

## LOS DESCENSOS DE TIPOS DE INTERES, EL SISTEMA BANCARIO Y LA ECONOMIA ESPAÑOLA

---

*Analistas Financieros Internacionales*

### Hacia un nuevo escenario de tipos de interés nominales.

Varios elementos, de carácter doméstico unos e internacional otros, **permiten, en nuestra opinión, perfilar unas expectativas a medio plazo favorables a nuevos e importantes descensos de los tipos oficiales en nuestro país.** Se trata de descensos que están ya, aunque sólo parcialmente, descontados por las rentabilidades a medio y largo plazo. Este perfil tiene unos fundamentos que exponemos a continuación, pero exige unas cautelas respecto al tipo de cambio de la peseta y para los tipos de interés a largo plazo que pondremos de manifiesto después.

Desde un punto de vista macroeconómico, la cuestión clave es en qué medida, una vez roto el modelo del "monocultivo" de la política monetaria, estamos o no ante un período en el que peligra la ortodoxia: en definitiva, **si serán capaces los agentes sociales y la política económica de conducir a la economía a lo largo de los próximos años por la senda de una recuperación sólida y no inflacionista del potencial de crecimiento.** La cuestión es relevante en términos cambiarios y para la determinación de la pendiente de la curva de rentabilidades, ya que al fin y al cabo es parte de la tradición histórica en nuestro país "solucionar" sus problemas de competitividad mediante depreciaciones que no hacen sino perpetuar tasas de inflación demasiado altas como para la consolidación del crecimiento real. Ante un período de flexibilidad cambiaria en el SME como el que se ha abierto, en el que no existe el castigo institucional de la "expulsión" para las políticas poco ortodoxas, es lógico conservar temores en este sentido.

Desde un enfoque microeconómico, el descenso de los tipos de interés en los mercados financieros tendrá evidentes e importantes efectos sobre los balances y los márgenes financieros de las entidades de crédito. Esquemáticamente, pueden señalarse dos: por un lado, la presión adicional sobre los márgenes será el resultado de la resistencia a la baja previsible en la remuneración de los depósitos bancarios, por el peso de la memoria histórica de los clientes tradicionales y de la competencia en el sector; por otro, es previsible, ante el cambio gradual de la pendiente de la curva de tipos de interés -desde un perfil negativo, hacia otro positivo, de tipos históricamente bajos- y ante la perspectiva de una probable reducción de las pensiones públicas futuras de un significativo segmento de la población, un desplazamiento del ahorro privado hacia formas de materialización no necesariamente ligadas al pasivo bancario y con ventajas fiscales: los fondos de inversión, los fondos de pensiones y los depósitos en europesetas podría gozar de un renovado desarrollo, adelgazando los balances bancarios.

Todo ello, en un contexto de atonía crediticia -que recordará la de la primera mitad de los 80-, bajo crecimiento del consumo privado y alto nivel de morosidad sienta las bases para el desarrollo de estrategias espureas en algunas entidades financieras de resistencia a la baja de los tipos de

interés del activo. Otras, sin embargo, tratan de ganar cuota de mercado en el mercado crediticio -sobre todo en el segmento hipotecario- con tipos de interés todavía elevados. Estas estrategias enfrentadas podrían estar propiciando cierta confusión en la clientela bancaria.

### Fundamentos.

Tras la investidura del nuevo Gobierno en julio y la "desnaturalización" del mecanismo de cambios del SME en agosto, el proceso de pérdida de confianza en la peseta iniciado en julio de 1992 y alimentado con la crisis del SME parece haber forzado por fin un cambio de instrumentación en la política económica española. En nuestra opinión, **(1)** la nueva mayoría parlamentaria que sustenta ahora al Gobierno, **(2)** la gravedad de la crisis internacional, y **(3)** la extrema fragilidad de la posición española dentro de ésta, con una recesión mucho más intensa y profunda de lo que cabía esperar, parecen factores favorecedores de una **recomposición de los protagonismos entre las distintas ramas de la política económica: un modelo que otorga un peso decisivo a la política de rentas -con un acuerdo de moderación salarial para los próximos tres años-, sin caer en una política presupuestaria expansiva, pensamos puede permitir la recuperación de la confianza en el potencial de expansión de la economía**, en el contexto internacional actual, sin que los importantes descensos de tipos de interés oficiales que lo acompañarían y seguirían -conforme la inflación fuera reduciéndose hacia un tendencial 3,5% a lo largo de 1994- dañen significativamente la posición de la peseta frente al marco alemán. Pensamos que las autoridades monetarias, en tal contexto, reducirán sus tipos de referencia hasta un lugar no beligerante -ni expansivo, ni contractivo-, que podría ser el 7,5% al final de 1994.

Los tipos a medio y largo plazo gozaría en tal contexto favorable de un cierto recorrido a la baja. En nuestra opinión, la comparación de los tipos a 10 años en liras italianas y en pesetas demuestra **(1)** que **las rentabilidades a largo plazo aún no descuentan una solución ortodoxa a la negociación del pacto social**, y **(2)** que **el impacto de una evolución favorable de ésta tendría un impacto claro reduciendo los diferenciales frente a los tipos del marco alemán**. Cuando en el verano de 1992 se produjo la supresión de la indicación salarial en Italia los tipos a largo plazo de los swaps de tipos de interés (IRS) de la lira se redujeron en términos relativos hasta situarse en niveles similares a los de la peseta. Después, con los pactos de rentas alcanzados en Italia en junio de 1993, aquéllos se han situado hasta 50 p.b. por debajo de éstos: la lira mantiene un diferencial a 10 años frente al marco de unos 220 p.b., mientras la peseta lo sitúa en unos 270 p.b.; tal puede ser valor de un pacto de rentas sólido.

Nunca los tipos de interés de los mercados financieros españoles han estado tan bajos como ahora, pero nunca la economía española ha sido tan vulnerable a una pérdida de competitividad exterior. Conforme los tipos de activo y pasivo de las entidades financieras se adaptan a los nuevos niveles de los mercados -lo que está ocurriendo con una velocidad desigual según los instrumentos-, las empresas y las familias verán fuertemente reducido el coste de su endeudamiento, en un contexto de atonía crediticia y de altas primas por riesgo, y la rentabilidad de sus colocaciones bancarias, poniendo de manifiesto la ventaja relativa de las fórmulas de inversión primadas fiscalmente, actualmente sólo fuera de los balances bancarios. La tendencia al adelgazamiento de los balances y al estrechamiento de los márgenes será uno de los desafíos de las entidades bancarias.

### El Banco de España y la política cambiaria.

Detengámonos en las grandes causas del proceso que ha conducido al Banco de España a reducir en nada menos que 3,75 puntos porcentuales su tipo de referencia en lo transcurrido del

año. El proceso de reducción de los tipos de interés que estamos viviendo debe contemplarse sin olvidar que nuestro país está ya completamente inserto, y con un alto grado de integración, en la economía internacional, tanto desde el punto de vista de los flujos comerciales y de servicios, como de los movimientos de capital. Este alto grado de inserción, derivado en última instancia de la pertenencia a la CE, hace absolutamente relevante la **vinculación entre competitividad exterior y potencial de crecimiento interno real y permite caracterizar la recesión actual, en gran medida, como una crisis de competitividad** -en su sentido más amplio, que incluye los costes laborales, la organización, las infraestructuras, la eficiencia en las administraciones públicas, la tecnología, etc.-, frente a la que poco o nada pueden hacer políticas monetarias expansivas aisladas.

La nueva política económica, tal y como ahora se perfila, apuesta por una recuperación de la senda expansiva a través de un camino ortodoxo que garantice que la recesión se traduzca en un descenso sustancial de la inflación -dos puntos en dos años-, consolidando la mejora de la competitividad exterior derivada de la caída de la peseta y reduciendo la incertidumbre. El resultado será un freno en la caída del empleo y la recuperación sostenida de éste, pasado un cierto período inicial: ya en 1995 y 1996. **El modelo de recuperación de la economía se basará pues en la inversión y en la atonía de las importaciones y no como ha sido tradición histórica, en el consumo** (véase tabla). La alternativa, en el contexto internacional actual, sería la continuación del ajuste por la vía del empleo, de indeseables consecuencias sobre el crecimiento potencial y sobre la estabilidad política, y en definitiva sobre la peseta y las rentabilidades a largo plazo.

El giro que se adivina en la política económica en nuestro país parece el **reconocimiento de que es necesario "volver a empezar"**: la pérdida de credibilidad en los mercados que denota el castigo sufrido por la peseta en el último año, podría haber tenido así más poder disciplinador sobre los agentes sociales y sobre el Gobierno que todo el exceso de credibilidad de la etapa 1987-91. El papel de la política monetaria en 1992 se caracterizó por la resistencia "numantina" a una pérdida de confianza -con su impacto sobre la peseta y sobre las expectativas a largo plazo-, dado que la crisis política aguda previa al adelanto de las Elecciones Generales -culminación de una legislatura perdida- avocaba al Banco de España a ser el "último bastión" de la ortodoxia.

En nuestra opinión, **las autoridades defendieron el tipo de cambio a espaldas de una coyuntura cada vez más claramente recesiva**, como consecuencia de tres factores determinantes: en primer lugar, la peseta se jugaba la pertenencia al SME, uno de los ejes fundamentales de la política europea de nuestro país; en segundo lugar, "arrojar la toalla" demasiado pronto hubiera supuesto un vacío en la política económica imposible de rellenar antes de las Elecciones; en tercer lugar, probablemente las autoridades subestimaron la potencia de los flujos especulativos que terminaron por provocar la depreciación de la peseta. Esta, que en otras circunstancias internas y externas hubiera tenido lugar gradualmente y a golpe de descensos en los tipos de interés, se producía traumáticamente, **sin haber solucionado el problema de las tensiones inflacionistas -verdadero origen de la pérdida de competitividad- y sin que una política de estabilización financiera mínimamente sólida**. No es raro pues que las primas de riesgo de los activos a largo plazo de la peseta hayan aumentado fuertemente durante la crisis de los últimos doce meses.

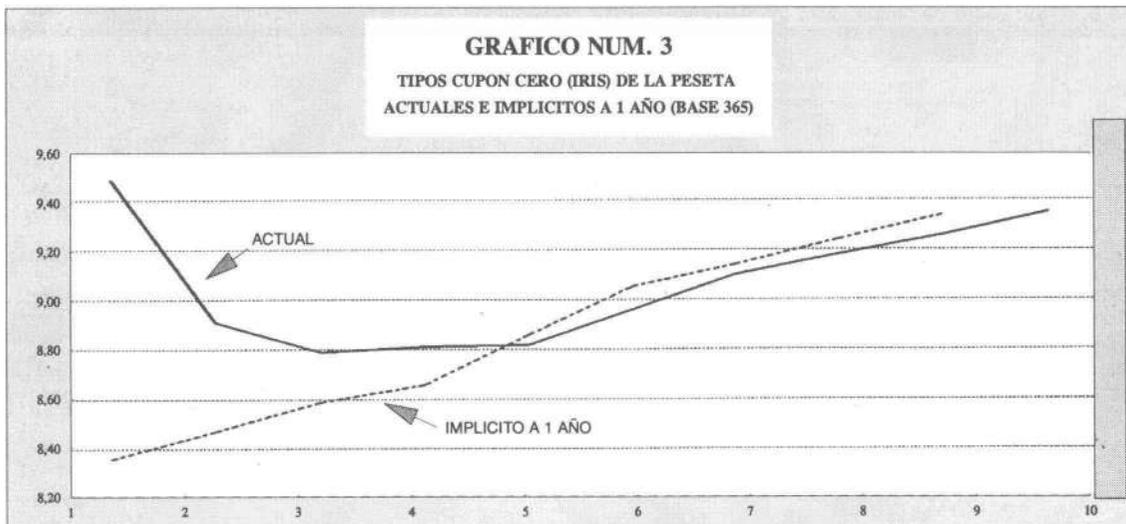
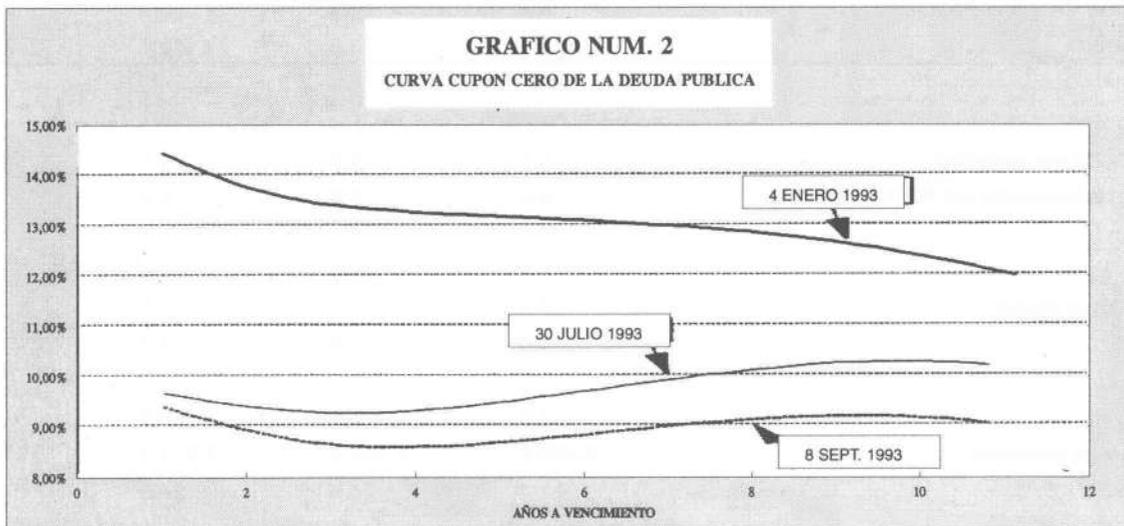
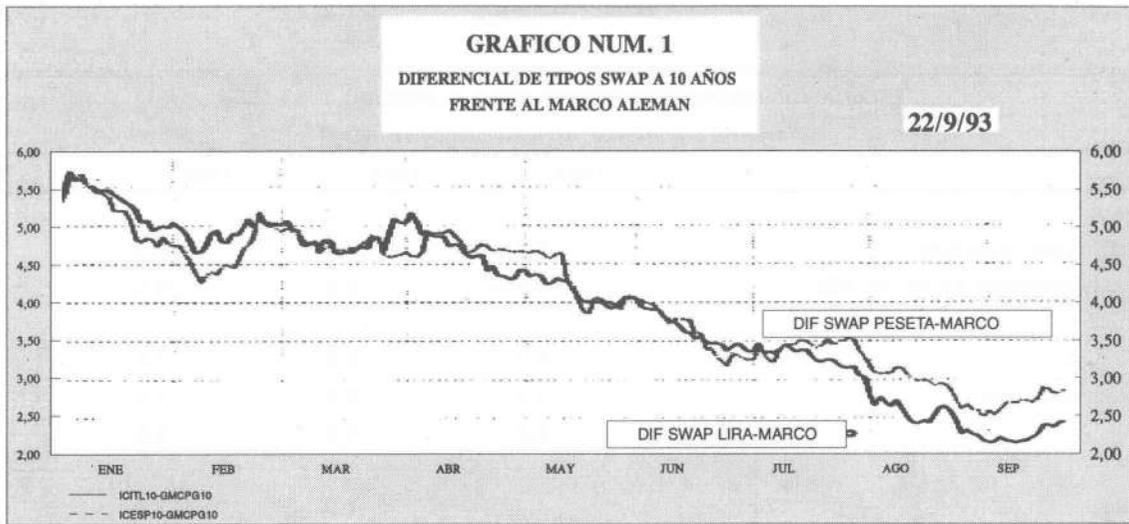
#### **Cautelas.**

En nuestra opinión, **las expectativas de inflación y, por tanto, de deterioro futuro de la competitividad exterior de la economía no están vencidas, a pesar de la recesión -más intensa y profunda de lo que esperábamos- en curso**. No obstante, frente a estas presiones inflacionistas

alimentadas por una depreciación que no ha venido inducida por una política monetaria expansiva, sino fundamentalmente por una crisis de confianza en la mezcla de políticas económicas utilizada, poco puede hacer la política de tipos de interés sino mantener una actitud prudente en la gestión de la **transición** de los tipos oficiales desde los niveles propios del período de sobrevaloración de la peseta hacia otros más acordes con el actual relativo grado de infravaloración de la peseta -pequeño en comparación con el de el franco y otras divisas- y la "recesión con inflación" actual. Los movimientos a la baja llevados a cabo por el BE a lo largo de este año -nada menos que 325 p.b.- interpretamos responden a esta transición.

En la medida en que el **pacto de rentas** antiinflacionista es una forma políticamente sensata de transmitir la recesión al crecimiento de los salarios del sector privado, salvando la barrera que ahora supone una regulación del mercado laboral cuya liberalización radical deterioraría aún más el empleo en las circunstancias actuales, las altas posibilidades que existen para su ejecución en términos sólidos han sido muy favorablemente acogidas por los mercados. Además de la vigilancia de la evolución de las negociaciones del pacto, resulta clave la observación de sus eventuales efectos sobre el presupuesto de las administraciones públicas, cuyas finanzas se han deteriorado intensamente en 1993. Para este año, es posible que las **necesidades de financiación** de éstas alcancen las proximidades del 8% sobre el PIB -un 6% para el Estado-, una situación extrema que da cuenta del nulo margen de maniobra de que dispone la política fiscal.

Pensamos que la importancia del pacto de rentas podría relegar a un segundo plano tanto la limitación de algunas prestaciones sociales -subsídios de desempleo, pensiones por invalidez o incapacidad o sanidad- como algunos aspectos básicos de la reforma del mercado laboral, cuya discusión dentro del pacto será mucho más lenta. Ello estaría dentro de la lógica negociadora. Sin embargo, **si la evolución del pacto de rentas no responde a la ortodoxia de su planteamiento inicial o si perturba la reconducción gradual de las finanzas públicas, la peseta podría sufrir una depreciación fuerte respecto a las divisas europeas -hacia las 86 pesetas por marco- y las rentabilidades a largo plazo encontrarían una resistencia a la baja en el diferencial frente al "bund" en los niveles actuales:** el BE ralentizaría aunque no frenaría el proceso de descenso de los tipos de interés.



ESCENARIOS MACROECONOMICOS PARA EL PERIODO 1993-1996

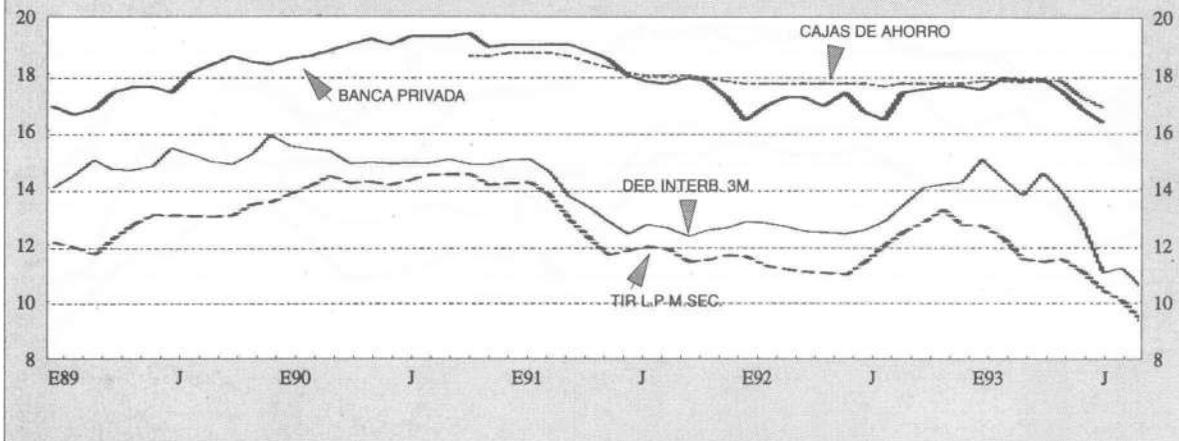
(Tasas de crecimiento, excepto cuando se indica)

	1993	1994	1995	1996
<b>Escenario A</b>				
Remuneración por asalariado .....	6,5	3,3	2,3	3,0
Necesidad Financiación AA.PP. (% PIB) .....	-8,0	-6,0	-5,0	-4,0
PIB real a p.m. ....	-0,4	0,9	2,5	3,0
Consumo privado .....	-0,6	-0,2	1,5	2,0
FBCF .....	-6,8	1,5	5,5	6,5
Empleo total .....	-4,3	-1,0	2,0	3,0
Paro (miles de personas) .....	3.450,6	3.711,5	3.620,0	3.396,3
Tasa de paro .....	22,6	24,1	23,3	21,7
Coste laboral unitario .....	2,3	1,4	1,8	3,0
Deflactor del Consumo Privado .....	4,7	4,3	3,3	3,0
IPC (dic/dic) .....	5,3	3,5	3,0	3,0
<b>Escenario B</b>				
Remuneración por asalariado .....	6,5	5,0	4,5	4,0
Necesidad Financiación AA.PP. (% PIB) .....	-8,0	-6,5	-5,5	-5,0
PIB real a p.m. ....	-0,4	0,9	1,8	2,0
Consumo privado .....	-0,6	0,0	1,5	1,5
FBCF .....	-6,8	0,6	2,5	4,0
Empleo total .....	-4,3	-1,5	0,5	1,0
Paro (miles de personas) .....	3.450,6	3.759,2	3.821,3	3.818,6
Tasa de paro .....	22,6	24,4	24,6	24,3
Coste laboral unitario .....	2,3	2,5	3,2	3,0
Deflactor del Consumo Privado .....	4,7	4,9	4,5	4,0
IPC (dic/dic) .....	5,3	4,5	4,0	3,5

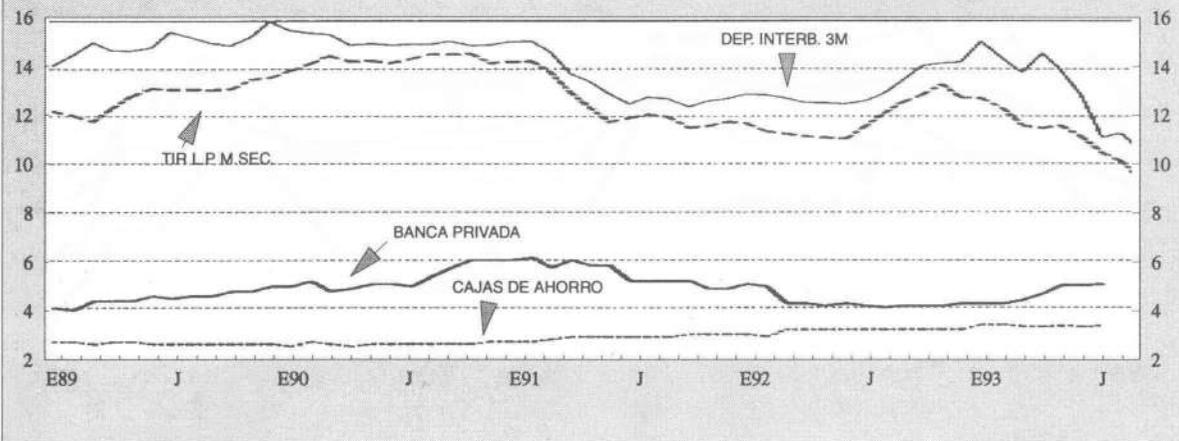
**Escenario A:** Pacto de rentas y rigor presupuestario consensuado con los agentes sociales.

**Escenario B:** Sin pacto de rentas, pero manteniendo el rigor presupuestario.

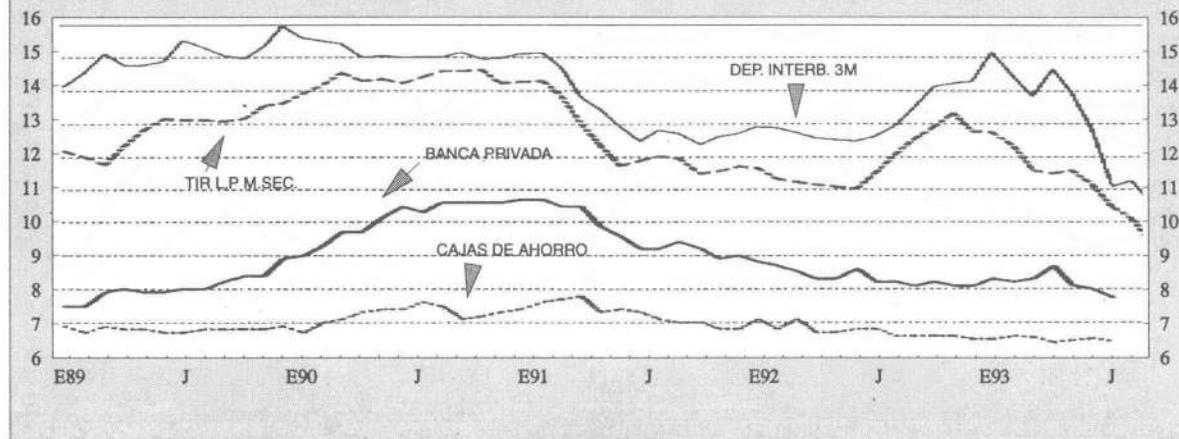
**GRAFICO NUM. 4**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO AL CONSUMO**



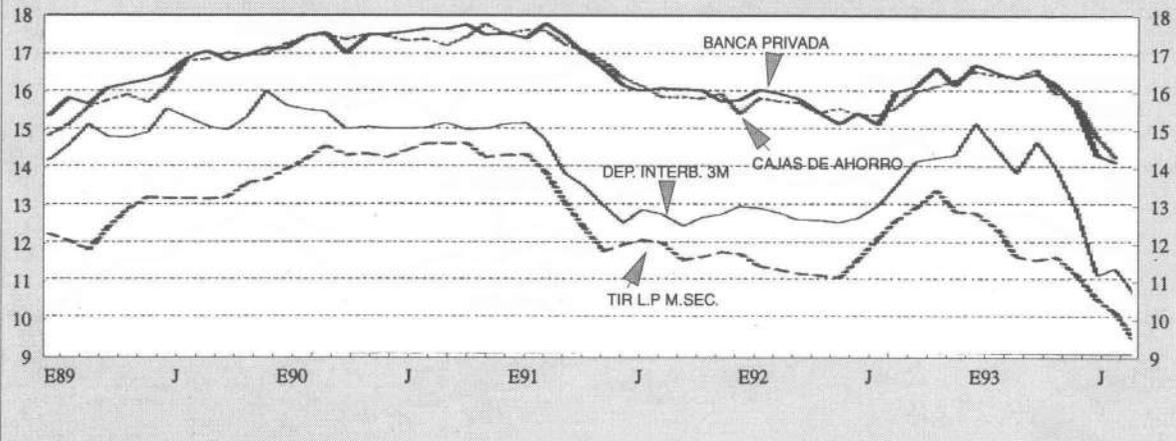
**GRAFICO NUM. 5**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**CUENTAS DE AHORRO**



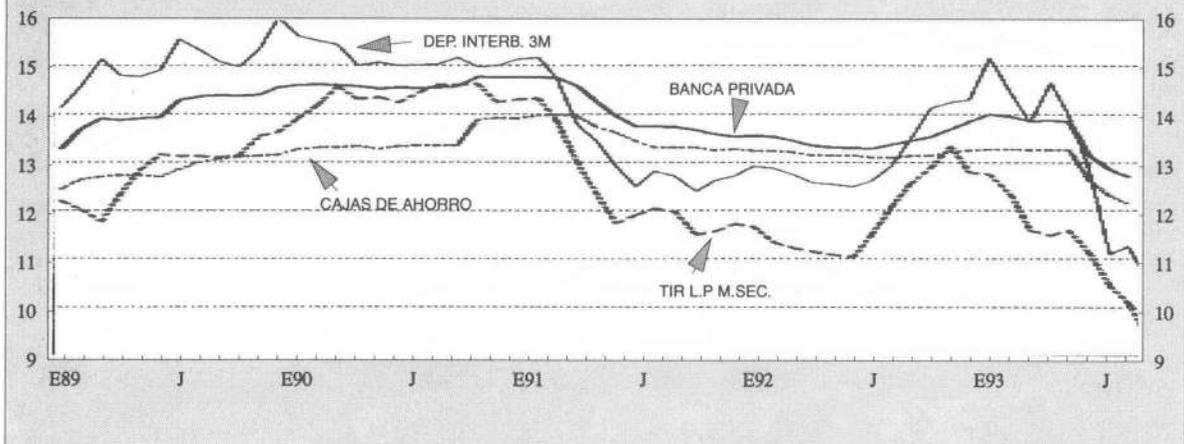
**GRAFICO NUM. 6**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**CUENTAS CORRIENTES**



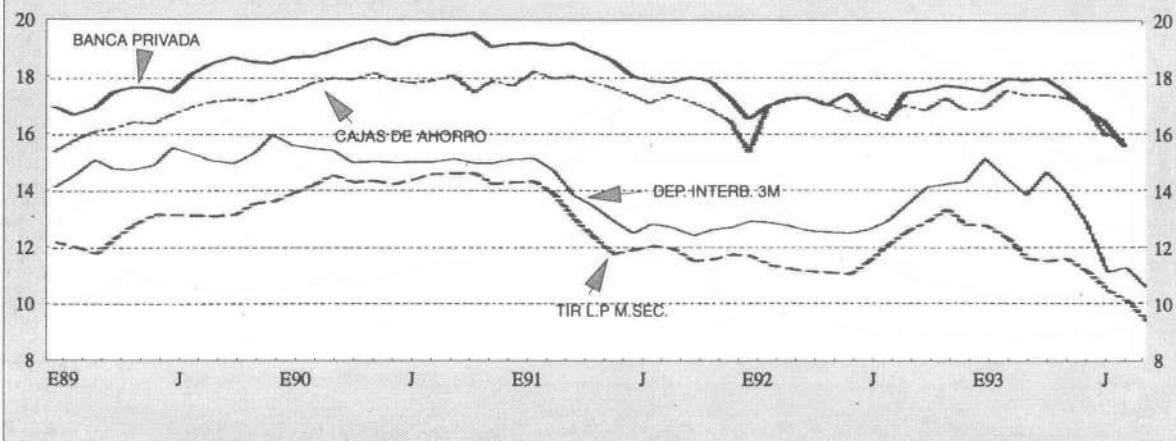
**GRAFICO NUM. 7**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO DE 1 AÑO A MENOS DE 3**



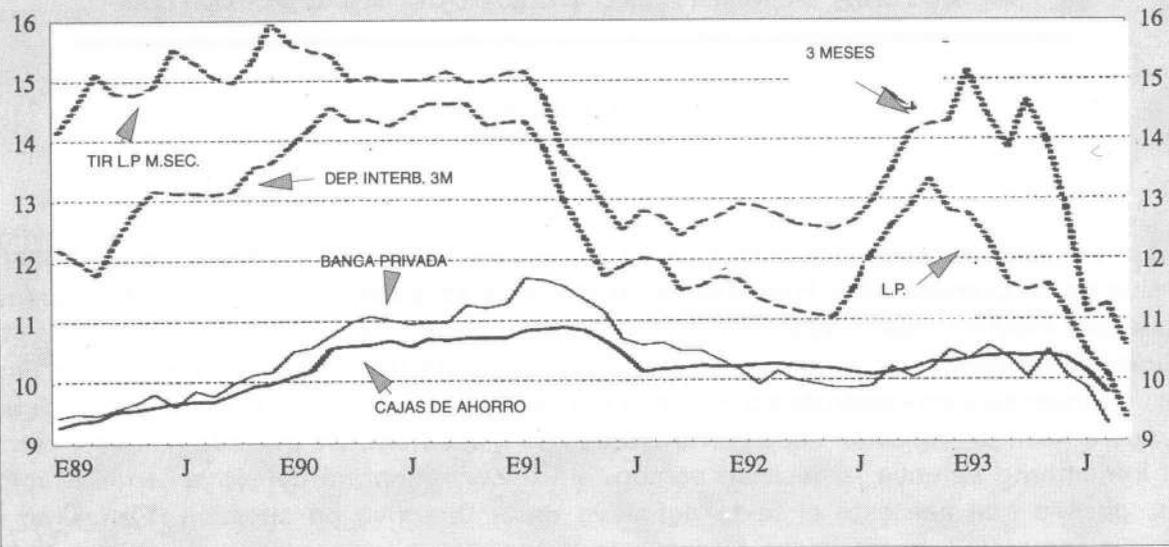
**GRAFICO NUM. 8**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO PREFERENCIAL**



**GRAFICO NUM. 9**  
**TIPOS DE INTERES DEL ACTIVO**  
**CREDITO DE 3 AÑOS O MAS**



**GRAFICO NUM. 10**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**DEPOSITOS A MAS 1 AÑO Y MENOS DE 2**



**GRAFICO NUM. 11**  
**TIPOS DE INTERES DEL PASIVO**  
**CESION DE LETRAS HASTA 3 MESES**

