

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 2005.

7.1.a. Evolución del Mercado

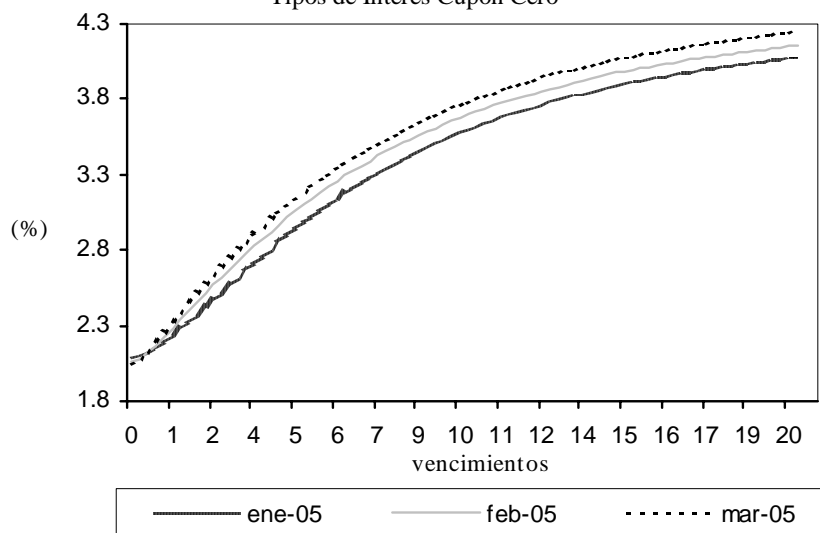
Estructura Temporal de Tipos de Interés.

En 2005 los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública española se han mantenido relativamente estables, cotizando a tasas de alrededor del 2,0%, los tipos inferiores a 3 meses y del 2,25% los tipos entre 6 meses y 1 año. Los tipos a largo plazo, han mostrado una tendencia descendente, aunque en algunos meses y de forma puntual la tendencia ha sido alcista.

En estos meses el perfil de la deuda pública española ha estado caracterizado por ser creciente en todos sus plazos, consistente con expectativas alcistas de tipos de interés. Este era el perfil de la ETTI en enero de 2005. En los meses posteriores, febrero y marzo, la ETTI se desplazó de forma ascendente, pivotando sobre los plazos más cortos, pero manteniendo el mismo perfil.

ESTRUCTURA TEMPORAL DE TIPOS DE INTERÉS

Tipos de Interés Cupón Cero

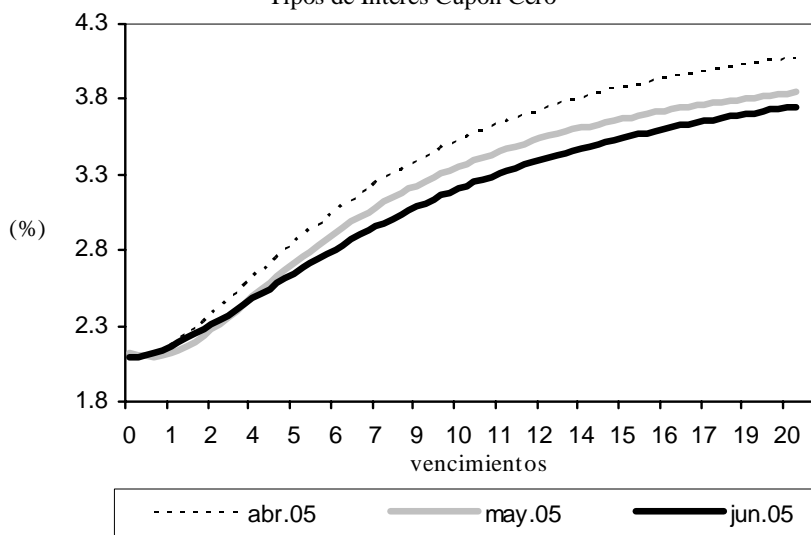


El desplazamiento de la ETTI llevó consigo una subida de tipos de interés y una ampliación de los diferenciales a largo y a corto plazo. La pendiente de la ETTI en su tramo corto, medida por el diferencial de tipos a 1 año y 1 día, se elevó hasta 27 puntos básicos, frente a los 14 puntos básicos de enero.

La subida de tipos de interés se produjo en respuesta a un entorno económico más optimista, anticipando posibles subidas de tipos por parte del BCE.

En el segundo trimestre sin embargo, la tendencia de los tipos de interés volvió a ser descendente. La Estructura Temporal de Tipos de Interés, se fue desplazando de forma descendente, pivotando de nuevo sobre los plazos cortos. El perfil de la ETTI en su tramo corto, que había sido creciente en los primeros meses del año, pasó a ser prácticamente plano en mayo. El diferencial de tipos de interés a 1 año y 1 día, que llegó a ser de 27 puntos básicos en marzo, se redujo hasta 8 puntos básicos a finales de abril y hasta 0 puntos básicos en mayo.

ESTRUCTURA TEMPORAL DE TIPOS DE INTERÉS
Tipos de Interés Cupón Cero



Varios son los factores que explican este descenso, aunque todos son de índole económico. La debilidad de la economía alemana, que no termina de despagar, unido a los buenos datos de inflación en Europa, no hacían aconsejable nuevas subidas de tipos en la Eurozona. Al otro lado del Atlántico, los datos publicados tampoco eran muy boyantes, lo que indujo a un mayor pesimismo de los inversores. En este contexto la reacción del mercado fue a la

baja. El mercado revisó a la baja su escenario de tipos de interés produciéndose descensos de tipos en todos los plazos, excepto en los más cortos que seguían anclados en el 2,0%.

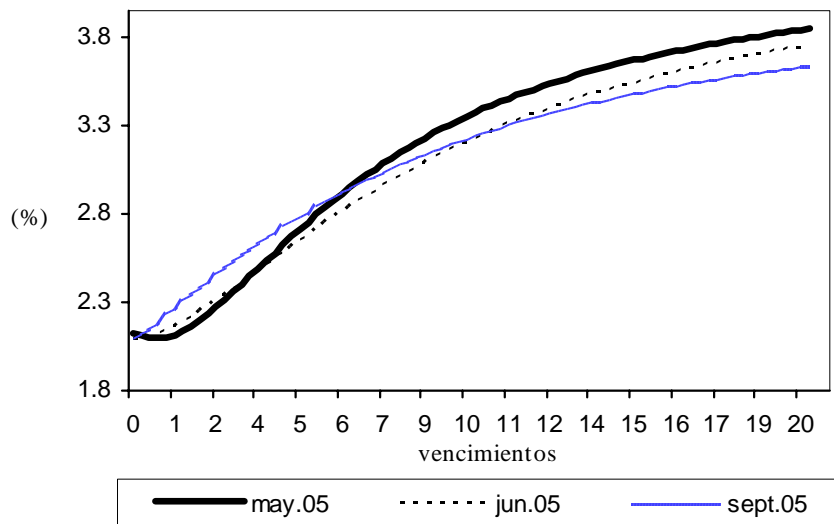
En los meses estivales, y especialmente en septiembre, la tendencia de los tipos de interés a corto plazo ha vuelto a ser alcista. El perfil de la ETTI en su tramo corto, que llegó a ser plano en mayo, ha pasado a ser creciente, produciéndose una elevación de su pendiente. El diferencial de tipos a 1 año y 1 día, que era nulo en mayo, se situó en 17 puntos básicos a finales de septiembre.

En su tramo más largo, entre 10 años y 20 años, la tendencia de los tipos de interés ha seguido siendo a la baja. Para esos plazos, la estructura temporal de tipos de interés cotiza a niveles inferiores a los cotizados a mediados de mayo y junio.

El perfil que muestra la ETTI actualmente, creciente en todos los plazos, sigue siendo consistente con expectativas alcistas de tipos de interés. Parece que el mercado ha revisado al alza sus previsiones de tipos y esta vez se descuentan subidas por parte del Banco Central Europeo, aunque según el mercado estas no se producirán antes de marzo del próximo año.

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 2005, y con la excepción de los tipos a más corto plazo, entre 1 día y 6 meses, los tipos de interés de la deuda pública española mostraron una tendencia ascendente. La subida de tipos de interés se produjo en respuesta a un entorno

económico más optimista, anticipando posibles subidas de tipos por parte del BCE.

Los tipos de interés a más corto plazo se mantuvieron estables, cotizando a tasas de alrededor del 2,0%, que es el nivel oficial fijado por el BCE. El tipo de interés a un año se elevó 8 puntos básicos y se colocó en una tasa del 2,27%. Mayores subidas se produjeron en los tipos a 3, 5, 10 y 15 años, que se colocaron en niveles respectivos del 2,75%, 3,13%, 3,73% y 4,04% lo que supone unos 20 puntos básicos por encima de los niveles cotizados en enero.

En el segundo trimestre de 2005 se produjo un cambio de tendencia en los tipos de la deuda pública española, pasando de ser alcista a ser descendente. El tipo a 6 meses se redujo 6 puntos básicos y el tipo a un año lo hizo 20 puntos básicos. Los tipos a mas largo plazo, entre 3 y 15 años, experimentaron descensos de alrededor de 40 puntos básicos colocándose en niveles respectivos del 2,35%, 2,70%, 3,32%, 3,63%.

En esos meses la economía europea seguía mostrándose un tanto frágil, sobretodo Alemania. Ello, unido a los buenos datos de inflación en Europa, no hacían aconsejable nuevas subidas de tipos en la Eurozona. Este contexto explica que el mercado revisase a la baja su escenario de tipos de interés lo que provocó descensos de tipos en todos los plazos, excepto en los más cortos que siguieron anclados en el 2,0%.

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
mar-05 - ene-05	-4	-3	0	3	8	18	20	18	17
may-05 - mar-05	7	4	-2	-9	-20	-40	-43	-41	-40
sept-05 - may-05	-3	-1	3	8	14	16	5	-14	-20
sept-05 - ene-05	0	0	1	2	3	-6	-18	-37	-43

En los meses estivales la tendencia de los tipos de interés ha sido alcista en los tipos a corto y medio plazo. El tipo a 6 meses se ha elevado 8 puntos básicos y los tipos a 1 año y 3 años han aumentado 14 y 16 puntos básicos. El tipo a cinco años apenas ha aumentado 5 puntos básicos.

Sorprendentemente, los tipos a plazos superiores a 8 años han vuelto a caer. Respecto a los niveles cotizados en mayo, el tipo

a 10 años se ha reducido 14 puntos básicos y el tipo a 15 años lo ha hecho 20 puntos básicos.

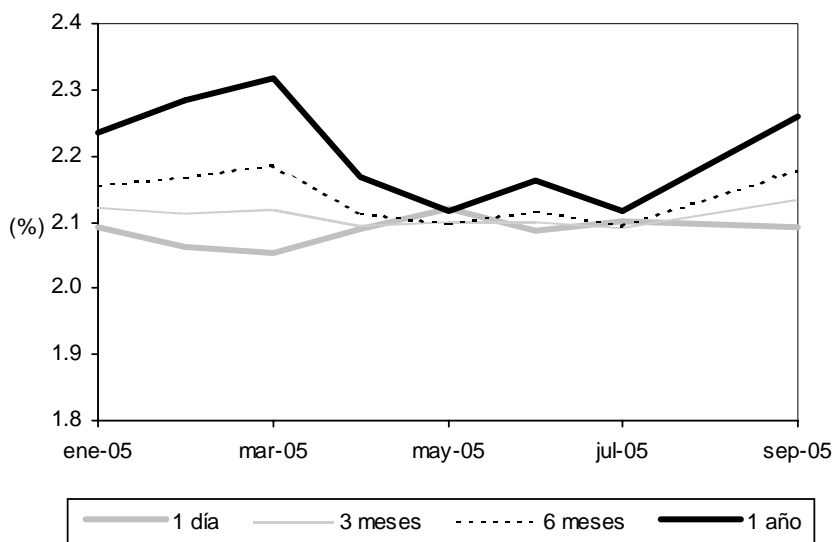
Actualmente, los tipos de interés a corto plazo de la deuda española cotizan a tasas similares a las de principios de 2005.

Los tipos de interés a medio y largo plazo sin embargo lo hacen por debajo de los niveles de principios de año. El tipo a 3 años, cotiza a una tasa del 2,51%, 6 puntos básicos por debajo del tipo cotizado en enero. El tipo a 5 años está en el 2,76%, 18 puntos por debajo del tipo cotizado a principios de 2005. Por último, los tipos a 10 años y 15 años, cotizan a tasas respectivas del 3,18% y 3,43%, 37 y 43 puntos básicos por debajo de los niveles de enero.

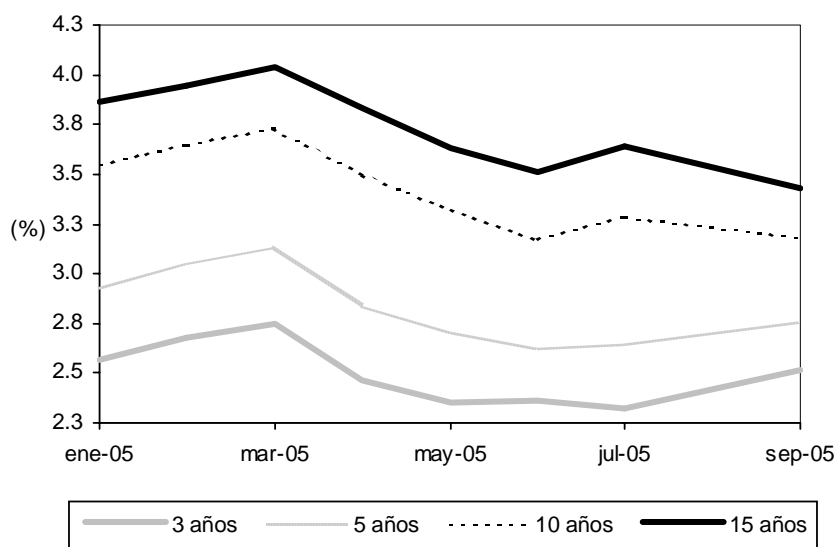
Tipos de interés cupón cero (%)

	1 día	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
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
abr-05	2.04	2.04	2.05	2.06	2.12	2.46	2.84	3.49	3.83
may-05	2.07	2.06	2.05	2.05	2.07	2.35	2.70	3.32	3.63
jun-05	2.04	2.04	2.05	2.07	2.11	2.36	2.63	3.18	3.51
jul-05	2.05	2.05	2.04	2.04	2.07	2.32	2.65	3.29	3.64
sep-05	2.04	2.06	2.09	2.13	2.21	2.51	2.76	3.18	3.43

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

El signo de los diferenciales de tipos de interés a largo y corto plazo, refleja muy bien el escenario de tipos esperado por los inversores. Un diferencial de tipos positivo significa que los inversores descuentan subidas de tipos de interés. Por el contrario, un diferencial de tipos negativo, significa que los inversores esperan descensos de tipos, lo que se producirá cuando el Banco Central reduzca el tipo de referencia en la zona EURO.

En primer lugar hay que comentar que a lo largo de 2005, los diferenciales de tipos de interés, largo/corto plazo, han sido siempre positivos, lo que significa que durante este año las expectativas del mercado han sido siempre alcistas.

Además del signo, el tamaño de los diferenciales nos informa sobre la cuantía de los cambios de tipos previsto. De esta forma un aumento de los diferenciales, cuando son positivos, reflejará que los inversores han revisado al alza sus previsiones de subidas de tipos de interés. Por el contrario, un descenso de los diferenciales refleja que los inversores revisan a la baja sus previsiones de subidas de tipos.

En lo que va de año el seguimiento de los diferenciales refleja muy bien como han ido cambiando las expectativas del mercado respecto a la actuación prevista por la autoridad monetaria.

Como ya se ha mencionado, en 2005 los diferenciales de tipos largo/corto plazo, han sido siempre positivos lo que refleja que las expectativas del mercado han sido alcistas en todo momento. Es el tamaño de estos diferenciales lo que ha ido cambiando a lo largo de los meses.

En el primer trimestre, se produjo una ampliación de todos los diferenciales de tipos de interés. La diferencia entre los plazos de 1 año/1 día, 5 años/1 año, y 10 años/1 año se hizo máxima en marzo situándose en 27 puntos básicos la primera de ellas, 86 puntos básicos la segunda, y 146 puntos básicos la tercera.

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 segundo trimestre se volvió a deteriorar el clima económico. 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 marzo era de 27 puntos básicos se redujo hasta 0 puntos básicos en mayo. Lo mismo ocurrió con los diferenciales de tipos a 1 año y 3 meses y 1 año y 6 meses, que se colocaron en 2 puntos básicos siendo de 11 y 8 puntos básicos en enero.

Los diferenciales de tipos de interés a 3 años-1 año, 5 años-1 año y 10 años-1 año, también se estrecharon, colocándose en mayo en 28 puntos básicos, 64 puntos básicos, y 126 puntos básicos.

En los últimos meses la evolución de los diferenciales de tipos de interés está siendo desigual. Los diferenciales entre tipos a 1 año/ 1 día, 1 año/3 meses y 1 año/6 meses, han vuelto a aumentar, reflejando con ello que los inversores han revisado al alza su escenario de subidas de tipos de interés. Sin embargo, los diferenciales de tipos a 10 años/1 año y 5 años/1 año, han seguido cayendo y se han colocado en niveles de 97 puntos básicos y 55 puntos básicos respectivamente.

Diferenciales de tipos de interés (p.b.)

	1 año - 1 día	1 año - 3 mese	1 año - 6 mese	3 años - 1 año	5 años - 1 año	10 años - 1 año	15 años - 1 año
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
abr-05	8	7	5	34	72	138	172
may-05	0	2	2	28	64	126	156
jun-05	7	6	4	25	52	107	139
jul-05	2	3	2	26	58	122	157
sep-05	17	13	8	30	55	97	122

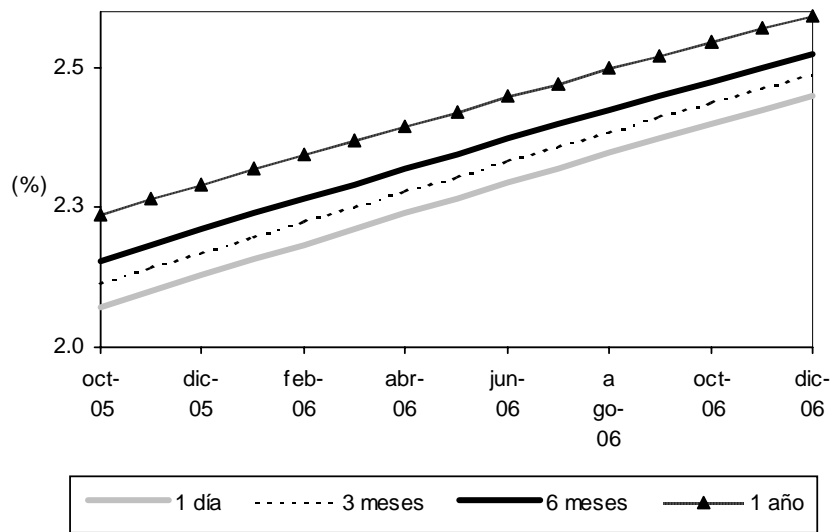
7.1.c. Expectativas de tipos de interés

Expectativas de tipos de interés 2005 y finales de 2004.

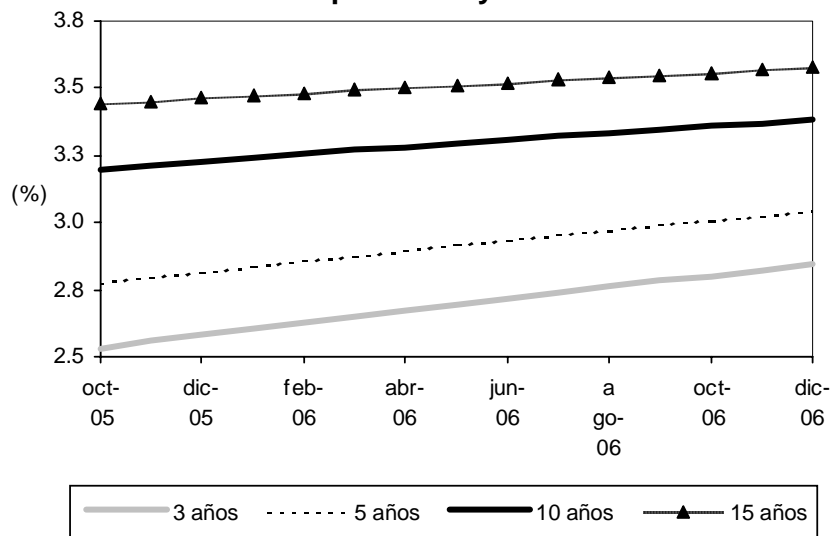
Las curvas de tipos de interés forward implícitos a plazos de 1 día, 1 mes, 3 meses, 6 meses y 1 año, presentan un perfil creciente en todos los horizontes. Dicho perfil refleja que los inversores descuentan un escenario de tipos de interés alcista en el horizonte de 2006. A corto plazo, el mercado descuenta un escenario de tipos estable. El tipo de interés implícito a plazo de un día en el horizonte de diciembre de 2005 es del 2,13%, apenas 9 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 2,17%, 2,21% y 2,29%, sólo 8 puntos básicos por encima de los niveles actuales.

El tipo de interés implícito a plazo de un día en el horizonte de junio de 2006 es del 2,29%, 25 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 2,33%, 2,37% y 2,45%, alrededor de 25 puntos básicos por encima de los niveles actuales.

Expectativas de tipos a corto plazo para 2005 y 2006



Expectativas de tipos a largo plazo para 2005 y 2006



De cumplirse las expectativas del mercado, el tipo de interés de referencia en la zona Euro se elevará 25 puntos básicos a mediados del año próximo. Existe una probabilidad del 50% de que dicha subida se adelante y sea para marzo de 2006.

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 2,72%, 21 puntos básicos por encima de los niveles actuales. Los tipos a 5 años y 10 años que ahora cotizan a tasas del 2,76% y 3,18%, se espera que aumenten hasta el 2,94% y 3,31% respectivamente.

El tipo de interés implícito a plazo de un día en el horizonte de diciembre de 2006 es del 2,45%, 41 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 2,49%, 2,52% y 2,59%, alrededor de 40 puntos básicos por encima de los niveles actuales.

Estos datos reflejan que el mercado asigna una probabilidad elevada a que el BCE volviese a subir los tipos en el segundo semestre del año. El aumento previsto por el mercado sería de otros 25 puntos básicos. De cumplirse sus previsiones el tipo de interés de referencia en la zona Euro cerraría el 2006 a un 2,50%.

Expectativas de Tipos de Interés (%)

	1 día	1 mes	3 meses	6 meses	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
dic-05	2.13	2.14	2.17	2.21	2.29	2.58	2.82	3.23	3.46
mar-06	2.21	2.22	2.25	2.29	2.37	2.65	2.88	3.27	3.49
jun-06	2.29	2.31	2.33	2.37	2.45	2.72	2.94	3.31	3.52
dic-06	2.45	2.46	2.49	2.52	2.59	2.84	3.04	3.38	3.58

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
dic-05	9	9	8	8	8	7	6	4	3
mar-06	17	17	17	16	16	14	12	8	6
jun-06	25	25	25	24	24	21	18	13	9
dic-06	41	41	40	40	38	33	29	20	15