

## LOS TIPOS DE INTERES Y LA RECESION DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

---

*Analistas Financieros Internacionales, S.A.*

Muchas veces, cuando se discute el papel de los tipos de interés en la economía se obvia un, sin embargo, necesario esfuerzo de concreción según instrumentos y plazos específicos. No es lo mismo hablar de tipos a corto que de tipos a largo plazo, ni de los tipos de los mercados monetarios que del coste del crédito otorgado por el sistema bancario al sector privado. Puede pensarse además que la forma en que los tipos de interés, en general, inciden sobre las decisiones de gasto de una economía depende de su estructura financiera. En esta nota trataremos de llevar a cabo una valoración del "nivel" actual de los tipos de interés en relación con la coyuntura económica, poniendo de manifiesto la existencia de un alto grado de segmentación entre los plazos cortos y largos, resultado de la coexistencia en los mercados de deuda del Estado de una fuerte presencia no residente concentrada en el extremo largo de la curva de rentabilidades, junto al tradicional sesgo hacia el corto plazo de los inversores residentes.

### **El contexto político y macroeconómico**

Parece irremediable que, con la fase de estancamiento en que ha entrado nuestra economía -quizá no por mucho tiempo de recesión, dadas la espectacular mejora de nuestro saldo exterior que está teniendo lugar y la probable resistencia del consumo privado a entrar en tasas negativas-, se pongan en duda las expectativas de prolongación futura, en el horizonte a medio y largo plazo, del ciclo expansivo de nuestra economía, tan importantes en la formación del tipo de cambio de una divisa como la peseta. Las voces que desde posiciones relevantes y desde un punto de vista político -como la CEOE o la oposición parlamentaria de centro-derecha- reclaman la devaluación de la peseta o su salida del MCI, no son sino la más evidente muestra de la relativa pérdida de confianza -no siempre justificada- en el potencial de nuestra economía que comienza a extenderse entre amplios sectores.

Esta crisis de expectativas aumenta necesariamente la probabilidad de que las dificultades de financiación del déficit de la balanza de pagos propias de todo período de estancamiento se traduzcan en presiones a la baja sobre la peseta, es decir, impulsa una tendencia de la peseta a debilitarse, como ha ocurrido en otros períodos históricos. Sin embargo, es también evidente que esta situación está ligada al ciclo político actual y a la escasez de indicadores post-estancamiento de nuestros desequilibrios básicos. Los IPC de enero y febrero de 1993, que no se publicaron hasta mediado el mes de marzo, por el cambio de base llevado a cabo por el INE, han supuesto un cierto balón de oxígeno en las expectativas de los mercados.

En nuestra opinión, nuestras autoridades económicas están "condenadas" a mantener los rasgos fundamentales y el signo de su actual política macroeconómica si no desean echar por tierra los logros ya conseguidos. El objetivo de las autoridades debe ser conservar la confianza en la prolongación del ciclo expansivo después del ajuste doméstico. Dos problemas, sin

embargo, deben apuntarse en la consecución de este fin: por un lado, el volátil contexto del "nuevo" SME no es ya el escenario que en el pasado tanto favoreció a la política de estabilidad cambiaria -hasta el punto de crear un cierto efecto perverso (las cosas parecían más fáciles de lo que, en realidad eran) que ha hecho un flaco servicio a la lucha contra la inflación- y, por otro, la presión política interna que ha surgido con el estancamiento económico, dificulta la imprescindible a medio plazo **legitimación social de las políticas antiinflacionistas**. En este sentido, la tasa de paro, que alcanzará en 1993 niveles significativamente superiores al 20,1 % del último trimestre de 1992, se constituirá, a pesar de su elevado grado de cobertura por los subsidios de desempleo, en un indicador dramático de la oposición al ajuste.

En nuestra opinión, una **"libre flotación" de la peseta**, que provocaría su depreciación radical, lejos de permitir un descenso duradero de los tipos de interés a corto y a largo plazo, no haría sino deprimir aún más las perspectivas cambiarias y económicas, al acentuar la ya demasiado presente en los mercados percepción de deterioro del potencial de crecimiento real y modernización de nuestra economía en términos de largo plazo: al ser la pertenencia al MCI una señal a los mercados -más dudosamente, como ha demostrado la realidad de estos últimos años, a los agentes sociales- de la voluntad antiinflacionista del gobierno, una salida **pondría en duda, quizá con razón, tal voluntad**. Nuestro país ha gozado de unos años de desarrollo sin precedentes gracias, entre otros factores, a las expectativas de estabilidad financiera que despertó su incorporación al proyecto europeo y este proyecto está todavía, intrínsecamente ligado a los compromisos cambiarios del SME.

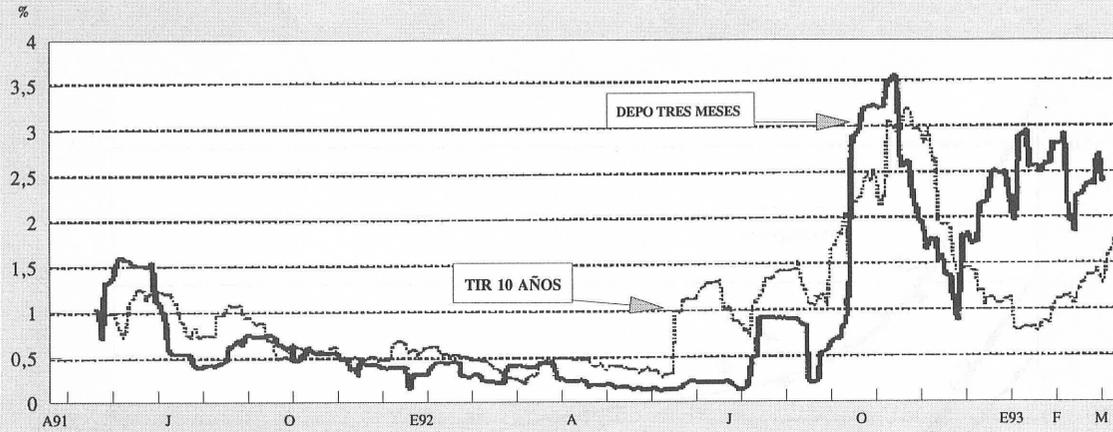
#### **La volatilidad del mercado español.**

El año 1992 puso a prueba al mercado español de renta fija, pues el cambio de expectativas que tuvo lugar en la CE, en la mitad de ejercicio, tras la evidencia de que el proceso de ratificación del Tratado de Maastricht sería más largo y problemático de lo inicialmente previsto, y la crisis de confianza que siguió a las medidas de las autoridades españolas del mes de julio de ese año, afectaron fundamentalmente a los tipos de interés a más largo plazo, generando una volatilidad extrema, incluso superior a la de los tipos a corto plazo (véase gráfico). Este elevado grado de volatilidad -dado que el riesgo de interés que se asume al adquirir valores con vencimiento a largo plazo, lo "normal" sería que la volatilidad de los tipos a largo fuera mucho más reducida que la de los tipos a corto- ha sido y es un importante factor de riesgo del mercado de deuda del Estado en nuestro país, constituyéndose de hecho en uno de sus "puntos débiles". Esta volatilidad será el hilo conductor de nuestro repaso sobre lo sucedido en 1992.

El origen de la volatilidad diferencial del mercado español descansa en la estructura del mercado de deuda. Esta adolece de una muy baja participación de los gestores de carteras profesionalizadas del país y está sesgada hacia los no residentes. El 45% del aumento del saldo vivo de bonos y obligaciones del Estado desde que se produjo al inicio de 1991 la apertura real del mercado al exterior ha ido a parar a las carteras de estos inversores. Este sesgo es el resultado de la debilidad de la inversión institucional en nuestro país -seguros de vida, fondos de pensiones y fondos de inversión- segmento de la demanda de deuda a medio y largo plazo que en otros mercados más desarrollados constituye el grueso de la actividad. La volatilidad no surge del alto peso de la inversión extranjera, sino del bajo alcance de la inversión institucional, que debería ser la lógica contrapartida de los no residentes.

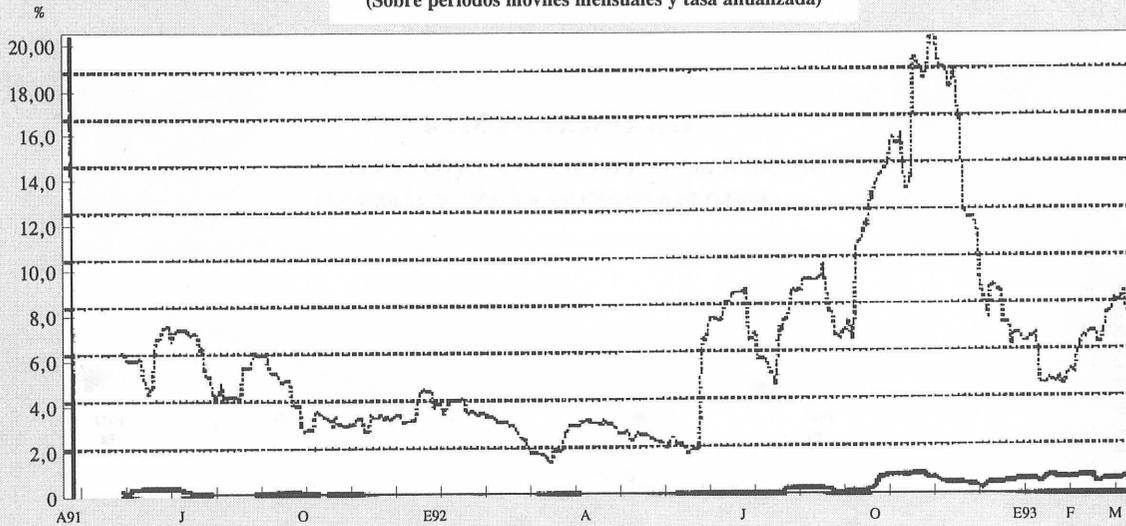
### GRAFICO NUM. 1

VOLATILIDAD DIARIA DE LOS TIPOS DE INTERES  
(Sobre períodos móviles mensuales y tasa anualizada)

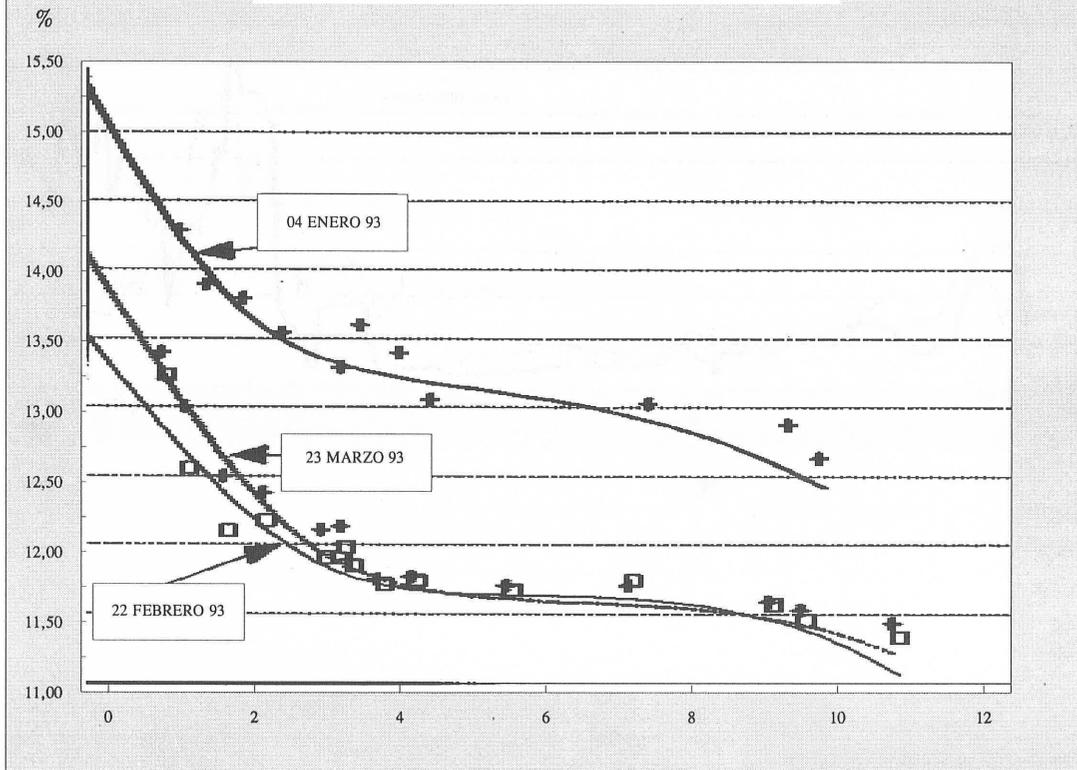


### GRAFICO NUM. 2

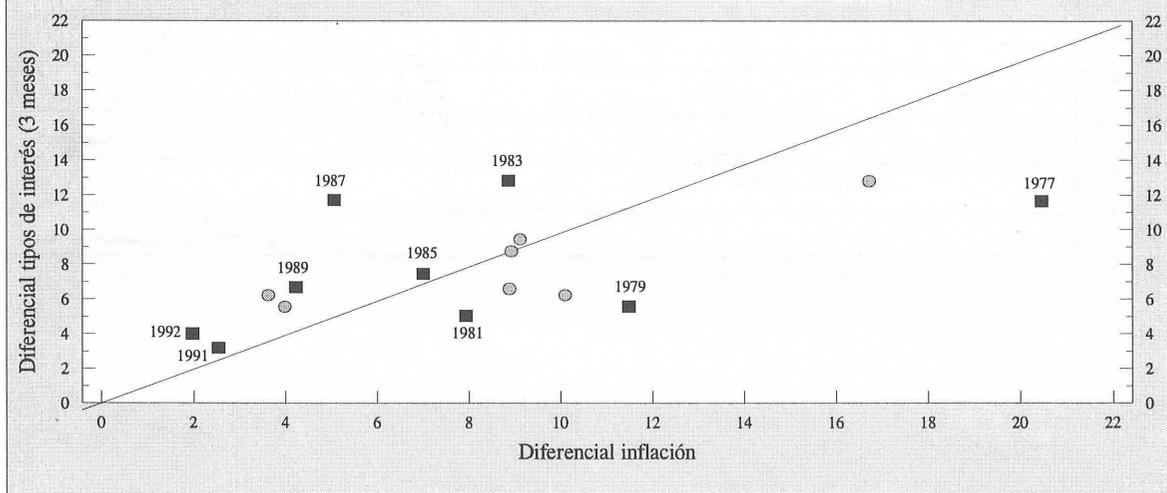
VOLATILIDAD DIARIA DEL VALOR  
(Sobre períodos móviles mensuales y tasa anualizada)



**GRAFICO NUM. 3**  
**CURVA DE RENTABILIDADES BRUTAS/PLAZO Y**  
**CURVA DE TIPOS CUPON CERO**



**GRAFICO NUM. 4**  
**DIFERENCIAL DE INFLACION Y TIPOS DE INTERES**  
**A CORTO PLAZO ENTRE ESPAÑA Y ALEMANIA**



En la primera mitad de 1992, tras los fuertes flujos de entrada de inversión exterior en deuda pública que dominaron todo el año 1991, los no residentes sólo habían adquirido un 20,5% del muy fuerte aumento del saldo vivo de deuda a medio y largo plazo. Los bajos diferenciales de tipos de interés que se derivaron del proceso comprador de 1991 -tras los fuertes descensos de los tipos en pesetas- hacían ya difíciles las compras netas de los no residentes pero no impedían la incorporación tardía de los inversores domésticos a este proceso. Se alcanza así la crisis de junio con un nivel de tipos de interés a largo muy bajo y con una proporción de inversores no residentes sobre el incremento del saldo vivo de bonos y obligaciones del Estado en el primer semestre -el de tipos a largo bajos- muy reducido: sólo un 20%, frente a las altas tasas de 1991.

La crisis del mercado de deuda que se desarrolló, al desplazarse violentamente la curva de tipos de interés hacia arriba, entre agosto y noviembre de 1992 se vio así acentuada por las condiciones muy propicias a la inestabilidad que suponía el alto peso de la inversión extranjera en un contexto de alta incertidumbre cambiaria, por un lado, y la elevada proporción de deuda adquirida a tipos bajos que una gestión hasta entonces despreocupada respecto a los riesgos asumidos había generado. No es pues extraño que los cambios en la regulación contable tuvieran una importancia trascendental en la formación de precios del mercado de deuda a medio y largo plazo a lo largo de todo el período de crisis. Así, la circular del Banco de España 18/1992, que moderaba sustancialmente el impacto de las minusvalías latentes en las entidades de crédito sobre sus cuentas de resultados, permitió por sí sola, al neutralizar artificialmente la presión vendedora de aquéllas, un fuerte descenso de las rentabilidades a largo plazo.

#### **La coyuntura actual de tipos de interés**

La expectativa de reducción de los tipos oficiales del Bundesbank y la favorable acogida de los planes de reconducción del déficit público de la nueva administración en EE.UU. ha sido el origen fundamental del fuerte ascenso de los precios en los mercados internacionales de las últimas semanas. Sus importantes efectos cambiarios se vieron prorrogados en las primeras semanas de marzo, gracias al descenso del pasado 5 de marzo de 1/4 de punto en el tipo *repo* semanal del Bundesbank, tras el "fallido" Consejo del día 4, medida "in extremis" que ha resultado eficaz, al permitir **una tregua en las tensiones cambiarias que se prolongará hasta el Consejo del 18 de marzo**, fecha en que éste redujo en 1/2 punto la tasa de descuento. Independientemente de las tensiones cambiarias subyacentes en el franco francés o en la peseta, los tipos a largo de ambas divisas se beneficiaron así del "rally" de los del marco y el dólar.

Ahora, con el dólar especialmente fortalecido, tanto por razones domésticas, como por su carácter de divisa "refugio", que le permite capitalizar la incertidumbre política derivada de las amenazas de golpe de Estado en Rusia, pensamos que **el "bajo" nivel de las TIR a largo del bund es más que nunca un factor de riesgo a valorar**. Para colmo, cabe pensar que la evolución del mercado alemán ha descontado ya totalmente una acción bajista adicional del Bundesbank.

En este contexto, no fue extraña la actitud del BE, que no hizo sino tensionar aún más sus tipos de intervención diaria, en nuestra opinión ante la proximidad de eventuales presiones depreciadoras. **Seguimos pensando que nuestras autoridades tratarán de defender nuestra divisa mediante "todos" los medios a su alcance**. Sin embargo, es posible que los indicadores que se han publicado estos días -como el PIB, el IPC o el paro registrado- acentúen, bajo una interpretación sesgada, el frente anti-MCI en nuestro país. No obstante, **la suerte de la peseta está ligada a la del franco francés, para el que seguimos sin descartar -dada la escasa capacidad de los tipos a corto franceses de descender aun cuando el mercado descuenta nuevos recortes**

**de Bundesbank- la posibilidad de una devaluación -en el seno siempre del MCI-**, una vez que el nuevo gobierno se enfrente a las dificultades de reducir los tipos de interés significativamente.

La incertidumbre podría, pues, aumentar en las próximas semanas: **si el descenso alemán no es suficiente, como parece, para permitir un descenso de los tipos de intervención de Banco de Francia de 2-3 puntos en poco tiempo, las presiones por la devaluación se harán insostenibles.** Los problemas de la ratificación del Tratado de Maastricht en el Parlamento británico, el veto español a la ampliación de la CE y al propio EEE, mientras no sea ratificado completamente el Tratado (el **fondo de cohesión** de unos 80 m.m. que corresponde a España en 1993 es provisional, a la espera de la entrada en vigor del Tratado aunque su disposición ha sido ya aprobada y forma parte del plan de relanzamiento del gobierno, junto al acceso a la "**facilidad de Edimburgo**" por la vía del BEI), y las encuestas previas al referéndum de Dinamarca del 18 de mayo son factores adicionales que podrían perturbar el escenario europeo.

El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 1992 ha registrado una tasa negativa del 0,2% interanual, mostrando una ralentización más aguda de la que esperábamos. En este mismo sentido abunda el paro registrado, con aumento de 48.888 personas en febrero, frente a las 38.000 que estimábamos. Sin embargo, la estructura del crecimiento del PIB **ofrece un panorama sustancialmente más alentador que el esperado, en lo que a la corrección de los desequilibrios se refiere.** Si bien ha tenido lugar una fuerte desaceleración en el crecimiento de la demanda nacional hasta hacer su tasa interanual negativa en un 0,5%, el hecho de que paralelamente la tasa de las importaciones de bienes y servicios se haya situado sustancialmente por debajo de la correspondiente a las exportaciones, ha permitido **una aportación positiva del saldo exterior al crecimiento del PIB que no esperábamos tan pronto.** Además, y esto también es importante, **el consumo público se ha moderado de una forma espectacular,** hasta situar su tasa interanual en el 1,9% cerca del 1,3% del consumo privado. Este dato refuerza la idea de avances sustanciales en la contención de gastos corrientes de las administraciones públicas en los últimos meses.

## Conclusiones

Las amplias necesidades de financiación acumuladas por el Tesoro durante el mes de marzo servirán, en nuestra opinión, de catalizador para una corrección al alza de los tipos de interés, que pasa tanto por una elevación del tipo marginal de la letra a un año como por un ascenso de las TIR de la deuda a medio y largo plazo hasta niveles próximos al primario anterior. Por si fuera poco, la "**batalla**" **cambiaría** no impedirá en las próximas semanas una relajación adicional en los tipos de interés a más corto plazo -si el BE se ve obligado a actuar sobre la subasta decenal al reducirse previsiblemente las necesidades de liquidez prestada- a partir del plazo de tres meses que debe ser valorado. Analizaremos, en primer lugar, la situación franco/marco después de las elecciones legislativas de Francia y tras el descenso del tipo de descuento del Bundesbank, para después señalar los riesgos de la situación rusa y detenernos en el impacto sobre los mercados de las encuestas pre-electorales en nuestro país.

La reducción del tipo de descuento en 1/2 punto, más allá de cualquier interpretación sesgada sobre el mantenimiento del tipo lombard -que pensamos no es sino la restauración de un diferencial entre ambos tipos más "normal" y que por tanto no tiene una interpretación necesariamente restrictiva-, estaba tan "descontada" que **difícilmente podía provocar efecto normalizador alguno sobre los tipos del franco francés si no lo había hecho ya.** El Bundesbank seguirá bajando sus tipos de interés a lo largo de 1993 -su margen es todavía de un punto, en nuestra opinión- bajo una estrategia gradual, la que mejor se adapta a sus intereses domésticos,

pero ello podría tener consecuencias definitivas sobre el franco francés: es posible que las nuevas autoridades económicas francesas tengan que ceder a nuevas presiones de los mercados contra el franco, bajo la idea de que no compense ya el coste doméstico del mantenimiento de una paridad cuestionada sistemáticamente.

El riesgo de que las nuevas autoridades galas, sobre las que los gaullistas tendrán más influencia de la prevista en las encuestas preelectorales, lleven a cabo una **devaluación del franco frente al marco** con el fin de poder reducir los tipos de interés a corto plazo intensamente, es muy elevado. Tal política podría, no obstante, ser **compatible con un mantenimiento de la ortodoxia antiinflacionista** -independencia del Banco de Francia, permanencia en el SME, continuidad de las reformas estructurales y reducción del ahora otra vez alto déficit público (3,8% sobre el PIB)- y en todo caso sería "justificable" en términos de un necesario ajuste previo a la unión monetaria europea, que podría resurgir incluso reforzada. Tal riesgo parece ser valorado crecientemente en los mercados, tras el descenso del tipo de descuento del Bundesbank. **Este podría, no obstante, ofrecer una señal relajadora en la semana que comienza, reduciendo ligeramente, mediante preanuncio, el tipo de sus repos semanales**, pues, técnicamente, el nivel de los tipos del mercado no conduciría sino a un mantenimiento de éstos. Tal señal podría permitir una transición al nuevo gobierno sin sobresaltos cambiarios.

El escenario ruso, complejo e incierto, podría alterar profundamente todo análisis. La fragilidad de los mercados a alteraciones en el **precario equilibrio político** de los países del antiguo bloque socialista es todavía muy elevada, especialmente en el caso de Alemania: no solo por la ya muy importante apertura comercial e inversora de este país a sus vecinos del Este, sino, también, por el impacto que en términos de flujos migratorios hacia el Oeste podría tener una desestabilización política adicional en la Federación Rusa, con el consiguiente efecto sobre las estructuras políticas y sobre las políticas sociales y los déficit públicos. El **fortalecimiento del dólar** -divisa refugio en escenarios especialmente inciertos- frente al marco, podría constituirse en un factor de riesgo para las bajas rentabilidades a largo plazo de los bonos alemanes; paralelamente podría favorecer al franco francés y al resto del MCI, permitiendo mayor margen de maniobra. La suerte de la peseta está, en las circunstancias actuales de **crisis de financiación del déficit corriente de la balanza de pagos**, ligada a la del franco francés en un nuevo realineamiento de paridades en el MCI.

El problema del modelo de ajuste destructor de empleos adoptado al parecer por nuestra economía es, desde el punto de vista macroeconómico, que **mina las expectativas de expansión de la economía a medio y largo plazo**, punto fundamental en la financiación del déficit corriente. La economía española creció negativamente en el último trimestre de 1992 -un -0,2%- pero puso también de manifiesto una gran capacidad para reconducir paralelamente el déficit corriente -las importaciones crecieron menos que las exportaciones- y el déficit público -el consumo público se recondujo hasta un crecimiento real del 1,9%-, lo que es también un factor positivo a considerar.

Coste del crédito privado y rentabilidad de la deuda pública 1988-1992

	1	2	
	Préstamos de la banca a más de 3 años	Deuda del Estado con vencimiento a más de 4 años	3 = 1-2
1988 . . . . .	16,9	11,4	5,5
1989 . . . . .	17,8	12,8	5,0
1990 . . . . .	19,2	13,1	6,1
1991 . . . . .	18,2	12,3	5,9
1992 . . . . .	17,3	12,0	5,3