

EL BUNDESBANK Y LOS TIPOS DE INTERES

José María Mas Esteve

Anteriormente al 18 de Marzo los medios de comunicación, en particular, la prensa económica, de habla alemana, difundían una serie de consideraciones y razonamientos, preludeo de la medida que iba a adoptar ese día el Banco Central alemán. Parece interesante sintetizar, como se hace a continuación, tales comentarios, antes de hacer breve referencia a la decisión tomada por el Banco emisor de Alemania.

En aquellos momentos el juego de adivinación preferido en los mercados financieros descansaba en este enunciado: ¿Cuándo bajará el Deutsche Bundesbank sus tipos de interés y en qué cuantía lo hará? Las especulaciones de agentes y analistas se orientaban, entonces, al 18 de Marzo, que era la fecha de la sesión inmediata del Consejo del Banco. Otros mencionan el 1 de Abril como fecha más probable para la adopción de alguna medida. Todos estaban de acuerdo, sin embargo, en que ese momento no se podía hacer esperar por mucho tiempo ya. Igualmente era generalizada la impresión de que el Bundesbank previsiblemente haría descender sus intereses con extremada cautela.

La política de pasos cortos, de distensión paulatina de la política monetaria alemana, desde Septiembre de 1992, recibe de todas formas interpretaciones diferenciadas por parte de los observadores. Un grupo de éstos ve en las prudentes rebajas de intereses, que en los últimos meses han hecho pasar el tipo en el mercado monetario desde aproximadamente el 9,50% hasta el actual 8%, una expresión de la desorientación existente. Otros, en cambio, sostienen que el Bundesbank practica una estrategia especialmente consistente en materia de política monetaria.

Los escépticos son de la opinión de que esta política vacilante sólo puede explicarse, en el mejor de los casos, como compromiso entre aquellos miembros del Consejo del Banco Central que son partidarios de rebajas rápidas en los tipos de interés y aquellos otros que ya habían prevenido contra una flexibilización demasiado drástica de la política monetaria. Los fundamentos de esta política no son ya tan claros desde que la debilidad de la coyuntura lo que exige son pasos más contundentes en materia de intereses.

Los defensores de la línea presente de la política monetaria argumentan, en cambio, que el Bundesbank ha actuado en los últimos meses con extremado acierto, al haber mantenido vivas, con sus pequeñas rebajas de los tipos de interés, las expectativas de que en el futuro estas rebajas continuaran. Quien siga los mercados financieros, verá confirmada esta tesis. Nada confiere, según los agentes, un clima tan propicio a los mercados como las perspectivas de nuevas reducciones de intereses. Por ello, no es de extrañar que el tono actualmente tan satisfactorio de los mercados de valores alemanes se esté explicando por la esperanza de que los tipos de interés retrocedan el día 18. En los medios bursátiles lo que se afirma es que, de haber disminuido el Banco en las semanas precedentes los intereses con un paso significativo, privando a los mercados así de la ilusión de ulteriores medidas de distensión, no se habría podido evitar una nueva subida, sobre todo en el mercado de empréstitos.

Por muy claro que pueda parecer este razonamiento, requiere de una explicación, ya que la misión del Bundesbank ciertamente que no consiste en velar por que suban las cotizaciones y porque el clima sea satisfactorio. La motivación esencial de la atención a prestar a los mercados financieros parece ser, desde el punto de vista del Banco, el temor a una fuerte devaluación del marco que pudiera suponer un obstáculo en su lucha contra la inflación. Recientemente un miembro del Consejo de Dirección de la entidad ha hecho una observación en este sentido al decir que el Bundesbank debe también evitar que con su política de intereses los tipos de cambio se orienten de forma no deseable.

El Bundesbank, ya antes, en vista de la estrecha interdependencia existente con la economía mundial, había estado siempre atento al valor exterior del marco, particularmente frente al dólar. La estabilidad del marco frente al dólar exige, desde su punto de vista, imaginación cara a los mercados de valores alemanes, por el temor a que, si se produce una fuerte caída de cotizaciones, por ejemplo, en el mercado de empréstitos, los inversores extranjeros puedan proceder a una retirada de ciertas dimensiones de sus carteras. Como los bancos de Frankfurt estiman estas carteras en una cuantía próxima al billón de marcos, sería imaginable que una "huída del marco" pudiera afectar de manera apreciable al valor exterior de la divisa alemana. Esta es la razón por la que muchos responsables del mundo financiero presumen que el Bundesbank seguirá en adelante flexibilizando su política monetaria paso a paso, como hasta ahora. De todas maneras, cada vez son más los que se preguntan por cuánto tiempo aún seguirán jugando a este juego los mercados.

Pues bien, enlazando con las idas y venidas en Alemania de estos puntos de vista, es justamente el 18 de Marzo cuando el Bundesbank da el paso. En su sesión bisemanal el Consejo del Banco emisor de Alemania, y con efectos a partir del día 19, decide reducir el tipo de descuento desde el 8% al 7,5%, manteniendo el tipo lombardo en su nivel del 9%. El Banco, en un escueto comunicado, define la medida como una "continuación de su política de disminución paulatina de los tipos de interés". Se trata de la tercera operación de este tipo desde Septiembre de 1992.

Como ya se ha dicho antes, era una medida esperada por los mercados, aunque sobre todo desde el extranjero, pero también desde la escena política de Bonn se había expresado de forma más o menos sutil el deseo de que se volvieran a bajar los intereses. Entre los argumentos esgrimidos figura el Pacto de Solidaridad al que se ha llegado, después de maratónicas negociaciones entre el Gobierno, la oposición y los estados federados. Pero también del lado de la situación monetaria, parecía que el momento se había ido haciendo más propicio, después de que, de nuevo, en Enero y Febrero, había vuelto a retroceder algo la cantidad de dinero. De otra parte, en estos días, representantes del Banco Federal habían estado intentando moderar las expectativas demasiado optimistas en cuanto a esta operación, recordando el nivel excesivo de la tasa de inflación.

En cualquier caso, se esperaba una medida más espectacular, aunque lo ha sido ligeramente más que el 4 de Febrero, en que el descenso del tipo de descuento fue de 1/4 de punto, en tanto que ahora lo ha sido de 1/2 punto. Por otra parte, no se puede olvidar que permanece inalterado el tipo lombardo, que en la práctica es más importante que el de descuento, en su actual nivel del 9%. Con todo, el paso dado se considera un signo de que el Bundesbank, con el telón de fondo del Pacto de Solidaridad, quiere tener presente el empeoramiento de la coyuntura y aportar su contribución para superarlo. En cuanto al pacto, aunque supone un logro en la resolución de los problemas existentes entre la Federación y los "länder", no pone, como compromiso clásico que es, el acento -se dice- en el ahorro. Sus consecuencias serán elevaciones de impuestos y

mayor endeudamiento. Una vez más se hace al Banco Federal la objeción de que en la medida que acaba de adoptar han prevalecido los aspectos políticos, aunque alguno de sus directivos señalara hace poco que no debía la entidad en ningún momento ser esclava de los datos y de las circunstancias externas.

A la decisión del Banco Federal han seguido rebajas también en Suiza, en medio punto, hasta el 5%, en Bélgica y Holanda, en un 1/4 de punto, hasta el 7%; en Dinamarca, en medio punto, hasta el 10% y en Austria, en medio punto hasta el 7%, haciendo caer también el tipo lombardo en 1/4 de punto hasta el 8,5%.

El eco de la disminución del tipo de descuento del Bundesbank ha tenido variantes en Alemania. El Ministro Federal de Finanzas ha ensalzado la decisión, de la que espera "impulsos positivos para el crecimiento de la economía alemana". El Ministro Federal de Economía ha calificado la medida de "importante señal de política de coyuntura para consolidar los factores de crecimiento y frenar la recesión". El Consejo Superior de Cámaras no tiene una visión tan optimista. Considera la rebaja del descuento "un paso más bien simbólico", del que se derivarán pocas consecuencias para la economía. Para los sindicatos, que ya hacía tiempo pedían claras disminuciones de intereses, el ajuste resulta totalmente insuficiente. La banca, que siempre tiene palabras encomiásticas para el Banco Central, ha estimado justificado el paso dado por éste. El mercado de valores de renta fija ha reaccionado primeramente con nerviosismo, aunque posteriormente se ha calmado, recuperando las pérdidas iniciales. En el mercado de divisas ha habido decepción por la timidez de la medida adoptada, afianzándose la cotización del marco frente al dólar.

En Suiza, siguiendo el ritual ya característico, las diferentes organizaciones y asociaciones consultadas han respondido positivamente. Patronal, sindicatos y las asociaciones de arrendatarios y propietarios de viviendas han dicho que se trataba de una decisión satisfactoria, en este caso del Banco Nacional Suizo. Para unos, hay que destacar el estímulo que representa para la actividad inversora y, para los otros, lo relevante son los posibles efectos sobre el nivel de los intereses hipotecarios.

Finalmente la disminución del tipo de descuento en Alemania tendrá seguramente también una repercusión en España, si bien, como ha señalado hace poco el Gobernador del Banco de España, aunque ello será el primer factor a tener en cuenta por la autoridad monetaria, el segundo lo constituirá la situación de la coyuntura en nuestro país.