05	2.42	2.44	2.48	2.54	2.67	3.09	3.42	3.92	4.16

Variaciones previstas respecto a los niveles actuales (p.b.)

	1 día	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
jun.05	15	15	15	15	14	13	11	7	5
sept.05	28	28	28	28	27	24	20	13	9
dic.05	42	41	41	41	40	34	29	18	13