

## LA POLITICA MONETARIA, LA CURVA DE TIPOS DE INTERES Y LOS TIPOS DE CAMBIO

---

*Analistas Financieros Internacionales, S.A.*

**N**uestro análisis, tras repasar y evaluar los factores relevantes de carácter doméstico y de ámbito internacional, **permite todavía 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 negociadas en los mercados. En un escenario en el que las **presiones deflacionistas** son claras, tanto en la vertiente de los costes -los salarios, fundamentalmente-, como por el lado del consumo privado, al traducirse la crisis de competitividad española, a causa de la **dualización del mercado de trabajo**, en un ajuste vía empleo sin precedentes marcado por una violenta y profunda **recesión de la demanda interna**, los tipos de interés de referencia de la política monetaria pueden alcanzar niveles "inimaginados" hace sólo dos años: en torno a un 7% al final de 1994. Además la **situación del sistema financiero**, aún siendo sólida, podría favorecer un racionamiento del crédito privado, de signo también deflacionista.

Partiendo de estas expectativas, la cuestión clave para la determinación del perfil de la curva y para la definición de expectativas cambiarias es en qué medida, una vez roto de hecho el modelo del "monocultivo" de la política monetaria como instrumento central de la lucha antiinflacionista, 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.** Una evolución del déficit público favorable en este sentido exigirá una reducción del déficit estructural suficiente para retornar a un saldo primario positivo, condición necesaria para un retorno a la sostenibilidad presupuestaria.

### **Condicionantes macroeconómicos y de política económica.**

Es parte de la tradición histórica de nuestro país "solucionar" sus problemas de competitividad mediante depreciaciones periódicas de la peseta, que no hacen sino perpetuar tasas de inflación demasiado altas para la consolidación del crecimiento real en una economía abierta a la competencia exterior. Ante un período -que se prolongará todo 1994, presumiblemente, hasta que se inicien formas de miniunión monetaria entre países convergentes- de **flexibilidad en la disciplina cambiaria en el SME** como el que se ha abierto después de la crisis de julio de 1993, en el que no cabe el castigo institucional de la "expulsión" para las políticas poco ortodoxas, es lógico conservar temores sobre la existencia de mecanismos de disciplina interna suficientes en este sentido. En nuestra opinión, el descenso en unos 200 p.b. que tendrá lugar en los tipos a más corto plazo permitirá que la curva de tipos de interés adquiera a lo largo de 1994 un perfil positivo en toda su extensión. Pensamos que esta nueva estructura caracterizará a los mercados incluso más allá de ese año.

Detengámonos en las grandes causas del proceso que ha conducido al Banco de España a reducir en nada menos que 4,75 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, 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 integración, derivado en última instancia de la pertenencia activa a la CE, hace absolutamente relevante la **vinculación entre competitividad exterior y posibilidades de crecimiento interno real del PIB 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 aisladamente. La crisis actual no exige una política expansiva, sino cambios estructurales que permitan una recuperación de la confianza de los inversores productivos.

La nueva política económica, tal y como ahora se perfila, apuesta por una recuperación de la senda expansiva del PIB a través de un camino ortodoxo que garantice -a través de la reforma del mercado de trabajo y, si es posible de un pacto salarial- 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 público y privado.** La única alternativa, en una economía abierta, sería la continuación del ajuste por la vía del empleo -descenso y elevada rotación del empleo temporal y amortización de ocupación fija-, de indeseables consecuencias sobre el crecimiento potencial -no sólo sobre el efectivo- y sobre la estabilidad política; y en definitiva sobre la peseta y las rentabilidades a largo plazo.

El giro que se ha producido 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 abocaba al Banco de España a ser el "último bastión" de la ortodoxia. Las autoridades monetarias priorizaban la estabilidad de la peseta, con el coste de unos tipos reales incoherentes con lo que ya se estaba gestando en la economía, "a la espera" de unas reformas estructurales que permitieran una depreciación que no cuestionara 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 y en el diferencial de intereses a largo plazo frente a Alemania, se producía traumáticamente, **sin haber solucionado el problema de las tensiones inflacionistas -verdadero origen de la pérdida de**

**competitividad- y sin una política de estabilización de la economía mínimamente sólida.** No es raro pues que las primas de riesgo de los activos a largo plazo de la peseta -medidas como los diferenciales entre tipos a largo plazo ajustados con la desviación del tipo de cambio al contado respecto al de paridad del poder adquisitivo- hayan aumentado fuertemente durante la crisis de los últimos doce meses.

#### **Condicionantes microeconómicos: el sistema financiero y la recesión.**

Desde un enfoque microeconómico, el descenso de los tipos de interés en los mercados financieros y el cambio de pendiente de la curva tendrán evidentes e importantes efectos sobre la solvencia y los márgenes financieros de muchas entidades de crédito; el entorno en el que tales consecuencias se pondrán de manifiesto se caracterizará además por un deterioro claro de la **calidad crediticia del activo de la generalidad de las instituciones financieras**, con un aumento preocupante de las ratios de morosidad. Esquemáticamente, pueden señalarse dos efectos. Por un lado, **podrá tener lugar en muchas instituciones una presión a la baja sobre los márgenes y el valor de mercado de su capital, que será el resultado de una mayor sensibilidad a los tipos de interés del mercado del activo que del pasivo.**

La acumulación de fuertes excedentes de tesorería en los últimos meses -materializados en el interbancario y en la financiación de las posiciones largas de los no residentes en el mercado de bonos y obligaciones-, la **atonía de la demanda solvente de crédito privado**, 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 la mayor sensibilización de los activos, ya sean a plazo fijo, ya a plazo variable, por la competencia en el sector, harán más agudos los efectos de esa estructura temporal de activos y pasivos en algunas entidades financieras, y erosionarán las ventajas de estructuras de signo diferente, en otras.

Por otro lado, 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-, por efecto de la incertidumbre generada por la recesión de la economía y ante la perspectiva de una probable reducción de las prestaciones por pensiones públicas futuras de un significativo segmento de la población, **un desplazamiento del ahorro privado hacia formas de materialización no necesariamente incluidas en el pasivo bancario y con ventajas fiscales:** los fondos de inversión, los fondos y planes de pensiones así como otros servicios, podrían gozar de un renovado desarrollo, en continuidad con lo sucedido en 1993, adelgazando los balances bancarios.

Todo ello, en un contexto de atonía de la demanda crediticia -que recordará la de la primera mitad de los 80-, bajo o nulo crecimiento del consumo privado y alto nivel de morosidad bancaria, **sienta las bases para el desarrollo de estrategias de racionamiento del crédito privado en muchas entidades financieras**, propiciando cierto efecto "crowding-out" e incluso alguna forma de "credit-crunch", al estilo de lo sucedido en EE.UU., aun cuando dentro del sector se desate una lucha por el reparto de las cuotas sobre el activo de mejor calidad crediticia, como ocurre ya con los préstamos hipotecarios.

#### **La política monetaria en 1994, la curva de tipos y la peseta.**

No es posible la reactivación de la economía española sin una recuperación internacional, pero tampoco sin un retorno a la competitividad doméstica por una vía diferente a la de la devaluación o el ajuste en las plantillas seguido a lo largo de 1992 y 1993. Sobre la primera condición cabe ahora ser **más pesimista** que hace unos meses: aunque la recuperación en EE.UU. es sólida es

también muy lenta (y afortunadamente nada inflacionista), y los problemas de Alemania para recuperar la senda expansiva serán importantes.

La segunda condición exige, **un avance serio de las reformas estructurales del mercado laboral y de los servicios, sacrificios salariales en amplias capas de la población, así como un descenso del déficit público estructural en un contexto de amplio déficit coyuntural.** Sólo así podrá recuperarse la senda expansiva sin generar nuevas tensiones inflacionistas, es decir, recalentamientos. El objetivo debe ser volver al crecimiento del PIB, desplazando al alza el límite del **crecimiento potencial**, que ha sido demasiado bajo como para reducir significativamente la tasa de paro en los períodos de expansión.

El **ajuste vía empleo** que ha tenido lugar hasta ahora ha demostrado que el mercado laboral es muy sensible a la coyuntura por el lado de la ocupación, precisamente por su inflexibilidad en la vertiente salarial. Un acuerdo de moderación salarial reduciría rápidamente la inflación y detendría probablemente el ritmo de caída del empleo en el sector privado. **Sin acuerdo sobre rentas, parece evidente que la flexibilización del mercado laboral -el más lento de los procesos de reforma estructural planteados por el Gobierno- no permitiría un ajuste rápido de los salarios privados y no evitaría una profundización en la recesión, con caídas adicionales en el empleo.**

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.**

**El nuevo modelo otorga un peso decisivo a las reformas de naturaleza estructural -con o sin el respaldo de sindicatos y patronal- y a la política de rentas -propiciando 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 acompañarán -conforme la inflación vaya 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 y acomodaticio -ni expansivo, ni contractivo-, que podría ser el 7,0% al final de 1994.

El fuerte crecimiento monetario registrado en tasa acumulada en los diez primeros meses del año no debe, en nuestra opinión, conducir a engaño, pues no pone en peligro la caída tendencial -lenta pero sólida- de la inflación subyacente. En nuestra opinión, no debe cuestionar este escenario, si la ejecución presupuestaria no se aleja demasiado de las previsiones (un déficit público ligeramente inferior al de 1993). Se trata de una expansión elevada -con las cifras de octubre recién publicadas, un 8,1% anual medio sobre diciembre- que **puede ser explicada por la mejora del ahorro neto de las empresas y las familias -por el freno del gasto de consumo e inversión y por el escaso crecimiento de los pasivos financieros- y por la concentración de esta mejora en activos líquidos, gracias a la concentración en este tipo de valores de la inversión de los fondos de inversión, vía de canalización del ahorro que ha seguido aumentando de forma explosiva a lo largo de todo el año.** El crecimiento monetario refleja un proceso de desplazamiento

de la financiación privada por la pública de intensidad espectacular. Sin embargo, sólo resultará preocupante desde un punto de vista antiinflacionista, si la absorción de recursos del sector público no se ha moderado para cuando tenga lugar una reactivación, probablemente no antes de 1995, de la demanda de financiación del sector privado.

La llegada de las conversaciones entre los interlocutores sociales y el Gobierno a su punto final -el 30 de noviembre- sin un acuerdo, parece definir ya de manera probablemente irreversible un **escenario sin pacto social** para el próximo ejercicio: no ha tenido lugar un pacto salarial ni un acuerdo sobre la reforma de la regulación del mercado de trabajo, pero el Gobierno ha aprobado, por un lado, un **Decreto-Ley** -que entrará en vigor el 8 de diciembre-, que desarrolla nuevas formas de contratación laboral -contratos formativos, a tiempo parcial, de relevo y programas de fomento del empleo- y, por otro, **dos proyectos de Ley**, de reforma del mercado de trabajo y de ruptura del monopolio del INEM. Ambos proyectos se unen así al de la llamada **Ley Financiera**, que reforma el Régimen Jurídico de la Función Pública y de la protección por desempleo, de trascendental importancia para la reforma estructural de la administración pública y para la lucha contra el fraude en los seguros de desempleo. En nuestra opinión, es preciso distinguir los efectos a corto plazo de este escenario sin pacto de los efectos a medio y largo plazo.

Si bien a corto plazo resulta muy relevante el que finalmente los agentes sociales no hayan aceptado un acuerdo salarial plurianual moderador de las rentas, ya que **prolonga el proceso de ajuste vía empleo del mercado de trabajo y consolida un alto nivel de incertidumbre social que no ha hecho sino reducir la propensión al consumo de las familias**, a largo plazo esta relevancia se ve compensada con creces. Los efectos de la reforma -que se materializarán de forma global a lo largo de la segunda mitad de 1994- serán **muy positivos a medio y largo plazo**: en primer lugar, porque rompen la actual impermeabilidad o segmentación existente entre el sector de empleos fijos y el de empleos temporales en el seno del dualizado mercado de trabajo español, al relajar la insensibilidad a la coyuntura que caracterizaba al régimen legal del vínculo laboral en el primer sector; en segundo lugar, por sus efectos flexibilizadores del mercado en su conjunto, permitiendo el acceso al trabajo de las capas sociales hasta ahora más desfavorecidas por la dualización -jóvenes y mujeres-; y, en tercer lugar, porque contribuirá a la reducción de la llamada inflación estructural, al sensibilizar (lentamente) los salarios del sector de empleos fijos a la coyuntura real.

Estas conclusiones revalidan el escenario todavía recesivo para 1994 que hemos venido anticipando recientemente. Tras este ejercicio, en el que el ajuste vía empleo ha tenido unas consecuencias dramáticas sobre el consumo privado, hasta el punto de que éste ha roto su resistencia histórica a la baja para caer un 2,1%, según nuestras previsiones, **el próximo seguirá caracterizado por la atonía: prevemos una caída, aunque más suave que la de este año, del consumo privado, del 0,5%, en 1994**. Ello, con una previsiblemente menor aportación del saldo exterior al crecimiento real de la economía -aunque todavía de 0,8 puntos frente a los 2,3 de este año-, podría hacer descender el PIB por segundo año consecutivo: un -0,4% en 1994 frente al -1,2% en 1993, aun previendo una cierta recuperación del consumo privado en la segunda mitad del año próximo.

APENDICE

1. Actividad y demanda.

ESTIMACION INE Y PREVISIONES AFI DEL PIB TRIMESTRAL Y SUS COMPONENTES <sup>(*)</sup>												
	PRODUCTO	Consumo		Consumo		Formación bruta		DEMANDA		DEMANDA		
		INTERIOR BRUTO		privado		público		de capital fijo				NACIONAL
		Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	
91	I	2,0	2,4	3,7	3,0	5,6	5,3	1,4	3,0	3,1	2,9	-0,6
	II	2,0	2,2	2,9	2,9	5,8	5,5	1,6	1,7	3,2	2,7	-0,7
	III	2,4	2,2	2,3	2,9	5,5	5,5	0,7	1,2	2,8	2,8	-0,8
	IV	2,0	2,1	2,8	2,9	4,6	5,4	-0,6	0,8	2,4	2,9	-1,0
92	I	0,8	1,8	2,8	2,7	3,2	4,8	-2,9	-0,3	1,0	2,3	-0,7
	II	0,2	1,3	2,3	2,6	2,9	4,1	-5,9	-2,2	1,3	1,9	-0,7
	III	-0,7	0,6	0,5	2,1	2,7	3,4	-10,3	-5,0	-0,7	1,0	-0,5
	IV	-2,4	-0,5	-1,4	1,0	2,4	2,8	-13,3	-8,2	-4,1	-0,7	0,2
93	I	-1,5	-1,1	-3,1	-0,5	-1,9	1,5	-8,7	-9,6	-6,4	-2,5	1,6
	II	-0,4	-1,2	-3,8	-2,0	4,3	1,8	-8,8	-10,3	-3,0	-3,6	2,6
	III	-0,6	-1,2	-3,4	-3,0	5,5	2,5	-9,9	-10,2	-1,1	-3,7	2,7
	IV	-2,7	-1,3	-1,4	-3,0	3,0	2,7	-9,2	-9,2	-2,9	-3,4	2,3
94	I	-1,9	-1,4	-0,0	-2,2	-0,5	3,0	-2,4	-7,6	-3,0	-2,5	1,2
	II	1,2	-1,0	0,9	-1,0	-0,6	1,8	-2,5	-6,1	0,6	-1,6	0,7
	III	3,8	0,1	1,7	0,3	-0,3	0,4	-0,9	-3,8	3,2	-0,6	0,6
	IV	0,9	1,0	1,8	1,1	-0,6	-0,5	0,7	-1,3	0,6	0,3	0,6
	1991		2,2		2,9		5,4		1,7		2,8	-0,8
	1992		0,8		2,1		3,8		-3,9		1,1	-0,4
	1993		-1,2		-2,1		2,1		-9,8		-3,3	2,3
	1994		-0,4		-0,5		1,2		-4,8		-1,1	0,8

<sup>(\*)</sup> Previsiones AFI desde III 1993.  
<sup>(1)</sup> Aportación al crecimiento interanual del PIB.

DEMANDA EXTERNA <sup>(*)</sup>											
Tasas de variación anualizadas											
		Importaciones bienes y servicios		Exportaciones bienes y servicios		Demanda externa <sup>(1)</sup>					
		Trim.	i.a.	Trim.	i.a.						
91	I		11,6		8,3		8,4		7,5		-0,6
	II		10,8		8,6		7,2		7,9		-0,7
	III		8,7		9,2		8,2		8,1		-0,8
	IV		8,3		9,8		8,2		8,0		-1,0
92	I		6,3		8,5		7,2		7,7		-0,7
	II		8,1		7,8		5,2		7,2		-0,7
	III		3,8		6,6		5,4		6,5		-0,5
	IV		-3,8		3,5		4,6		5,6		0,2
93	I		-10,7		-0,9		10,4		6,4		1,6
	II		-4,2		-3,9		7,2		6,9		2,6
	III		4,0		-3,8		7,4		7,4		2,7
	IV		3,1		-2,1		5,1		7,5		2,3
94	I		2,7		1,4		8,5		7,1		1,2
	II		2,5		3,1		5,0		6,3		0,7
	III		2,2		2,6		4,7		5,8		0,6
	IV		1,7		2,3		3,0		5,3		0,6
	1991				9,0				7,9		-0,8
	1992				6,6				6,7		-0,4
	1993				-2,7				7,0		2,3
	1994				2,3				6,2		0,8

<sup>(\*)</sup> Previsiones AFI desde III 1993.  
<sup>(1)</sup> Aportación al crecimiento interanual del PIB.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

FORMACION BRUTA DE CAPITAL <sup>(1)</sup>								
Tasas de variación anualizadas								
		FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO		Inversión en bienes de equipos		Inversión en construcción		VAR. EXIST. <sup>(1)</sup>
		Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	Trim.	i.a.	
91	I	1,4	3,0	-6,6	-3,3	6,6	7,3	-0,4
	II	1,6	1,7	0,3	-3,7	2,4	5,3	-0,3
	III	0,7	1,2	3,0	-2,4	-0,6	3,6	0,0
	IV	-0,6	0,8	5,0	0,4	-3,8	1,1	0,1
92	I	-2,9	-0,3	2,4	2,7	-6,1	-2,1	0,1
	II	-5,9	-2,2	-6,1	1,0	-5,7	-4,1	0,3
	III	-10,3	-5,0	-13,9	-3,5	-7,9	-5,9	0,4
	IV	-13,3	-1,8	-20,2	-9,9	-8,9	-7,2	0,3
93	I	-8,7	-9,6	-16,9	-14,4	-3,5	-6,5	-0,3
	II	-8,8	-10,3	-11,8	-15,8	-7,1	-6,8	-0,3
	III	-9,9	-10,2	-9,3	-14,7	-10,3	-7,4	
	IV	-9,2	-9,2	-9,1	-11,8	-9,3	-7,6	
94	I	-2,4	-7,6	-5,9	-9,1	-0,4	-6,8	
	II	-2,5	-6,1	-5,1	-7,4	-1,1	-5,4	
	III	-0,9	-3,8	1,0	-4,8	-1,9	-3,2	
	IV	0,7	-1,3	4,4	-1,5	-1,4	-1,2	
1991			1,7		-2,3		4,3	0,2
1992			-3,9		-2,5		-4,8	0,1
1993			-9,8		-14,2		-7,1	
1994			-4,8		-5,8		-4,2	

<sup>(1)</sup> Previsiones AFI desde III 1993.

<sup>(1)</sup> Aportación al crecimiento interanual del PIB.