

TRAS LA INCORPORACION AL SME: ¿QUE POLITICA MONETARIA Y QUE POLITICA DE DEUDA PUBLICA?

Analistas Financieros Internacionales
Grupo GESINCA-GESMOSA (ACF)
6-Julio-89

Una vez incorporada la peseta a la disciplina cambiaria del SME desde el 19 de junio de 1989 muchas de las incógnitas previas a esta decisión han quedado resueltas. Por una parte, la banda de fluctuación de $\pm 6\%$ se ha fijado sobre una parrilla de paridades propia de una peseta fuerte, lo que supone la confirmación de que la política antiinflacionista seguirá siendo el elemento clave de la política económica. Por otra, la incorporación no ha supuesto, ni mucho menos, un debilitamiento de la política monetaria en la distribución de papeles en el seno de la lucha contra la inflación. Por el contrario, la elevación el 6 de julio por el Banco de España del tipo de interés marginal de los préstamos de regulación monetaria en 0,75 puntos porcentuales y el dramático ascenso de la rentabilidad interna de las Obligaciones del Estado a 10 años del 11,5 % anterior al 12,75 % en el mercado primario (con comisión para el colocador) indican la beligerancia de la política monetaria.

En esta nota hacemos hincapié en los problemas de instrumentación que impondrá la política cambiaria, en nuestra opinión, a la política de gestión de los tipos de interés interiores y en los objetivos que podría plantearse la política de deuda pública bajo la restricción de la política cambiaria. No entraremos pues en el análisis de la política fiscal aquí, ni en el de otras políticas alternativas que paralelamente puedan llevar a cabo nuestras autoridades económicas.

La instrumentación de la política monetaria española en el seno del SME

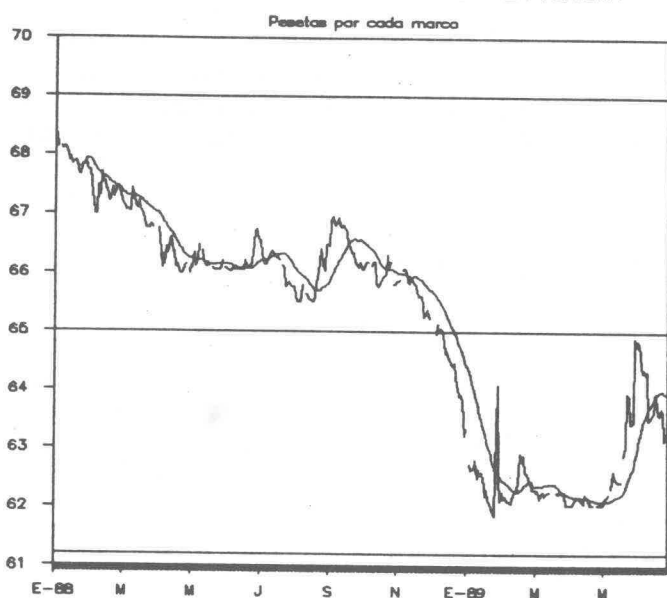
Tres cuestiones son, bajo nuestro punto de vista, claves en la instrumentación de una política monetaria dentro del SME. Por una parte, el establecimiento o no de nuevos objetivos intermedios; por otra, la vigilancia de los diferenciales de tipos de interés en relación con las estructuras al contado y a plazo de los tipos de cambio de la peseta frente a las divisas del SME; y, finalmente, la necesidad de medidas que discriminen entre los distintos mercados de fondos prestables y que hagan más incidencia en el crédito bancario al consumo que en el crédito destinado a actividades productivas.

Se ha hablado en medios públicos de que la incorporación de la peseta a la disciplina del SME exigiría la sustitución como variable intermedia de la política monetaria de los Activos Líquidos del Público (ALP) por el tipo de cambio. En nuestra

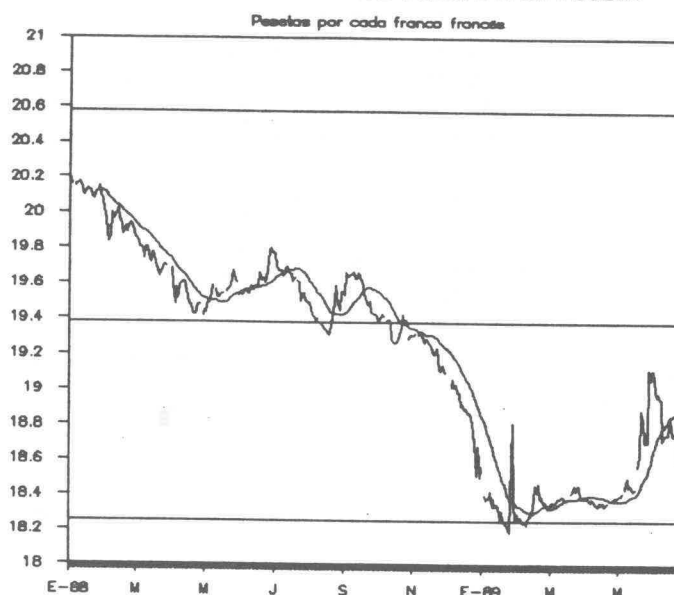
opinión, es altamente improbable que la elección de una variable "precio", como el tipo de cambio o el tipo de interés, para desempeñar en solitario la función de variable intermedia, mejore la instrumentación de la política monetaria. De hecho, una vez aceptada la limitación de la flotación de nuestra divisa a las bandas del SME, el tipo de cambio deja de ser en gran medida una variable capaz de mostrar información sobre las tensiones de la economía. Incluso los tipos de interés de los activos que pueden ser susceptibles de arbitraje con el exterior pierden también capacidad en este sentido.

Si consideramos que una variable intermedia, en una política monetaria estructurada, como teóricamente lo es la española, en dos escalones, debe ofrecer información relevante para un seguimiento más certero del objetivo final -la lucha contra la inflación- y que sobre tal variable intermedia deben girar objetivos cuya persecución ayude en la consecución del objetivo final, el tipo de cambio de la peseta, sujeto a la banda del $\pm 6\%$, difícilmente puede desempeñar una función como variable intermedia; su objetivo, si es que pudieran establecerse objetivos de tipo de cambio relacionados con objetivos de inflación, estaría indefectiblemente limitado a la banda del SME, lo que deja un escaso margen de maniobra.

EVOLUCION DEL MARCO FRENTE A LA PESETA



EVOLUCION DEL FRANCO FRENTE A LA PESETA



Otra cosa es que fuera de la política de dos escalones, las autoridades tengan a bien establecer un objetivo de estabilidad cambiaria, como otros de estabilidad financiera o de reducción de

la variabilidad de los tipos de interés. La limitación de la variabilidad de las variables precio es una de las características del área del SME, pero ello no significa, ni mucho menos, que las autoridades monetarias de los países con divisas integradas en el Sistema deban marcar su tipo de cambio como objetivo intermedio.

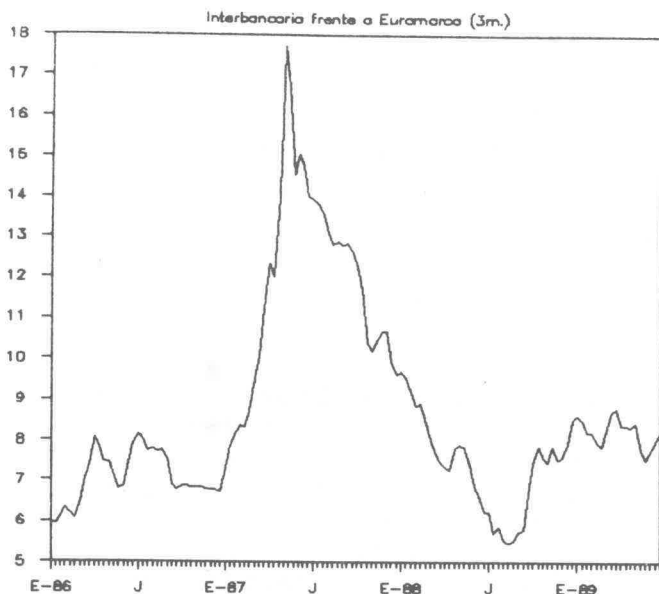
En nuestra opinión, si bien oficialmente son los ALP la variable intermedia de la política monetaria española, de hecho hace ya varios años que otras variables monetarias, crediticias y de precio comparten con los ALP la tarea de cumplir las funciones de objetivo intermedio. Así, la M2, el crédito interno al sector privado otorgado por el Sistema Crediticio, los tipos de interés y los tipos de cambio parecen formar parte, desde hace tiempo, de la "función de reacción" de nuestras autoridades monetarias.

La cuestión de los diferenciales resulta también de elevada relevancia. El control monetario, que a lo largo de 1988 y lo transcurrido de 1989 ha venido mostrando una especial sensibilidad respecto a las cuestiones cambiarias, teniendo que compaginar la política restrictiva ya desde 1987 con la de estabilidad de la peseta, se enfrenta ahora a la necesaria tarea de mantener el tipo de cambio de contado de la peseta en un nivel que permita que el diferencial de tipos de interés existente sea cubierto con el descuento de la peseta a plazo. En esta tarea, la política monetaria cuenta con la ayuda de los límites existentes en la actualidad al control de cambios.

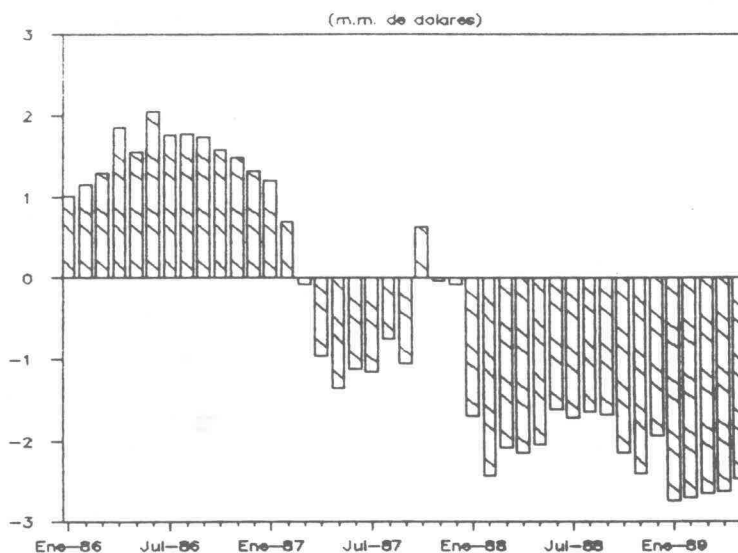
Fundamentalmente, se trata de los límites particulares a la posición corta de contado en divisa para las entidades delegadas de los depósitos obligatorios no remunerados sobre todo aumento de la posición corta desde el 1 de febrero (el 20 %), y sobre el crédito exterior dispuesto (el 30 %). Estas trabas a la libre circulación de capitales, junto con la prohibición de endeudamiento exterior a menos de 3 años, la imposibilidad para los no residentes de adquirir deuda pública vía compras "repo" o a plazo y la no remuneración de depósitos en pesetas convertibles superiores a los 10 millones de pesetas, conforman un conjunto que aísla, aunque imperfectamente, muchos de los mercados españoles.

En concreto, estas trabas permiten una cierta impermeabilidad del mercado de depósito interbancario y centran en el mercado a vencimiento de deuda pública todas las tensiones exteriores. Así, las Letras del Tesoro por su elevada rentabilidad relativa han pasado a convertirse en el principal vehículo de arbitraje entre la peseta y las divisas del Sistema. Más adelante comentaremos detenidamente esta cuestión con sus implicaciones para la política de deuda pública. Ahora baste señalar que la exigencia de que el diferencial de intereses se enmarque de una forma "creíble" dentro de los 12 puntos de recorrido de la banda de fluctuación de la peseta en el SME, obliga actualmente a nuestra divisa a situarse de forma muy próxima a los límites altos frente a cada moneda.

DIFERENCIAL EXTERNO DESCUBIERTO



POSICION ENTIDADES DELEGADAS



Como quiera que la peseta se encuentra más apreciada, respecto a la paridad central, frente a la corona danesa que frente a cualquier otra divisa del SME, ésta actúa de límite para la apreciación de la peseta frente al marco, la divisa más fuerte del Sistema y, por tanto, sobre la que la peseta tendría teóricamente mayor margen de apreciación dentro de las bandas. Las semanas que la peseta lleva disciplinándose al Sistema han puesto de manifiesto, al coincidir con un período de especial dureza y tensionamiento del mercado de Activos de Caja -con la elevación de los tipos de referencia a corto llevada a cabo por el Banco de España- que si bien el margen de maniobra de la política monetaria se encuentra ahora más limitado, sus posibilidades no se encuentran todavía anuladas, ni siquiera en cuanto a tipos de interés.

El ascenso de tipos de interés en los mercados monetarios españoles ha sido propiciado por la elevación de los tipos de referencia en muchos países europeos tras la elevación de las tasas Lombard y de descuento por el Bundesbank, que ha permitido la ampliación del margen de las autoridades españolas en su política interna. De cara al futuro, no obstante, cabe esperar una política monetaria quizá más discriminatoria respecto a qué "parte" del multiplicador crediticio debe atemperarse. El crédito al consumo privado, en este sentido, podría constituirse en el punto de mira de nuestras autoridades, toda vez que su crecimiento sigue provocando muy elevados ritmos de expansión monetaria.

Reestructurar el saldo vivo de deuda pública

En la primera mitad de 1989 el Tesoro ha obtenido, vía emisión de deuda negociable un volumen neto de financiación efectiva de algo más de 1,4 billones de pesetas. Sin embargo, todavía han de renovarse en lo que queda de ejercicio 4 billones efectivos, lo que significa que para obtener la financiación necesaria para cubrir el déficit de caja de este año y el aumento de activos financieros previsible será necesario que el Tesoro emita una cifra bruta efectiva próxima a los 4,2 billones de pesetas efectivos.

La cuestión relevante aquí es que el semestre que comienza parece apropiado para que el Tesoro lleve a cabo una significativa transformación de los plazos en que se endeuda. Como es conocido, el saldo de la deuda viva, aun siendo ya de un volumen muy importante en relación con el PIB, está sesgado al corto plazo de una forma de todo punto injustificable en el caso de un prestatario que, como el Tesoro, va a precisar de financiación ajena durante un período futuro casi indefinido, por mucho que pueda reducirse sustancialmente el déficit de caja en los próximos años. Esta situación genera problemas de carácter operativo, pero, sobre todo, supone una actitud implícitamente especulativa -ya que el Tesoro se está endeudando fundamentalmente en un plazo que es muy inferior al del período en que es previsible precise de fondos- de difícil justificación no ya en un prestatario de la naturaleza del Tesoro, sino en términos de expectativas de tipos de interés.

En el primer semestre de 1989 la distribución por instrumentos de la financiación obtenida no ha hecho sino profundizar en el sesgo hacia el corto plazo. De los 1.120 m.m. efectivos totales, nada menos que 1.583 m.m. han correspondido a las letras del Tesoro, es decir, al plazo de un año. Los pagarés han contribuido negativamente en 409 m.m. y la deuda a medio y largo plazo ha supuesto también una financiación negativa de 52,8 m.m. El problema se agudiza si se piensa que en lo que resta de año vencerán todavía 1.559 m.m. en letras del Tesoro y más de 930 m.m. en deuda a medio y largo plazo.

El primer semestre del año ha supuesto una elevación sustancial de los tipos de interés, consecuencia del carácter restrictivo de la política monetaria, que pretende "enfriar" una economía que crece a un ritmo del 11,5 % en términos nominales, con el peligro inflacionista que ello lleva consigo. El proceso de elevación de tipos de interés se ha traducido en una continua elevación de las rentabilidades internas de la deuda pública, y de hecho, han sido las letras del Tesoro, con su elevación desde el 9,72 % de abril del pasado año, hasta el 14,517 % alcanzado un año después, el activo que ha "guiado" el proceso de tensionamiento del conjunto del mercado financiero.

La entrada de nuestra moneda en la disciplina cambiaria del SME, además de una apuesta por la continuidad de la política de tipos de interés altos, como demuestra el que el tipo de cambio central suponga una peseta "fuerte" (con una banda, además, del $\pm 6\%$) y como cabe deducir de los, todavía lejos de corregirse, desequilibrios básicos de nuestra economía, supone también un espaldarazo a la recientemente más preocupada por la estabilidad de los mercados política financiera de nuestras autoridades monetarias. En definitiva, ello podría traducirse en una menor volatilidad de los tipos de interés (así como de los tipos de cambio) y en una mayor perseverancia en el tiempo de sostenimiento de un determinado nivel de tipos de interés, es decir, en un menor riesgo de interés en el mercado español.

Como quiera que la incorporación al SME coincide con una etapa de mayor institucionalización del mercado de deuda pública anotada, con un período de tipos de interés altos y con una situación de escasez de papel público en las carteras de las instituciones financieras, la expectativa de una mayor estabilidad financiera podría conducir a los inversores a continuar decididamente la fuerte demanda de deuda pública que ha caracterizado a los meses de mayo y junio. En nuestra opinión, esta mayor demanda relativa debería ser aprovechada por el Tesoro para dar un giro en su política de financiación desplazando las emisiones brutas hacia bonos a tres y cinco años y hacia obligaciones a diez, y relegando las letras gradualmente hacia un papel menor en el volumen de emisión. Quizá la elevación de la rentabilidad de las Obligaciones del Estado en la última subasta sea el comienzo de este giro.

La racionalidad en términos de gestión de esta política residiría en la idea que la política de tipos altos puede mantener en el medio plazo, e incluso aumentan a corto, su perseverancia y en que, cuando se reduzca en el futuro la presión sobre los tipos de interés porque los desequilibrios actuales tiendan a corregirse, la curva de rentabilidades no se desplazará dramáticamente hacia abajo conservando su pendiente, sino que tenderá a aplanarse por el hecho de que se reduzcan más las rentabilidades a corto que las rentabilidades a medio y largo plazo.

No hay que olvidar que existe un argumento adicional muy ligado a las actuales restricciones en el control de cambios y a las trabas al endeudamiento en el exterior. El hecho de que existan importantes limitaciones al endeudamiento español en el exterior y a la ampliación de la posición corta en divisas de las entidades delegadas, impermeabiliza el mercado de depósito interbancario frente al exterior, mientras las operaciones de contado a vencimiento en deuda pública entre residentes y no residentes no están ajenas a ninguna traba cambiaria. Como quiera que el diferencial de tipos de interés entre la deuda española y los activos alternativos europeos es elevado y se encuentra sólo parcialmente cubierto por las expectativas de depreciación de la

peseta (por el descuento a plazo), al actual nivel de tipo de cambio al contado, la presión de la demanda de deuda por no residentes podría facilitar la reestructuración de la curva.

En definitiva, esta reestructuración podría aumentar la divergencia entre los tipos de interés del mercado interbancario de depo y los de letras del Tesoro tanto "repo" como a vencimiento. Pensamos, sin embargo, que dado que los tipos del mercado de depósito persistirán en su tensionamiento, no cabe esperar un descenso sustancial del mercado de letras en el futuro.

