

### LOS TIPOS DE INTERES Y LA CRISIS

Reflexiones sobre el estado actual de nuestra economía y la capacidad de la política económica española, tal y como ha sido diseñada hasta ahora, para enfrentarse a nuevo "shock" externo.

---

Analistas Financieros Internacionales, S.A.  
(Grupo Ahorro Corporación)  
Septiembre 1990

En esta nota nos ocuparemos del análisis de algunos de los factores fundamentales que podrían incidir en la evolución futura, en un horizonte de medio plazo, en los tipos de interés. En concreto, trataremos de delimitar y caracterizar el estado actual de la economía española, tanto en lo que corresponde al ritmo de crecimiento real, como a la situación de nuestros desequilibrios básicos.

En nuestra opinión, una parte del ascenso de los precios del petróleo que ha tenido lugar desde el inicio de la crisis del Golfo Pérsico es ya irreversible pues responde no sólo a la crisis "militar", sino también a la crisis larvada meses antes de la invasión de Kuwait en una OPEP favorecedora de precios a la baja. No debe olvidarse en este sentido, que, días antes de la invasión de Kuwait por Irak, la OPEP acordaba un ascenso del precio mínimo del barril de 18 dólares a 21. Después del estallido del conflicto del Golfo, parece claro que será improbable que el petróleo alcance niveles medios inferiores a los 25 dólares por barril. Por ello, sin llevar a cabo un análisis de los distintos escenarios políticos que cabe imaginar para la solución de la crisis provocada por Irak, sí cabe realizar un esfuerzo por delimitar las consecuencias económicas de la parte del ascenso de precios por barril que ya podría ser irreversible. En esta nota, en continuidad con la nota de Análisis de Coyuntura anterior y en coherencia con las publicadas Balanza de Pagos y Predicción y Tendencia de IPC y de sus componentes, planteamos la discusión sobre las consecuencias de la crisis del petróleo -más allá de la crisis del Golfo Pérsico- sobre el crecimiento de nuestra economía.

La cuestión es importante por cuanto que, aunque el grado de dependencia española del consumo de petróleo se ha reducido, la eficiencia energética de nuestro producto interior bruto apenas ha mejorado desde 1973. Mientras el peso de la importación de petróleo sobre el PIB se ha reducido en más de un 11,5% a lo largo de los años 80, la proporción de consumo de petróleo sobre el consumo energético total ha pasado de un 69% a un 53% entre 1980 y 1989. Sin embargo, la eficiencia energética de nuestro PIB -el cociente entre el PIB y el consumo total de energía- sólo ha mejorado desde 1973 un 2%, frente a mejoras del 42% en Italia, 49% en el Reino Unido, 40% en la RFA o

38% en USA, si se realiza la medición en 1989. Nuestro país, por tanto, sólo ha reducido el consumo relativo de petróleo, sustituyéndolo por otras fuentes energéticas, pero sigue siendo excesivamente intensivo en uso de energía.

En nuestra opinión, el ascenso de los precios del petróleo hará que nuestro país se enfrente a un nuevo escenario económico mundial, en el que no será tan sencillo financiar el déficit corriente de la balanza de pagos que siempre ha estado ligado a nuestros procesos de fuerte crecimiento económico. La transferencia que tendrá lugar desde los países importadores de crudo hacia los exportadores, reducirá los excedentes de las balanzas de pagos de los países que venían financiando a los deficitarios; ampliará los déficit de éstos; y alterará los canales de circulación de los capitales internacionales, al ganar peso en la oferta financiación mundial los países productores de petróleo (ahora, más excedentarios) y al hacerse, en general, más selectivos los criterios de elección de las inversiones exteriores.

En este escenario es ahora más importante que en el pasado el control de la inflación y del déficit corriente, desequilibrios fundamentales a la hora de mantener la credibilidad de nuestro tipo de cambio. Sin embargo, nuestra economía no puede considerarse, ya antes de la crisis, en la misma coyuntura que hace un año. Los indicadores más recientes muestran, en nuestra opinión, que el repunte del consumo del segundo trimestre no ha continuado durante el verano -por lo que el consumo privado sigue una senda próxima al 4% de crecimiento real en 1990- y, sobre todo, que la inversión en bienes de equipo se ha desacelerado profundamente, hasta alcanzar tasas realmente bajas en la mitad del año. Por ello, parece razonable esperar un mantenimiento y no una intensificación del grado de rigor actual de la política monetaria (básicamente, el mantenimiento de los tipos de interés). Esto mismo hace ahora previsible una cierta depreciación de la peseta en el seno del mecanismo de cambios del SME. Las expectativas han de centrarse pues en la política presupuestaria y en la política de rentas.

### La desaceleración económica hasta el verano del 90

A pesar de que la repercusión del incremento de los precios del petróleo consecuencia del conflicto del Golfo es un hecho que, por su relevancia tanto en términos de crecimiento de la economía española como en precios y competitividad, no puede desligarse ya de cualquier análisis sobre la evolución de la coyuntura, en nuestra opinión, resulta imprescindible hacer una valoración global previa sobre el entorno macroeconómico que podía observarse antes de la crisis.

De la evidencia empírica disponible de lo transcurrido del año 1990 cabe extraer una serie de conclusiones que avalarían la

idea de que se ha producido una desaceleración importante del crecimiento de la demanda interna, directamente relacionada con la imposición de límites al crédito interno al sector privado en el segundo semestre de 1989 y a su continuación en 1990, pero que ésta se ha traducido, en mayor grado, en una descalabro de la inversión en bienes de equipo que en un freno al consumo privado (véase tabla 1). Y ello a pesar de la vía de "escape" a los límites que para las empresas ha supuesto la emisión y colocación en el público de pagarés de empresa (recuérdese que el saldo vivo de pagarés de empresa en las carteras del público ha pasado de unos 620 m.m. en noviembre del pasado año a unos 1.900 m.m. en agosto de este ejercicio, dejando hueco en el seno del límite para el crédito privado). Parecen pues razones de fondo las que subyacen en la desaceleración de la inversión. Las expectativas de inflación de costes y los tipos de interés altos podrían ser dos de ellas.

El Índice de Producción Industrial de bienes de equipo, que había estado experimentando crecimientos moderados desde el final del año 89, ha acusado, en los dos últimos meses disponibles, una desaceleración espectacular, un 1,8% en abril y un 0,8% en mayo en tasa media anual, frente a crecimientos del 6,7% en mayo del 89 y del 5,7% en diciembre del mismo año. También la importación de bienes de equipo ha registrado una fuerte caída en sus tasas de crecimiento durante los últimos meses, que han pasado, en tasa interanual, desde un 18,7% en el tercer trimestre de 1989 y un 9,4% en el cuarto, a un 17,9% en el primer trimestre de 1990 y tan sólo un 0,1% en el segundo. No obstante, la tasa intermensual de julio, un 15,9%, muestra una ligera aceleración de los ritmos de crecimiento (junio fue un 11%). Las Opiniones Empresariales muestran una situación de clara desaceleración de la demanda de inversión en bienes de equipo. Así el nivel de existencias es crecientemente considerado "alto" en los últimos meses para los bienes de equipo.

No obstante, dichos crecimientos por debajo de lo "normal" no se van a traducir en tasas muy inferiores de la inversión global todavía, gracias a la continua expansión del sector de la construcción, y en particular el subsector de Obras Públicas (la licitación de obras alcanzó en mayo y junio del 90, en tasa media anual, su mayor crecimiento, un 60,8 y un 58,6, respectivamente, en línea con la tendencia descrita desde septiembre del 89; además, el nivel de ocupación en la construcción ha seguido creciendo de forma importante hasta el mes de junio). Los últimos datos disponibles muestran, sin embargo, una cierta moderación en el crecimiento de este subsector. Se ha producido una ralentización del consumo de cemento en el primer cuatrimestre del año, y el paro registrado de agosto, que supone un incremento de 0,51% en tasa mensual, concentra el mayor aumento en el sector de la construcción con un 3,5% en tasa mensual.

**TABLA 1**

LA ACELERACION DEL CONSUMO Y LA DESACELERACION DE LA INVERSION, SEGUN ALGUNOS INDICADORES.  
( Tasas de crecimiento )

	Antes de las limitaciones al crédito	Después de las limitaciones al crédito				Enero- Julio 1990
	Enero- Julio 1989	3Trim 89	4Trim 89	1Trim 90	2Trim 90	
<b>Importaciones reales (Indice de volúmenes)</b>						
1. B.CAPITAL	27.4	18.7	9.4	17.9	0.1	8.1
2. B.CONSUMO	34.5	20.3	10.5	9.3	12.0	12.7
2.1 ALIMENTICIO	26.1	11.7	-1.4	10.9	12.6	15.7
2.2 NO ALIMENTICIO	37.1	22.8	14.1	8.8	11.8	11.8
3. B.INTERMEDIOS	12.6	8.9	12.8	14.1	8.4	12.6
3.1 ENERGETICOS	6.9	4.3	9.8	0.4	2.4	3.5
3.2 MATERIAS PRIMAS	3.5	6.9	10.3	15.8	15.6	16.2
3.3 MANU.SEMIELABORADAS	20.2	11.1	14.5	20.5	8.4	15.4
<b>Opiniones Empresariales (1)</b>						
4. CARTERA DE PEDIDOS						
4.1 BIENES DE INVERSION (previsión)	9	-1	-6	10	4	8
4.2 BIENES DE CONSUMO (previsión)	21	15	6	25	12	18
5. EXISTENCIAS DE PRODUCTOS TERMINADOS						
5.1 BIENES DE INVERSION (nivel)	21	-12	-16	-2	4	2
5.2 BIENES DE EQUIPO (nivel)	10	4	10	11	13	12
6. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA	81	80.5	80.8	79.1	80.5	79.8
<b>Indice de Producción Industrial (2)</b>						
7. BIENES DE EQUIPO	6.7	6.2	5.7	4.8	0.8	-
8. CONSUMO	1.1	2.1	2.9	4.1	-2	-

**Notas:**

(1) La cartera de pedidos muestra la diferencia entre los porcentajes de las respuestas "elevada" y "debil" en el nivel y entre "a aumentar" y "a disminuir" en la prevision. Las existencias de productos terminados muestran la diferencia entre los porcentajes de las respuestas "superior al normal" e "inferior al normal". Medias trimestrales. Ultimo dato disponible.

(2) El indice de producción en el periodo anterior a las limitaciones al crédito está calculado para los meses de Enero a Mayo, para poder comparar las cifras con el último dato disponible del 90.

Fuentes: Elaboración propia sobre "Encuesta de Coyuntura Industrial" del Ministerio de Industria, Instituto Nacional de Estadística y estadísticas de comercio exterior de D.G. Aduanas.



Estos datos parecen apuntar a que, pese a que la desaceleración ocurrida hasta ahora habría reconducido el crecimiento real hacia sendas de mayor moderación, más compatibles con una prolongación futura del ciclo expansivo, la caída de la inversión no deja de ser preocupante, en una situación como la actual, en la que las expectativas sobre el futuro crecimiento de la economía parecen haberse deteriorado sustancialmente.

En este mismo sentido ha evolucionado el indicador "adelantado" de opiniones empresariales, en el que, a pesar de su característico "sesgo al pesimismo", se observa un deterioro de las expectativas de las industriales tanto en su cartera de pedidos como en el nivel de existencias, sobre todo en el segundo trimestre. Las expectativas sobre la cartera de pedidos hasta julio muestran un empeoramiento de las previsiones de demanda de los empresarios en el segundo trimestre (de un +14 a un +8 en media móvil de tres meses). Sin embargo, pareció detectarse una reducción de su nivel de existencias a lo largo del segundo trimestre, lo cual sería coherente con el repunte de la demanda de consumo estimado en este período. En cuanto las existencias de productos terminados, se observa que, desde el inicio del presente año, parece ampliarse el stock, tanto de bienes de consumo, como de inversión.

Si bien es cierto que los indicadores del consumo privado más relevantes han mostrado tasas de crecimiento menor desde finales del 89 y sobre todo en el primer trimestre de 1990, nuestras estimaciones parecen detectar un cierto repunte en el consumo en el segundo trimestre. El consumo de energía eléctrica se ha estabilizado en el primer semestre en torno al 4% en tasa media anual desde diciembre del 89, frente a las tasas de crecimiento superiores al 5,5% de todo el año 89. Las importaciones de bienes de consumo crecieron, en el primer trimestre, a una tasa interanual del 9,3% frente al 20,3% del tercer trimestre del año pasado, y el 10,5% del cuarto. Las ventas en grandes almacenes, los ingresos por turismo y la matriculación de automóviles muestran también una senda de moderación.

El repunte señalado sería observable en el segundo trimestre sobre todo en el mayor crecimiento real de las importaciones de bienes de consumo, al pasar de un 9,3% en el primero en tasa interanual a un 12%. El dato del mes de julio, un 25,3% en tasa intermensual frente al 14,6% de junio, apoyaría la consolidación de este repunte durante un mes más, pero no su continuidad. Además, el Índice de Producción Industrial de consumo se ha mantenido en el mismo trimestre creciendo a tasas muy elevadas (un 4,2% en mayo en tasa media anual frente a crecimientos similares en abril y marzo 3,5% y 4,1%, respectivamente), gracias a lo cual el Índice de Producción Industrial general se ha moderado (de un 4,9% en diciembre de 1989 en tasa media anual al 3,2% de abril y mayo), solo suavemente, amortiguando el efecto de

la producción de bienes de equipo.

Este dinámico pero más moderado comportamiento del consumo resulta perfectamente compatible con la expansión del empleo que ha tenido lugar desde el pasado año, y que comenzó a moderarse parcialmente desde el inicio de 1990, así como con la continuada reducción que, hasta el pasado mes de agosto, había mostrado la tasa de paro. El índice de ocupados no agrícolas, indicador más representativo para el análisis, ha moderado ligeramente su tasa de crecimiento desde el 5,3% intertrimestral de marzo del 89, al 5,1% de marzo del 90 y 4,4% de junio.

La moderación de los indicadores en lo transcurrido del año ha sido pues clara. Estamos ante crecimientos más controlables del consumo privado, compatibles con un todavía fuerte crecimiento del empleo, y ante una desaceleración muy pronunciada y preocupante de la inversión en bienes de equipo. Este panorama parece además coherente con la más moderada expansión monetaria observable en julio y agosto en ALP si se añaden a esta variable los pagarés de empresa.

TABLA 2

LA DESACELERACION MONETARIA DEL VERANO DE 1990  
(tasas anuales medias sobre series desestacionalizadas)

	Enero - Marzo	Abril - junio	Julio - Agosto
ALP + PEP	7.9	23.4	10.0
CIEF + PEP	14.5	20.2	12.3

CIEF: Crédito Interno del Sistema Crediticio a empresas y familias

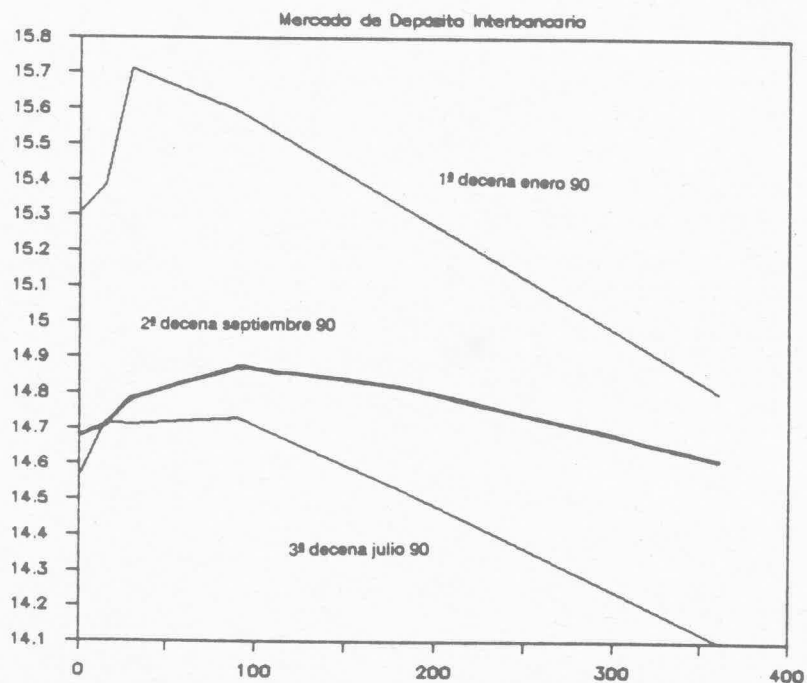
ALP: Activos Líquidos en poder del público

PEP: Pagarés de Empresa en poder del público

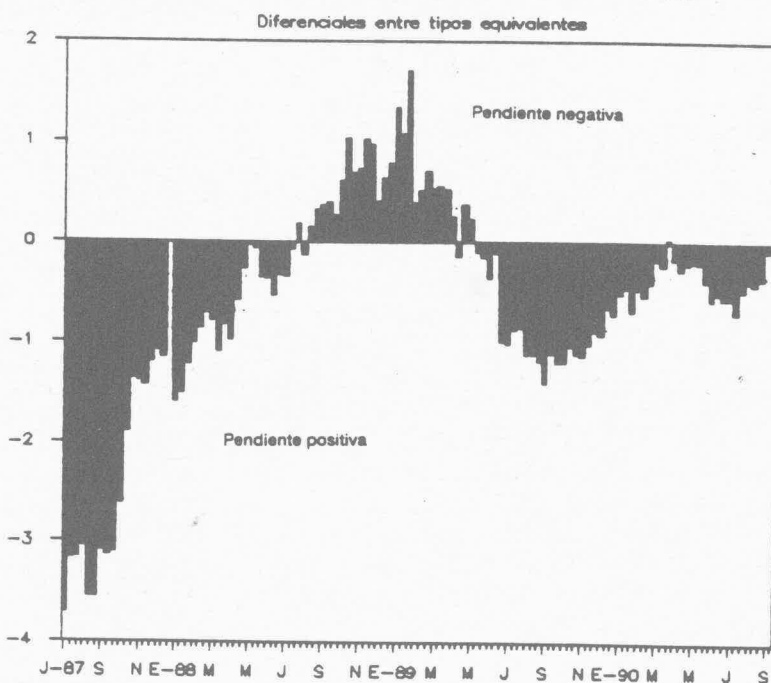
Fuente: Elaboración propia sobre datos del Banco de España

Como muestra la tabla 2, el crecimiento monetario se ha desacelerado en verano tras la fuerte aceleración -en la que los vencimientos de pagarés forales fueron sólo en una parte responsables- del segundo trimestre del año. Si consideramos el agregado de ALP y los pagarés de empresa en poder del público (frente alternativa de financiación para las empresas muy desarrolladas en el contexto actual de límites al crédito) el crecimiento medio anual en julio-agosto fue del 10% en contraste con el 23,4% de abril-junio. Si observamos el crédito interno al sector privado agregado con los pagarés de empresa, el panorama es también de desaceleración del 20,2% en el segundo trimestre al 12,3% de los dos meses señalados del verano.

CURVA DE TIPOS EQUIVALENTES-DIA. 1990



LA PENDIENTE DE LA CURVA TIPOS-PLAZO



### Los tipos de interés

Bajo nuestro punto de vista la limitación al crédito privado es el instrumento monetario más eficaz -aunque también el más distorsionador- con que nunca ha contado el Banco de España para llevar a cabo su política restrictiva. Tal limitación se materializa en los límites trimestrales que este año vienen imponiendo las autoridades al crecimiento del crédito interno al sector de empresas no financieras y familias y en las restricciones al endeudamiento exterior del sector privado, es decir el depósito previo sin remunerar del 30% de valor en pesetas de financiación en divisa, y la no liberalización del endeudamiento a plazo inferior a tres años.

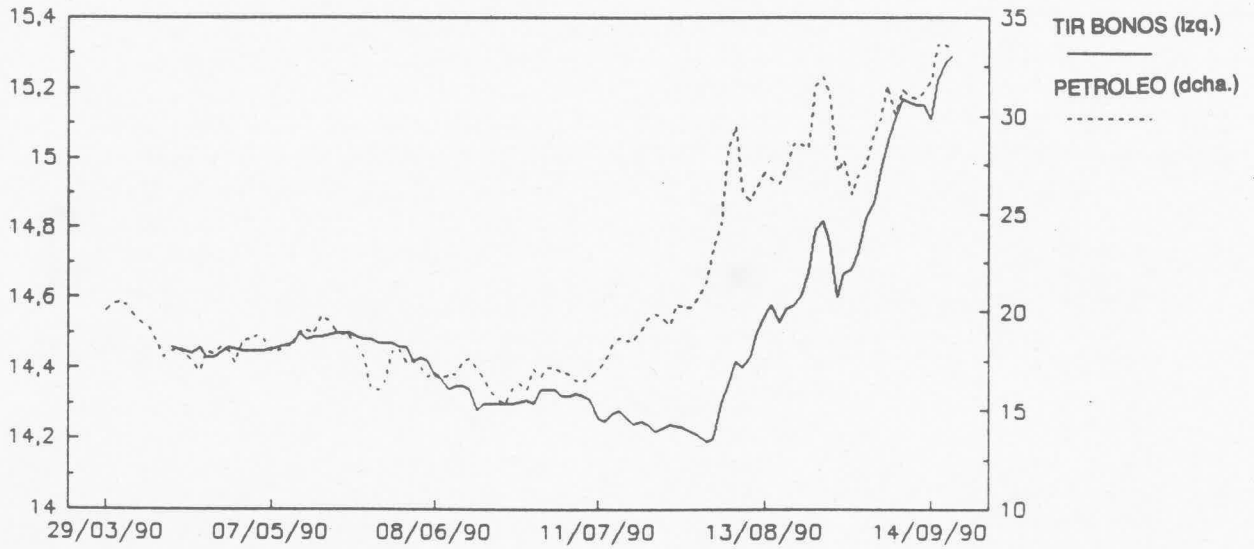
Ambas limitaciones tratan de "controlar" la financiación privada, al tiempo que la segunda modera la demanda de pesetas en los mercados de cambios, permitiendo una mayor estabilidad cambiaria. En nuestra opinión, por primera vez desde su imposición se abre ahora una expectativa razonable de eliminación de ambas restricciones en un horizonte relativamente próximo. Esta eliminación sería el resultado, en un contexto de política presupuestaria restrictiva, como el anunciado por el Gobierno para el año 1991, de una política monetaria más preocupada por los efectos de los límites sobre la inversión en bienes de equipo -cuya desaceleración ha de alertar sin duda a las autoridades-. Los límites han provocado un ascenso muy violento en los tipos de interés de los créditos bancarios y, aunque han sido sorteados mediante las emisiones de pagarés de empresa colocadas en el público (unos 2 billones de saldo vivo a agosto frente a los 690 m.m. de pesetas del final de 1989), han sido realizadas básicamente a corto plazo. Puede decirse pues que los límites han desplazado la financiación empresarial fuera del crédito bancario, dejando allí "espacio" suficiente para la financiación del consumo privado. Ello no es equivalente a decir que la inversión ha seguido estando atendida, ya que la financiación a corto propiciada por los pagarés de empresa no ha podido dar a las decisiones de inversión en bienes de equipo la necesaria cobertura temporal que hubieran propiciado.

La eliminación de los límites al crédito al final de año permitiría un descenso de los tipos de interés de los créditos pero en nuestra opinión, no necesariamente habría de arrastrar una caída de tipos oficiales. Las cautelas que exigen la inflación esperada, la competencia bancaria por el activo que podría surgir en el mercado crediticio y las elevaciones de tipos que podrían tener lugar en algunos países europeos parecen hacer recomendable el mantenimiento de los tipos oficiales. Queda por ver, no obstante, el efecto de la relajación de los límites sobre la curva de los tipos de interés, toda vez que ésta ha sufrido un desplazamiento al alza a la largo de la primera mitad de 1990 y ahora tras la crisis del Golfo Pérsico.

En todo caso, uno de los procesos más preocupantes de los

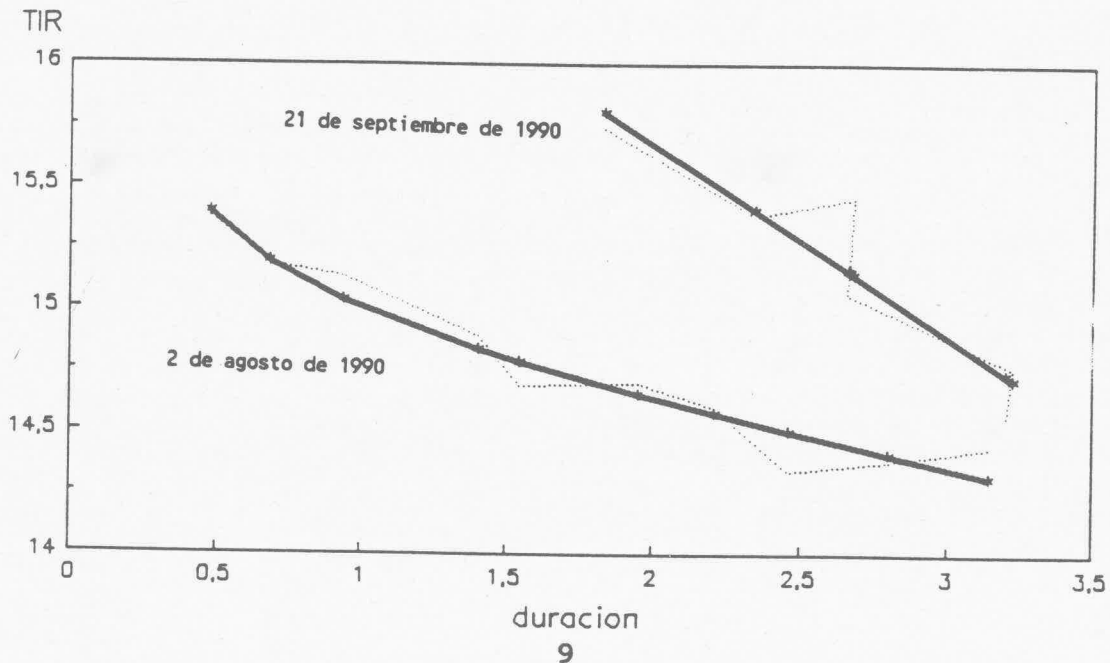


RENTABILIDAD B-13.75 Y PRECIO PETROLEO  
23/03/90 - 19/09/90



TIR BONOS 13,75 VALOR DICIEMBRE  
PETROLEO VARIEDAD WTI (dólares por barril)

CURVA DE RENTABILIDADES DEUDA ANOTADA  
( Ajustadas por regresion )



que están teniendo lugar en los mercados monetarios desde que estalló el conflicto del Golfo Pérsico es la caída de los precios en el mercado secundario de bonos del Estado. El mercado de deuda anotada, tanto en su tramo al contado, como sobre todo, en el de operaciones a plazo -de entrega futura en fechas estandarizadas- está observando en las últimas semanas un fuerte ascenso de las rentabilidades, que aleja enormemente éstas del mercado de depósito interbancario, cuyo comportamiento en tipos de interés ha sido especialmente estable desde que, el plazo de año se comenzara a negociar a un tipo de nivel equivalente al de intervención a corto del Banco de España. Este alejamiento es aún mayor respecto a la rentabilidad fijada en las últimas subastas mensuales de bonos del Estado a tres años.

Los bonos al 13,75, con vencimiento en marzo del 93, actualmente los títulos más líquidos del mercado, han alcanzado recientemente un nivel próximo al 15,30% de rentabilidad interna bruta, frente al 14,70% del final de agosto o incluso el 14,35% del final de julio. Es decir, los bonos de esta referencia han elevado su rentabilidad en nada menos que un punto porcentual desde que se inició la crisis del petróleo, cuando los tipos de interés de intervención del Banco de España no se han modificado en absoluto desde entonces -de hecho el Banco ha permitido una significativa relajación del tipo a un día en el interbancario- y mientras el tipo a un año del depósito interbancario ha ascendido en solo algo más de medio punto porcentual hasta el 15,70%. En este contexto de clara divergencia entre el mercado de deuda pública a tres años y el mercado de dinero, cabe preguntarse qué mercado tiene razón. Es decir, dónde reflejan las rentabilidades el verdadero cambio que ha tenido lugar en las expectativas. Esta cuestión es muy relevante por cuanto que ambos mercados sirven de referencia para la formación de precios de las emisiones y negociación de la renta fija privada.

En nuestra opinión, una parte del ascenso de las rentabilidades de los bonos responde a una situación específica del mercado de deuda, no extrapolable a otros mercados. Se trata del contexto de elevadas carteras de deuda no cedida a la clientela que caracterizó al mercado en el momento en que se produjo el shock de la crisis del Golfo. Estas carteras (más de 500 m.m. de pesetas, de los que la mayor parte corresponden a bonos de reciente emisión, entre ellos el del 13,75) fueron acumuladas por las entidades financieras en los últimos días de junio, ante las expectativas que la desaceleración del crecimiento real de la economía despertaba de una agudización de la pendiente negativa de la curva de tipos de interés, es decir, de una caída en las rentabilidades a medio y largo plazo.

A la transformación de plazos -desde letras a corto a letras a un año y a bonos a tres años- que en aquellos días tuvo lugar en las carteras que sirven de garantía para las cesiones temporales de deuda pública de las entidades de depósito, se unió pues una nueva acumulación, que confiaba en la generación de

plusvalías conforme el Tesoro redujera las rentabilidades de emisión de los bonos. Este clima era propicio además para el canje de bonos de vida residual corta por bonos de tres años que entonces propuso el Tesoro.

El estallido de la crisis el Golfo hizo que el mercado revisara sus expectativas. A la expectativa generada hasta entonces por el más patente enfriamiento de la economía, que hemos comentado aquí, había que añadir ahora una inflación esperada superior. Los tipos, así, ya no podrían descender y la curva del interbancario se aplanó, al elevarse el tipo de interés a un año. Este aplanamiento significa -simplificando- expectativas de estabilidad de tipos. Sin embargo, en el mercado de deuda las fuertes carteras disponibles generaron otra dinámica quizá menos razonable. La rentabilidad de los bonos del 13,75 comenzó a ligarse a la evolución del precio del petróleo, de forma que en agosto y septiembre, como muestra el gráfico adjunto, aquélla fue ascendiendo al ritmo de éste. No ocurría así con los tipos del depósito interbancario.

La explicación de que este comportamiento está determinado por la urgencia de vender "a cualquier precio" que imponen las fuertes carteras disponibles de las entidades titulares de cuenta en la Central de Anotaciones de deuda pública, no justifica, sin embargo, la elevada correlación con el precio del petróleo, precio que en definitiva no habla, para el mercado de deuda, sino del grado de tensión existente entorno al Golfo. Este grado de tensión tiene consecuencias difíciles de predecir sobre los tipos de interés, al ser impreciso el umbral a partir del cual elevaciones adicionales pueden conducir a crecimientos de la economía demasiado bajos. No es pues razonable tal correlación.

Sólo una mayor conexión entre el mercado de letras del Tesoro y el de bonos -instrumentos perfectamente sustitutivos para plazos cortos de cesión temporal a terceros- puede aliviar la tensión excesiva del mercado de deuda en relación con las expectativas de tipos, es decir, reducir las más altas primas de riesgo que exigen ahora los compradores de bonos en el mercado. En este sentido, parece el momento de que se desarrolle más intensamente el mercado interbancario de operaciones "simultáneas" -verdaderas cesiones temporales- con los bonos.