

LIMITES AL CREDITO PRIVADO, TIPOS DE INTERES Y TIPOS DE CAMBIO

---

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

Los acontecimientos internacionales -desaceleración económica norteamericana, reunificación alemana, crisis del precio del petróleo y, más reciente, incorporación de la libra esterlina a la disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo (SME)-, han abierto desde los últimos meses un periodo especialmente incierto y, por ello, volátil en todos los mercados. Sin embargo, paralelamente, ha tenido lugar una clarificación, sin duda relevante, en los indicadores de la economía real española, en el sentido de mostrar una fuerte desaceleración de la inversión productiva, y un paso adelante, que nos parece muy significativo, en la definición de una política presupuestaria por parte del Gobierno.

En esta nota nos proponemos discutir los pasos que podría dar, en un horizonte de medio plazo, la política monetaria española para responder al nuevo escenario macroeconómico definido por la información disponible sobre la coyuntura y la nueva correlación de fuerzas entre política monetaria y política presupuestaria. En concreto, discutiremos la posible y, en nuestra opinión, probable en un horizonte próximo, eliminación de los límites al crecimiento del crédito interno al sector privado otorgado por el sistema bancario y de las trabas al endeudamiento exterior de las empresas, así como sus efectos sobre los tipos de interés y sobre la cotización de la peseta en el seno de SME.

En nuestra opinión, se observa ya claramente que, desde el mes de abril, viene produciéndose una desaceleración de la demanda de inversión en bienes de equipo. Esta desaceleración se ha hecho muy profunda a lo largo de los meses de verano tal y como muestran la producción industrial de bienes de equipo, así como sus importaciones, de acuerdo con el Índice que sobre Aduanas elabora la D.G. de Previsión y Coyuntura. Las opiniones empresariales, según la encuesta del Ministerio de Industria, avalan esta interpretación. El problema aquí es aproximarnos al desencadenante de esta desaceleración, ya que, de hecho, no ha tenido lugar una moderación a lo largo del año -aunque sí respecto a 1989- en el crecimiento del consumo privado que explique tal desánimo en la demanda de esta modalidad tan importante de inversión. Nuestra opinión es que los límites y restricciones al crédito privado han tenido una parte importante de responsabilidad en esta evolución. Ello hace que el paso de tasas reales de crecimiento del 15,4% medio anual en el periodo 1987-1989, a tasas del 7,0-8,5%, según las previsiones (véase tabla 1), en 1990 para el conjunto de la formación bruta de capital fijo, pueda ser interpretada más como un resultado de la

política económica, que como un deterioro irreversible de los fundamentos últimos de las decisiones empresariales de inversión. La reacción de las empresas reduciendo el ritmo de inversión podría tener su origen, en una primera interpretación, en un cierto deterioro del margen de beneficio -al no poder repercutir en precios los ascensos de costes que han tenido lugar en 1990, dado que el grado de apertura al exterior en la industria es ya alto-, que habría aumentado la dependencia empresarial de financiación ajena o reducido la autofinanciación. La vitalidad que sigue mostrando el consumo privado (desde el 5,6% medio del período 1987-1989 al 4-4,5% en 1990) avala, en nuestra opinión, esta interpretación al no mostrar como origen de la desaceleración una expectativa de menor demanda de consumo.

TABLA 1

CUADRO MACROECONOMICO PARA 1990 ANTES Y DESPUES DE LA CRISIS DEL GOLFO  
(Tasas de crecimiento reales)

	1987-89	Gobierno: "Escenario a medio y largo plazo"	Después de la crisis			Pro-memoria: estructura 1989
			Gobierno (1)	Gobierno (2)	AFI	
Consumo privado	5,6	3,8	4,0	4,0	4,5	62,7
Consumo público	6,2	3,0	2,8	4,2	3,0	14,8
F.bruta capital	15,4	9,3	8,4	8,6	7,0	25,5
Demanda interna	7,9	5,0	5,0	5,2	4,9	103,0
Exportaciones	6,2	6,7	4,0	3,8	-	18,5
Importaciones	18,4	10,3	10,5	10,8	-	21,4
Saldo neto exterior	-2,7	-1,0	-1,6	-1,9	-1,1	-3,0
PIB a p.m.	5,2	4,1	3,4	3,5	3,8	100,0

(1) Filtración a la prensa (El País, 12 de septiembre)

(2) Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 1991.  
Ministerio de Economía y Hacienda, 1990.

Fuente: Analistas Financieros Internacionales (AFI)

Ello no significa, sin embargo, que la desaceleración de la inversión global -frenada todavía gracias a la inversión pública, que supone un 3,7% del PIB frente al 20% de la privada- sea menos peligrosa, tal y como están las cosas. A nadie se le escapa la incidencia que una desaceleración de la inversión en bienes de equipo tiene sobre el empleo (máxime considerando que el 31% de los asalariados lo son por contratos temporales) y sobre la capacidad productiva. Considerando las elevadas correlaciones positivas existentes entre el crecimiento del empleo y el del

consumo privado y entre el grado de utilización de la capacidad productiva industrial y la inflación de los bienes manufacturados, es evidente que los peligros de una inversión menos reactivadora del aparato productivo son suficientemente elevados como para esperar un cambio de instrumentación en la política económica del Gobierno ante la nueva coyuntura.

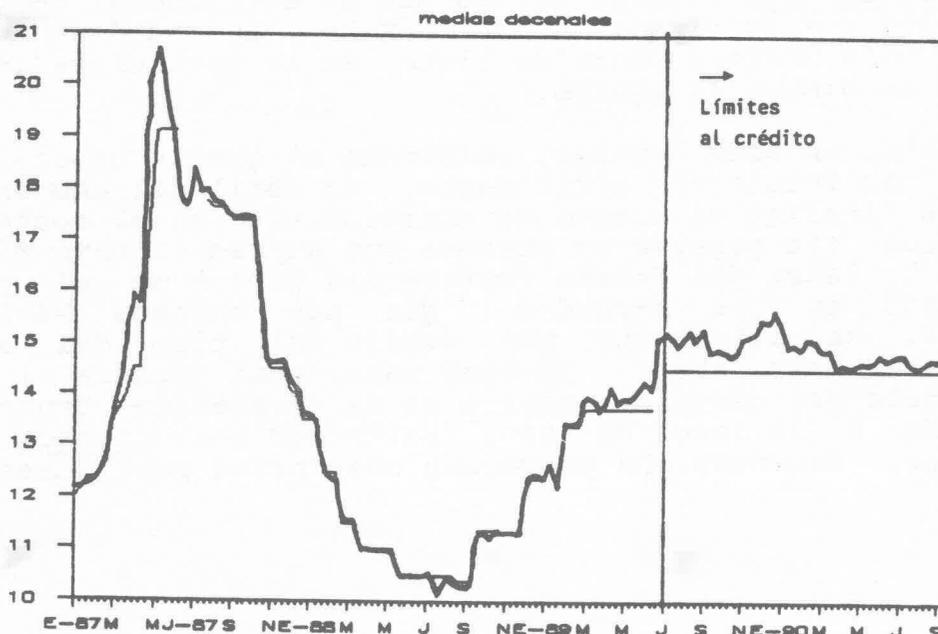
Tal cambio, considerando la aportación de la política presupuestaria a partir de 1991, deberá incidir, al menos en una primera fase, en el que ha sido el principal instrumento de control desde su implantación, la limitación al crédito privado otorgado por el Sistema Bancario. Nos detendremos ahora sobre este punto.

### Límites al endeudamiento privado

Los límites al crédito interno al sector privado (crecimiento de un 10% semestral hasta diciembre de 1989 y de un 10% trimestral en 1990, en tasas anualizada sobre los datos desestacionalizados, entidad a entidad) han protagonizado la política monetaria y, por tanto, toda la política económica, desde julio de 1989, cuando, tras la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME, fueron implantados bajo la forma de recomendaciones, con un carácter excepcional y transitorio. Se trataba de provocar un impacto inmediato -un shock- que frenara la fuerte expansión crediticia, que alimentaba una espiral peligrosamente inflacionista en la economía. Los problemas cambiarios a que conducían los elevados diferenciales de tipos de interés con los países del SME, reducían el margen de maniobra de las autoridades en su instrumento tradicional. Los límites "ahorran" al Banco de España una subida adicional de tipos y su probable coste en términos de adquisición de reservas de divisas (véase gráfico 1).

GRAFICO 1

MARGINAL SUBASTA PRM—TIPO DEPO A 1 DIA



Los límites, como es conocido por la experiencia de otros países, tienen una eficacia marginalmente decreciente, en consecuencia con los procesos de desintermediación financiera -expulsión a "fuera del balance" de una parte de la financiación crediticia empresarial- que siempre provoca su implantación. En nuestro país, estos procesos se han materializado en un espectacular "boom" de la emisión y colocación de pagarés de empresa, generalmente emitidos a muy corto plazo, sobre todo desde finales del pasado año. Según nuestras estimaciones, basadas en la información del Banco de España de las colocaciones de estos títulos por parte de las entidades financieras, el saldo vivo de pagarés de empresa en poder del público ha pasado de unos 540 m.m. antes de la limitación al crédito, hasta aproximadamente 1.920 m.m. un año después. Se trata de una expansión muy fuerte, que ha permitido una continuidad, a pesar de la limitación, del muy elevado ritmo de endeudamiento del sector de empresas (cuyas necesidades de financiación ajena han aumentado en 1990) y ha dado cabida, en el seno de los límites, a una financiación familiar que de otra forma no hubiera podido ser atendida por las entidades. Las tablas 2 y 3 muestran el impacto de los límites sobre el crecimiento y la estructura, respectivamente, del crédito al Sistema Bancario. Si el conjunto del crédito al sector privado no financiero (excluyendo pues el interbancario) crecía al 20,4% interanual antes de la implantación de los controles sobre el crédito, un año después, en junio de 1990, la tasa de crecimiento caía hasta el 14,4%. Sin embargo, si añadimos la financiación proporcionada por los pagarés de empresa en poder del público, la tasa interanual vuelve a ser del 20%. Las sociedades financieras que obtenían el 60% del saldo vivo del crédito bancario antes de los límites pasan a obtener sólo el 52% del crédito concedido a partir de julio de 1989. Las personas físicas pasan a representar pues una proporción mayor del crédito bancario, acelerando una tendencia que, en todo caso, ya venía desarrollándose desde hace algunos años. Sin embargo, a pesar de que haya tenido lugar una neutralización cuantitativa del impacto de los límites vía desintermediación "fuera de balance", en nuestra opinión, la contingencia ha podido tener un importante efecto cualitativo, básicamente porque ha afectado al coste de la financiación y a su plazo. Ambos factores han incidido de forma crucial, bajo nuestro punto de vista, en la desaceleración de la inversión en bienes de equipo.

Resulta, en este sentido, relevante el que la desaceleración inversora se iniciara, tímidamente, en abril del año en curso, mes en que finalizó el efecto de abaratamiento en el coste de la financiación vía pagarés de empresa que supuso el bajo nivel del tipo de la letra del Tesoro -referencia para todo el papel a corto plazo en los mercados-, que por razones básicamente cambiarias, se situó muy por debajo del tipo del depósito interbancario hasta abril. En todo caso, como muestra el gráfico 2, el coste del crédito bancario se ha encarecido brutalmente, sobre todo a lo largo de 1990, mostrando una presión de la demanda que, sin duda, ha provocado una "prima por escasez", que

**TABLA 2**

EL IMPACTO DE LOS LIMITES AL CREDITO PRIVADO SOBRE EL CRECIMIENTO DEL CREDITO DEL SISTEMA BANCARIO  
(Tasas de crecimiento interanuales)

	Antes de los límites Jun 89/jun 90	Con límites:jun 90/jun 89	
		Sin pagarés de empresa	Con pagarés de empresa
Personas físicas	24,3	15,8	15,8
Sociedades no financieras	17,1	13,3	23,2
Cooperativas de producción	10,6	14,1	14,1
Crédito al sector privado no financiero	20,4	14,4	20,0

Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

**TABLA 3**

EL IMPACTO DE LOS LIMITES AL CREDITO PRIVADO SOBRE LA ESTRUCTURA DEL CREDITO DEL SISTEMA BANCARIO  
(Estructura del crédito según sujetos perceptores)

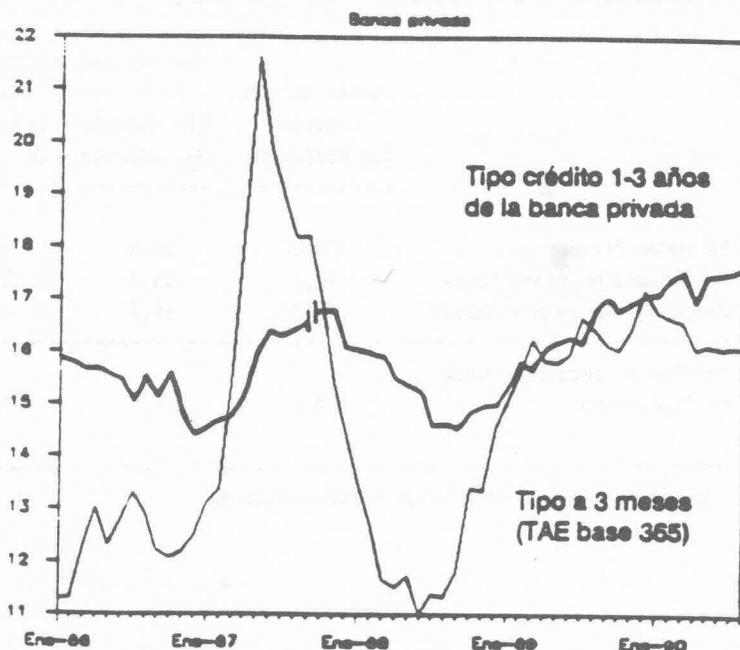
	Antes de los límites: saldo vivo a junio 89	Despues de los límites: de junio 89 a junio 90
Personas físicas	43,3	47,5
Sociedades no financieras	59,9	51,6
Cooperativas de producción	0,9	0,8
Crédito al sector privado no financiero	100,0	100,0

Fuente: Analistas Financieros Internacionales sobre Boletín Estadístico del Banco de España.

sitúa los tipos medios de los créditos bancarios incluso por encima, en términos equivalentes financieros, de los tipos del mercado de dinero, por primera vez en una etapa de tipos altos.

GRAFICO 2

TIPOS DE INTERES DEL CREDITO 1-3 AÑOS



Se ha señalado recientemente que los límites del crédito deben ser eliminados porque ya no hay demanda de crédito por encima de lo contingentado. Sin embargo, la evidencia sólo apoya (y de forma débil) esta afirmación en el sector de cajas de ahorro. Como muestra la tabla 4, tras la fuerte expansión del crédito por estas entidades el año pasado -un 25,6% anual acumulado en los seis primeros meses y un 20,3% en el conjunto del año-, en 1990 el crédito privado de las cajas ha crecido un 9,9% hasta julio. En contraste, la banca privada ha sobrepasado, en conjunto, la "recomendación" del 10%, situándose la tasa acumulada anual de su crédito hasta julio, en un 12% frente al 9,9% de marzo o el 18,1% de diciembre de 1989.

En definitiva, a la luz de la evolución del crédito y de los pagarés de empresa, no parece que pueda hablarse de que los límites no estén teniendo ya efectos sobre la financiación privada. Antes al contrario, en nuestra opinión, los efectos existen y son profundamente distorsionadores. Hasta el punto de que han provocado, vía reducción de plazos de financiación y vía encarecimiento de su coste, una radical desaceleración de la inversión en bienes de equipo desde la primavera de este año cuyo resultado es finalmente una desaceleración global de la economía que podría estar siendo ya anticipada por las variables monetarias (tabla 5).

La eliminación de los límites entraña evidentes incógnitas sobre su impacto en las decisiones de endeudamiento de empresas y familias, pero, sobre todo, resulta difícil discernir qué efectos tendrá sobre la oferta crediticia. Por una parte, parece claro que el freno de 1990 a la expansión de la demanda interna ha provocado ciertos reajustes en los sectores más sensibles a la coyuntura y que la propia coyuntura internacional -con escenario claramente recesivo en Estados Unidos y desacelerado en gran parte de Europa- hace que las expectativas de intensidad de crecimiento sean más moderadas. Ello podría hacer a la oferta crediticia más cautelosa en el estudio de proyectos de inversión y de situaciones personales (contratos temporales, etc.). Por otra, también es cierto que a la "guerra del pasivo" podría suceder una "guerra de activo" que provocará, como efecto más claro, una caída en los tipos de los créditos hasta niveles más coherentes con el interbancario (desaparición de la "prima de escasez").

TABLA 4

CRECIMIENTO DEL CREDITO INTERNO A EMPRESAS Y FAMILIAS SEGUN INSTITUCIONES  
(Tasas de crecimiento anuales medias acumulativas sobre diciembre del año anterior y m.m. ptas.)

	Banca privada	Cajas de ahorro	Cooperativas de crédito	Crédito oficial	Sistema crediticio total	Pro-memoria saldo vivo pagarés de empresa en el público
Dic 88	18,0	21,5	4,2	9,9	17,6	396,0
Jun 89	23,9	25,6	11,2	8,6	22,3	541,0
Dic 89	18,1	20,3	11,6	10,9	17,6	738,4
Mar 90	9,9	2,8	5,0	21,6	6,5	1.389,7
Jun 90	12,9	8,4	9,0	13,7	11,4	1.871,5
Jul 90	12,0	9,9	11,0	14,4	11,4	1.920,0

Fuente: Banco de España y Analistas Financieros Internacionales.

TABLA 5

LA DESACELERACION MONETARIA EN 1990  
(tasas intertrimestrales anualizadas sobre series desestacionalizadas)

	Enero - Marzo	Abril - junio	Julio - Septiembre
ALP + PEP	7.9	23.5	11.0
CIEF + PEP	14.4	19.8	15.5

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

### Tipos de interés y tipos de cambio

En nuestra opinión, cualquier movimiento significativo -más allá de ajustes transitorios justificados por la política cambiaria- en los tipos de interés de referencia del Banco de España será posterior a la evidencia de los resultados de la eliminación de los límites. Ello sitúa, no antes de la próxima primavera cualquier decisión al respecto. Podría decirse que para la próxima primavera podría dar comienzo una segunda fase en la reestructuración de la política monetaria.

Nuestro país ha desacelerado significativamente su ritmo de crecimiento económico -con una incidencia clara en la inversión y, aunque incluso menor, en el consumo privado- y las expectativas macroeconómicas para 1991 pasan por la incógnita de qué tasa de inflación podría alcanzarse. Tal y como están las cosas y considerando un fuerte ascenso del precio del barril de petróleo en 1991 frente a la media de 1990, parece claro que nuestro país podría ver rota la tendencia actual de convergencia respecto de la tasa de inflación media de Alemania, Francia e Italia países clave en el SME. Por otra parte, nuestro déficit por cuenta corriente se ampliará hasta un 4,5% sobre el PIB, lo que implicará, en 1991 seguramente, una cierta pérdida de reservas centrales de divisas. Ello sitúa a nuestra divisa en una senda de depreciación suave y moderada.

En nuestra opinión, las autoridades estarían ya alterando, dentro de la disciplina cambiaria del SME, su pasada consideración del tipo de cambio de la peseta. En primer lugar, por la "tozudez" de las cifras de balanza de pagos, que aumentarán el déficit corriente hasta hacer necesaria para su financiación una cierta pérdida de reservas y una liberalización del endeudamiento exterior. Por otra parte, porque la fortaleza a ultranza de la peseta podría no ser ya una buena política. Los niveles alcanzados por la inflación interna de los sectores más abiertos al exterior -los manufactureros- son ya realmente próximos a los de los países comunitarios, pero los sectores más impermeables, ni han moderado ni moderarán por el impacto de una apreciación cambiaria, su inflación. En la tabla 6 pueden observarse las correlaciones estadísticas entre la tendencia de la inflación de los distintos componentes del IPC y la apreciación tendencial del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta. Sólo los precios de los bienes industriales muestran realmente una correlación elevada respecto al cambio efectivo de la peseta. No es pues extraño que, frente al 4,5% interanual de los precios de este sector, subsista todavía un 8,8% en los precios de los servicios. Finalmente, es también claro el excesivo daño que sin duda ha hecho el tipo de cambio en la competitividad del sector turístico aun considerando la incidencia de otros factores. Es decir que sin caer en la defensa de depreciaciones competitivas, que tanto daño han hecho históricamente a los ajustes de nuestra economía, en horizontes de medio plazo, puede resultar conveniente reducir el grado de

rigor de la política cambiaria, una vez ha tenido lugar ya un cierto ajuste en los sectores más abiertos al exterior.

Este cambio de actitud, en nuestra opinión, no puede ser tampoco radical. Parece lógico esperar que el Banco de España siga manteniendo una política de peseta fuerte a lo largo de la próximos meses. No obstante, también creemos que aquél tratará de situar a la peseta más cerca de la paridad central frente al marco alemán, con el fin de propiciar, antes de que el mercado lo haga más abruptamente, un nivel más sostenible para la peseta. En este punto, el levantamiento de las restricciones al endeudamiento exterior podría ser un factor de estabilidad cambiaria, muy necesaria si tiene lugar la prevista ampliación adicional del déficit corriente.

TABLA 6

CORRELACION ENTRE EL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y LOS PRECIOS (\*)

	Alimentos sin elaborar -----	Alimentos elaborados -----	Bienes Industriales -----	Servicios -----	IPC -----
Tipo de cambio frente:					
países desarrollados	-0,61	-0,56	-0,96	-0,24	-0,69
CEE	-0,60	-0,52	-0,95	-0,19	-0,65

(\*) Las correlaciones se han calculado con las tasa medias anuales.

Hasta la primavera del próximo año, al menos, nos parece descartable cualquier relajación de tipos por parte del Banco de España, si bien el objetivo cambiario podría moderarse puntualmente, de producirse presiones apreciadoras el nivel de los tipos a muy corto plazo del interbancario. Después, el resultado del ajuste vía empleo, que habrá de producirse para aumentar la productividad lo suficiente para que no tenga lugar una pérdida sustancial de competitividad en nuestros productos, dado un previsiblemente insuficiente ajuste en las rentas nominales en 1991 -salarios y beneficios-, determinará, por su efecto sobre el consumo privado y, otra vez, sobre la inversión en bienes de equipo, cuál habrá de ser el siguiente paso, ya en una nueva fase. Este segundo paso dependerá también del grado de rigor que alcance la política fiscal, siempre sometida a dificultades políticas difíciles de cuantificar en el momento presente. Al igual que el anuncio de una política presupuestaria restrictiva supone la apertura ya de una fase de reestructuración de la política monetaria, aun conservando su carácter restrictivo, la constatación en el futuro de que la ejecución

presupuestaria se ajuste o no a los objetivos iniciales, en el conjunto de las administraciones públicas, marcará también el papel de los tipos de interés en una eventual segunda fase.