

LA ECONOMIA ESPAÑOLA, LA PESETA Y LA POLITICA MONETARIA

Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Las presiones depreciadoras que se pusieron de manifiesto a lo largo de la segunda mitad del mes de abril, y que desvanecieron toda posibilidad de reducción de los tipos de intervención diaria del BE al calor de los descensos de tipos en Francia y Alemania, han aflorado por fin a la cotización de la peseta. Una vez anunciada la resolución de la subasta de la tercera decena de abril, la peseta se deslizó rápidamente desde las 72,8 pesetas por marco iniciales, hasta niveles próximos a las 74 pesetas, y llegó a cotizar puntualmente algo por encima de este nivel. Las dos rondas de intervenciones concertadas -la primera al final de la mañana y la segunda al inicio de la tarde de ese día- de todos los bancos centrales, lideradas por el Bundesbank, han frenado la caída de la peseta.

En nuestra opinión, el clima político que está generando el debate pre-electoral es el factor fundamental en la explicación del asalto especulativo contra la peseta. Las declaraciones del presidente del gobierno, en Austria, sobre la "debilidad" del futuro gobierno, los problemas para alcanzar un acuerdo sensato de coalición y la probabilidad de unas nuevas elecciones pasados algunos meses, han sido, en nuestra opinión, la gota que ha colmado el vaso, tras las desafortunadas declaraciones sobre la necesidad de reducir los tipos de interés de los miembros del equipo económico del gabinete que fueron replicadas por el gobernador del BE. Los "deslices" inflacionistas del discurso electoral del principal candidato de la oposición, los titubeos bajistas de los miembros del gobierno y la opinión cada vez más extendida de que los problemas de estabilidad del nuevo gobierno podrían dificultar e incluso paralizar la continuidad de las necesarias reformas estructurales y hacer difícil un reequilibrio definitivo entre política monetaria y política fiscal, han creado un clima de inquietud en el mercado.

Tal y como se presenta la coyuntura política y las propias perspectivas de la economía española, las salidas a la situación actual no son fáciles, **a pesar de que los factores fundamentales avalan el mantenimiento de la paridad actual de la peseta en el SME**. Las masivas intervenciones de los bancos centrales europeos en favor de la peseta han de ser necesariamente sustituidas en breve por un equilibrio sostenible, pues no pueden tener una continuidad indefinida. Las intervenciones concertadas tienen un valor no solo cuantitativo, sino también **cuantitativo**: son el reconocimiento de que los problemas de la peseta están ligados a la contaminación del proceso electoral y no directamente a factores "fundamentales". **Lo que está en juego hoy es tan importante -la continuidad de nuestro país en la senda de la UEM- que también cabe esperar un giro en la orientación del debate macroeconómico que "tranquilice" a los mercados.** En las condiciones actuales, **no hay alternativa a la política ortodoxa si se quiere evitar la salida de la peseta del MCI**, con las repercusiones que ello tendría sobre las expectativas a medio y largo plazo, la "italianización" de la peseta.

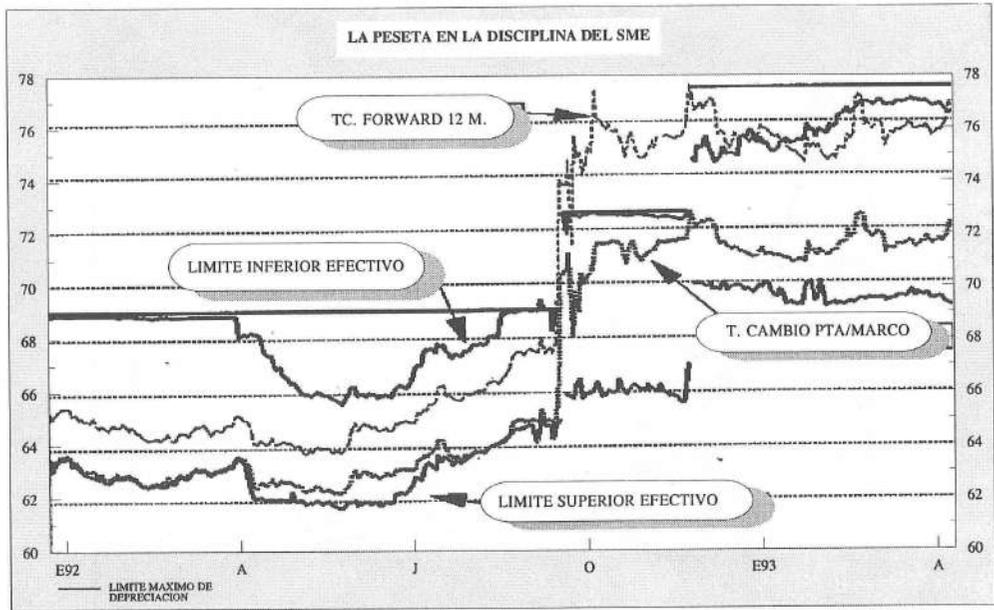
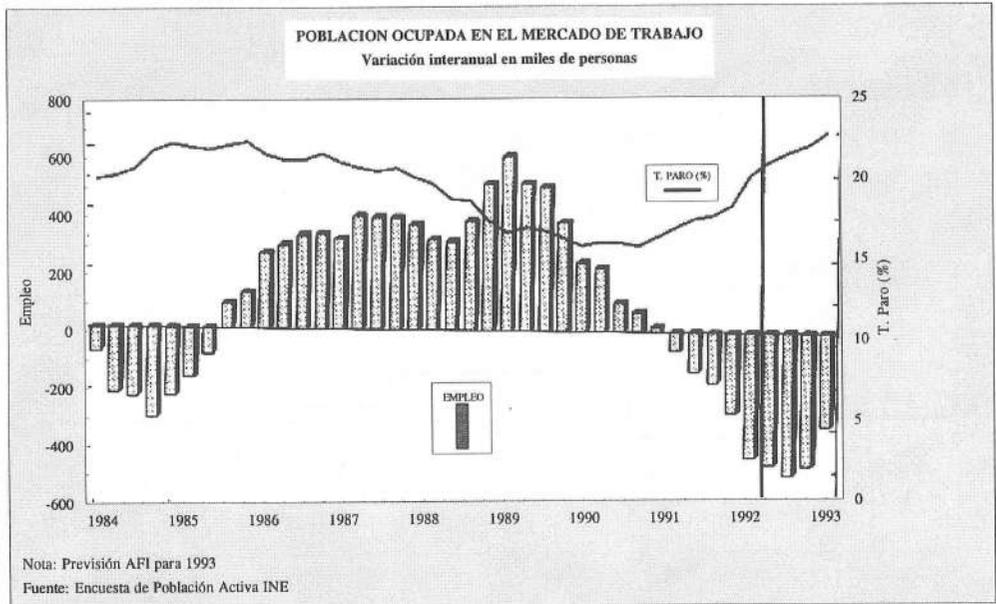
Mejora de los desequilibrios.

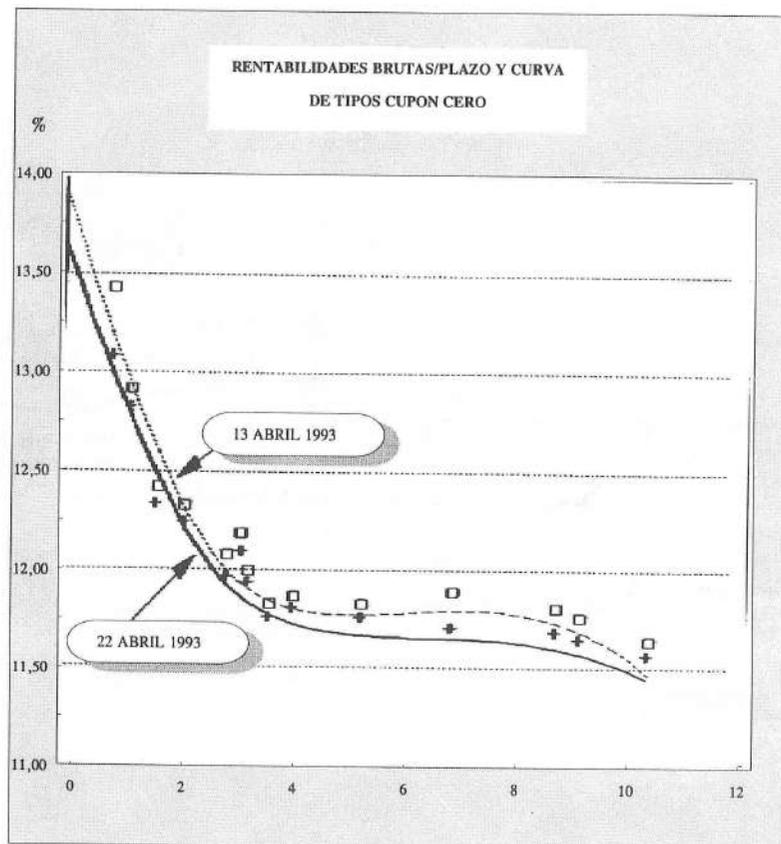
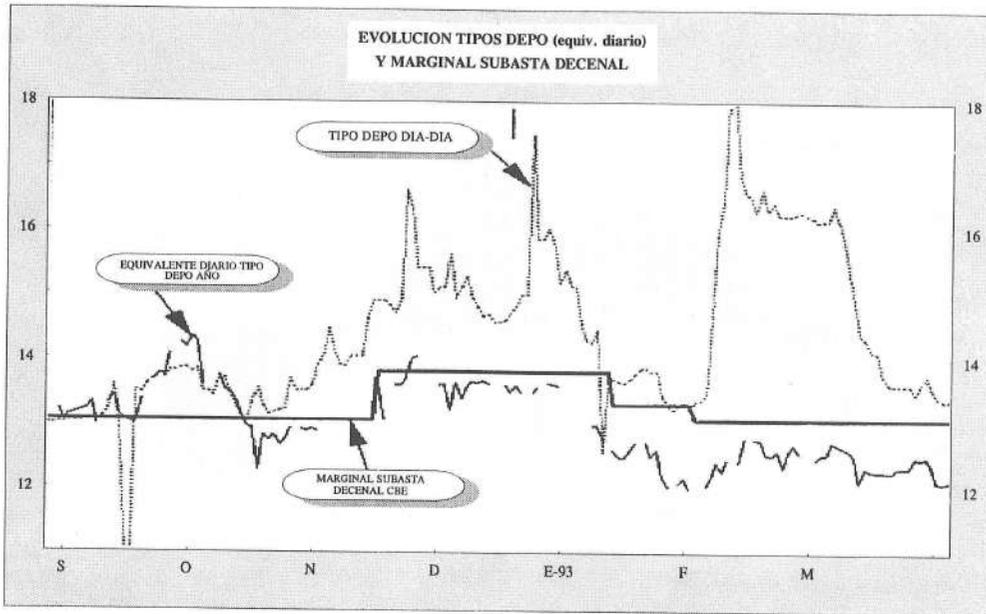
Durante el primer trimestre de 1993 ha tenido lugar una relativa mejora de los desequilibrios fundamentales de la economía española. La tasa interanual de inflación subyacente se ha situado en el 5,9%, frente al 6,8% del mes de diciembre, mientras la del IPC ha descendido hasta el 4,0%, en contraste con el 5,3% del cierre de 1992. Además, la caída del crecimiento de las importaciones ha sido tan intensa en los últimos meses que es previsible una importante corrección del déficit corriente en 1993. **Se trata de unos resultados muy positivos, pero que deben ser calificados de modestos en los términos relevantes para la definición de expectativas de tipos de interés**, al menos, por tres razones: (1) en primer lugar, en relación con sus "costes", fundamentalmente en el empleo y en las perspectivas de expansión a medio y largo plazo; (2) en segundo lugar, en comparación con nuestros socios comunitarios que, con la excepción, de momento, de Alemania están viviendo un proceso de deflación generalizado; y (3) finalmente, si consideramos la probabilidad de que a lo largo de los meses de verano tenga lugar un cierto repunte de las tasas interanuales del IPC. En nuestra opinión, **existe, desde un punto de vista doméstico, un cierto margen de maniobra para reducciones del tipo marginal de la subasta decenal en 1993**: un descenso de este tipo de intervención desde el 13,00% hasta el 12,00% en los próximos meses. Ello supone, por una parte, que bajo nuestra interpretación **no hay ni habrá probablemente en mucho tiempo, tal y como están las cosas, margen para más**, y por otra, que la administración de este margen debe ser especialmente cuidadosa por parte de las autoridades monetarias, con el fin de no ofrecer señales excesivamente bajistas en los mercados.

Los descensos de los tipos de interés oficiales que han tenido lugar en Francia y hoy mismo en Alemania deben ser aprovechados, en nuestra opinión, por las autoridades españolas para reducir en aproximadamente medio punto su tipo decenal, aun cuando la situación cambiaría no permita descensos en los tipos de intervención diaria o incluso pueda exigir elevarlos eventualmente. Sólo de esta forma podría el BE recuperar la iniciativa en la formación de las expectativas del mercado. En nuestra opinión, **el peligro de una nueva crisis en los mercados monetarios** es de tal envergadura durante el actual período pre- electoral que debe valorarse, ahora más que nunca, la emisión de señales en dos líneas paralelas: (1) **reforzamiento de la ortodoxia en la estrategia antiinflacionista del BE**, en una fase caracterizada por un cierto "vacío de poder" en la política económica, al ser tan alta la incertidumbre sobre la composición del futuro gobierno; (2) **tranquilizar a los mercados**, tratando de hacer al nivel de los tipos a corto sostenible -desde un punto de vista doméstico- en sus expectativas, más allá de los vaivenes cambiarios. **Ambas líneas solo son posibles si se restaura el equilibrio perdido entre los tipos de interés de los tramos medios de la curva y los de más a corto plazo, los directamente controlados por el BE.**

La peseta: no devaluar, mantener la disciplina.

Venimos señalando aquí la opinión de que la crisis sufrida por la peseta en el verano del pasado año podría no ser sino el inicio de un proceso de ajuste de nuestra divisa, por un lado, a la paridad de equilibrio a largo plazo marcada por el poder adquisitivo, y por otro, a un escenario de desaceleración de la economía y tendencia a la pérdida de competitividad de la producción doméstica, que hace más difícil la financiación del amplísimo déficit por cuenta corriente generado en la fase expansiva. En este contexto, **la incertidumbre pre-electoral juega todavía en contra de la peseta**: las dudas de los mercados sobre la capacidad de un nuevo gobierno -presumiblemente de coalición, sea cual sea su signo- de asumir los costes políticos y sociales de las reformas estructurales pendientes, única vía para rentabilizar en términos de control de la inflación la desaceleración de la economía, se dispararán probablemente sólo tras el 6 de junio.





Hasta ahora esta incertidumbre no ha dañado especialmente las expectativas muy bajas de las rentabilidades a lo largo de la curva de tipos de interés, quizá, porque éstas se presentan asociadas a fuertes depreciaciones esperadas de la peseta en el horizonte más próximo. Los mercados parecen asociar la caída de la peseta con fuertes descensos de los tipos de interés del BE, lo que nos parece contradictorio con el mantenimiento de la ortodoxia macroeconómica en un contexto en el que es difícil esperar unas políticas fiscales en las administraciones públicas más rigurosas a corto plazo y no está asegurado el consenso político suficiente para llevar a cabo las necesarias reformas estructurales. Pensamos que la demasiado prontamente invertida pendiente de la curva de tipos en los plazos intermedios no es sino un **indicador de la limitada credibilidad actual de la política monetaria**: la insensibilidad de los tipos a dos-tres años respecto a los vaivenes de la intervención del BE afronta unas arraigadas expectativas bajas, asociadas a una depreciación intensa de la peseta, sin duda a su vez inflacionista en el contexto actual.

En nuestra opinión, la política antiinflacionista pasa por "retardar" lo más posible la tendencia actual de la peseta a depreciarse. Ello hace necesario no tanto lanzar señales, mediante los tipos oficiales, insostenibles en el tiempo, como **reforzar la credibilidad de las autoridades, mediante la transmisión de la idea de perseverancia en la política de tipos de interés altos** mientras sea necesario. Esta segunda estrategia hace necesaria, en nuestra opinión, la modulación a la baja, cuando existan condiciones para ello, del tipo decenal.

El objetivo de tal estrategia sería doble: aprovechar las circunstancias del mercado europeo para ajustar el tipo decenal a un nivel más creíble desde el punto de vista doméstico y evitar la crisis de los mercados de deuda a largo plazo que con las carteras actuales podría tener lugar, posiblemente, bajo la alternativa de un mantenimiento.

Pensamos que el BE seguirá manteniendo el rigor en el control del día-día mientras persistan las presiones sobre la peseta. Bajo nuestro punto de vista, difícilmente van a amainar dichas presiones de forma significativa, al menos, hasta que se constituya un nuevo gobierno de tendencia -como es lo más probable- claramente ortodoxa en política macroeconómica.

TIPOS DE REFERENCIA DEL MERCADO			
	13-Abril-93	22-Abril-93	Variación
Tipo marginal subasta compra repo CBE	13.000	13.000	0.000
Tipo compras temporales	13.350	14.000	0.650
Tipo depo 3 meses	14.400	13.900	-0.500
Tipo depo 12 meses	13.500	13.125	-0.375
Tipo FRA a 3 meses:			
Valor junio	12.900	12.950	0.050
Valor septiembre	11.950	11.950	0.000
Tipo FRA a 12 meses:			
Valor junio	12.400	12.500	0.100
Valor septiembre	11.910	11.900	-0.010
TIR bonos del Estado a 3 años (11,85-AGO96)	12.000	11.940	-0.060
TIR bonos del Estado a 5 años (11,45-AGO98)	11.830	11.760	-0.070
TIR obligaciones del Estado a 10 años (10,90-AGO03)	11.640	11.570	-0.070
Posiciones prestadoras o compradoras a las 13 horas.			

ENCUESTA DE POBLACION ACTIVA

Variación interanual en miles de personas

	1992				1993 (p)				1992	1993 (p)
	I	II	III	IV	I	II	III	IV (p)		
Población activa	80,9	133,4	44,3	67,9	105,6	106,0	113,3	105,6	81,6	107,6
Población ocupada	-130,6	-164,4	-264,6	-413,0	-435,6	-470,3	-439,6	-307,3	-243,1	-413,2
Población parada	211,6	297,8	308,9	480,9	541,2	576,3	552,9	412,9	324,8	520,8
Tasa paro (%)	17,5	17,7	18,3	20,1	20,9	21,4	21,8	22,6	18,4	21,7

(p) Previsores AFI

REFERENCIAS DE LA CURVA DE RENTABILIDADES (22/04/93)

Plazo	DEUDA PUBLICA			SWAP-EURO (BASE 365)			
	Tipo cupón cero bruto estimado (1)	Variación res- pecto 13/04/93	Tipo a plazo implicito 1 año	Tipo anual (TIR)	Tipo cupón cero estimado (1)	Variación respecto 13/04/93	Tipo a plazo implicito 1 año
Una año	12.940	-0.177		12.745	12.922	-0.446	
Dos años	12.334	-0.108	11.730	12.330	12.294	-0.152	11.669
Tres años	11.922	-0.071	11.104	11.970	11.891	-0.169	11.093
Cuatro años	11.743	-0.074	11.205	11.810	11.721	-0.183	11.214
Cinco años	11.678	-0.097	11.422	11.780	11.701	-0.097	11.622
Seis años	11.660	-0.123	11.567	11.735	11.654	-0.110	11.420
Siete años	11.653	-0.143	11.608	11.690	11.597	-0.123	11.259
Ocho años	11.634	-0.147	11.504	11.670	11.579	-0.105	11.449
Nueve años	11.586	-0.123	11.205	11.650	11.557	-0.085	11.382
Diez años	11.493	-0.060	10.656	11.630	11.532	-0.065	11.309

Fuente: Analistas Financieros Internacionales

(1) Estructura temporal de tipos según los precios de mercado como medias comprador-vendedor.

RENTABILIDADES DE REFERENCIA EN EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA. (Valor semana)

Referencia	Grado liquidez	Plazo	Precio medio	TIR Bruta (1)	TIR Neta (2)	Diferencia (1)-(2)	Estimac. tipo cupón cero (3)	Sesgo cupón (3)-(1)	Duración	Sensibilidad
B-13.65-MAR94	**	0.88	100.350	13.090	12.540	0.55	13.024	-0.066	0.88	0.79
B-12.00-JUL94	*	1.21	99.000	12.830	12.290	0.54	12.801	-0.029	1.10	1.06
B-11.80-ENE95	**	1.72	99.075	12.340	11.820	0.52	12.491	0.151	1.61	1.47
B-11.40-JUL95	**	2.21	98.325	12.250	11.840	0.41	12.228	-0.022	1.91	1.83
B-13.45-ABR96	***	2.96	103.455	11.970	11.570	0.40	11.933	-0.037	2.63	2.44
B-11.90-JUL96	*	3.21	99.350	12.100	11.720	0.38	11.868	-0.232	2.62	2.54
B-11.85-AGO96	**	3.34	96.050	11.940	11.710	0.23	11.841	-0.099	3.03	2.60
B-11.60-ENE97	**	3.72	99.375	11.760	11.310	0.45	11.777	0.017	3.13	2.88
B-11.00-JUN97	**	4.13	97.375	11.810	11.430	0.38	11.730	-0.080	3.22	3.08
B-11.45-AGO98	**	5.34	95.200	11.760	11.540	0.22	11.669	-0.091	4.41	3.75
O-12.25-MAR00	*	6.91	102.350	11.710	11.330	0.38	11.653	-0.057	5.01	4.65
O-11.30-ENE02	***	8.72	97.750	11.690	11.270	0.42	11.603	-0.087	5.78	5.22
O-10.30-JUN02	***	9.13	92.525	11.650	11.330	0.32	11.577	-0.073	5.68	5.16
O-10.90-AGO03	***	10.34	92.610	11.570	11.350	0.22	11.448	-0.122	6.83	5.67

(*) Datos a las 13.30 h.

DIFERENCIALES DE TIR (p.b.): 13/04 frente al 22/04

	B-13,45	B-11,85	B-11,60	B-11,00	B-11,45	O-11,30	O-10,30	O-10,90
B-11,40	-25/-28	-33/-31	-50/-49	-46/-44	-50/-49	-52/-56	-57/-60	-69/-68
B-13,45		-08/-03	-25/-21	-21/-16	-25/-21	-27/-28	-32/-32	-44/-40
B-11,85			-17/-18	-13/-13	-17/-18	-19/-25	-24/-29	-36/-37
B-11,60				+04/+05	-0/-0	-02/-07	-07/-11	-19/-19
B-11,00					-04/-05	-06/-12	-11/-16	-23/-24
B-11,45						-02/-07	-07/-11	-19/-19
O-11,30							-05/-04	-17/-12
O-10,30								-12/-08

Ejemplo de lectura de la matriz: el diferencial de TIR O 10.90-B 13,45 pasó de -44 p.b. el 13/04 a -40 p.b. el 22/04.