

DESAFIOS DE LA POLITICA MONETARIA 1991

---

Analistas Financieros Internacionales, S.A.  
(Grupo Ahorro Corporación)  
Mayo 1991

El descenso de 3/4 de punto llevado a cabo por el Banco de España el pasado día 16 de mayo en sus tipos de interés de referencia debe, en nuestra opinión, considerarse como el resultado de la difícil solución de la contradicción actual entre las condiciones internas de la economía española --pendiente todavía del desarrollo final del ajuste y con importantes presiones por el lado de los costes-- y la cotización de la peseta en el marco del mecanismo de cambios del SME. En nuestra opinión, se trata de la definición por el Banco de España de un punto de equilibrio (inestable) entre la respuesta a una fortaleza de la peseta que conduce ya a una acumulación de reservas indeseada e innecesaria, a consecuencia de los compromisos del mecanismo de cambios, y el mantenimiento de la necesaria cautela, para evitar una excesiva suavización de la política monetaria --todavía clave en el proceso de convergencia de la inflación española frente a la de los países centrales del SME--, que podría ser en el futuro, con un escenario eventualmente diferente, un lastre que terminaría exigiendo una mayor dureza relativa de la política económica para salvaguardar la credibilidad antiinflacionista del Gobierno.

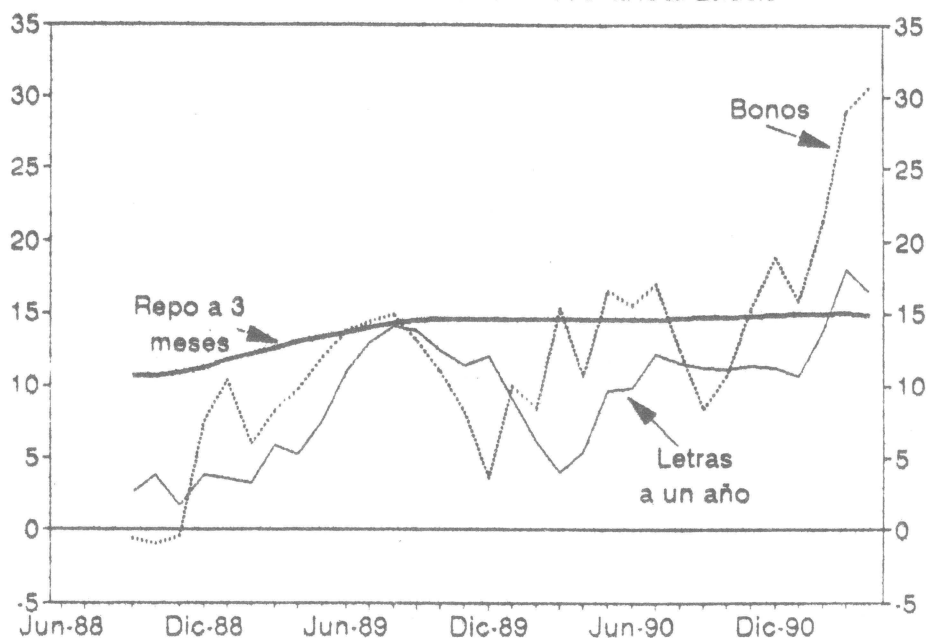
La contradicción señalada, que ha venido marcando la evolución de los mercados en los tres últimos meses (los fuertes descensos de las rentabilidades a medio y largo plazo, la internacionalización del mercado español de deuda) --y que también afecta a otros países europeos, aunque en menor medida (caso del Reino Unido y de Italia)-- es consecuencia de la coincidencia en el tiempo, en nuestra opinión, de un mayor grado de apertura de nuestros mercados financieros al exterior (tras el levantamiento de las barreras fiscales y del depósito previo) y de un alto diferencial entre las expectativas exteriores de convergencia de la inflación española respecto a la del SME y las expectativas de los agentes de nuestra economía. La materialización de ambos elementos en la balanza de capitales, en un momento de ralentización del déficit corriente, gracias a la desaceleración de la demanda interna, ha creado un exceso de demanda de pesetas de carácter permanente, que en el contexto de la disciplina del SME no es sino un claro condicionante de la política monetaria, en su vertiente de tipos de interés.

La cuestión cambiaria y los tipos de interés

La cuestión cambiaria --al margen de su aspecto más ligado a la coordinación monetaria en el SME (las "quejas" del Gobierno

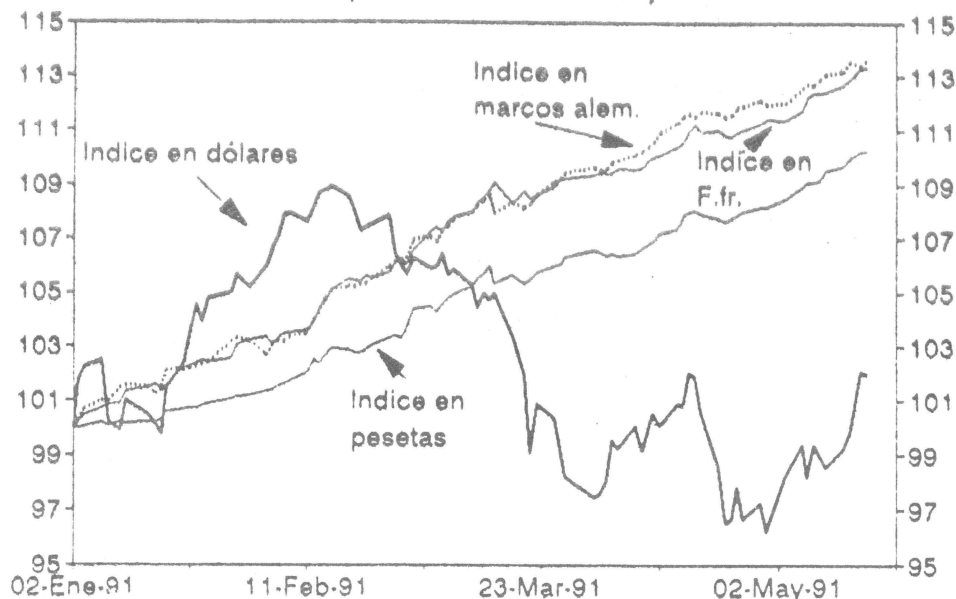
francés...)-- es clave en el contexto actual. En nuestra opinión, el exceso de fortaleza de la peseta no es el resultado de que el tipo de la paridad central definido sea demasiado bajo. Una revaluación de la peseta no resolvería los problemas, sino que incluso los agudizaría al neutralizar el papel disuasorio que vienen desempeñando los límites altos de las bandas en el mecanismo de cambios. Además, la peseta cotiza desde hace varios años demasiado lejos del tipo de cambio de equilibrio que se deriva de los diferenciales históricos y previsibles de inflación y la tendencia a largo plazo a la estabilidad del tipo de cambio real (la paridad del poder adquisitivo entre países), por lo que una revaluación no haría sino añadir problemas. Pensamos, por el contrario, que el exceso de presión de la peseta hoy es el resultado de un refortalecimiento de las expectativas de convergencia que ampara el proceso de unión económica y monetaria y la estabilidad actual de las paridades centrales del mecanismo de cambios del SME, que ha favorecido de forma espectacular a la peseta por un efecto maduración (los dos años de ajuste postrecalentamiento) y por un efecto apertura de mercados. Esto mismo ocurriría si la paridad central del marco/peseta fuera diferente. Existe, sin duda, un nivel de diferencial nominal de intereses de la peseta frente al marco alemán que anula estas presiones. El problema, en última instancia, en nuestra opinión, es que este diferencial exigiría un nivel interior de tipos de referencia del Banco de España demasiado bajo para garantizar el mantenimiento de las cautelas que la situación doméstica todavía exige.

RENTABILIDADES EFECTIVAS INDICES AFI  
Horizonte tres meses. Tasas anualizadas



El descenso del día 16 podría interpretarse, en este sentido, como un paso intermedio, pero también como un rechazo a la opción (que incluso cabría dudar de que exista en el terreno práctico) de la revaluación de la peseta. Como paso intermedio, ofrece un equilibrio inestable, pero evita una actitud procíclica del Banco de España en el proceso, que no haría sino acelerarlo. Pensamos que la evolución de la economía española, una vez que el proceso de negociación de salarios nominales marca una escasa moderación de éstos y considerando que todavía restan muchos meses para esperar un endurecimiento adicional de la política fiscal (presupuesto 92 y elevación anticipada, quizá ya este año, del IVA) y, por otra parte, el escenario europeo, pendiente todavía de consenso sobre aspectos clave de la UEM y de las reticencias que todavía despierta la marcha a "una sola velocidad", siguen aconsejando una instrumentación cautelosa de la política monetaria, aún asumiendo el coste a corto plazo de la adquisición de reservas.

INDICE AFI DE BONOS DEL ESTADO  
(Base 100 = 2-ene-91)



La valoración de la "cautela" en términos de nivel del tipo a un día es sin duda problemática. En nuestra opinión, mientras se mantenga la situación cambiaria actual parece lógico considerar probable la repetición de nuevos recortes en los tipos de referencia del Banco de España. Por eso no cabe esperar repuntes en los plazos más largos de interbancario por mucho que descuenten descensos más que excesivos. Antes al contrario. Sin embargo, ni la desaceleración monetaria y crediticia de los meses de abril y mayo, ni el mantenimiento de la inflación de abril en el 5,9% interanual, ni siquiera el deterioro del empleo en el

primer trimestre de 1.991 garantizan en los próximos meses, en nuestra opinión, un panorama macroeconómico "despejado". El repunte de la tasa interanual de la inflación subyacente británica invita (o recuerda) la cautela. Tampoco cabe descartar todavía completamente un cambio de actitud del Bundesbank en rebeldía ante la consolidación de la depreciación del marco alemán frente al dólar y el SME. En definitiva, nos parece que debería ahora abrirse un nuevo "compás de espera" antes de que tengan lugar nuevos descensos en los tipos. En nuestra opinión, cuanto más se dilate este período, más significativos podrían ser éstos en el futuro. Sin embargo, no cabe esperar ejercicios de voluntarismo excesivo por parte de las autoridades, por lo que no descartamos la continuidad de los recortes de tipos oficiales en el corto plazo.

Esta continuidad, si bien no puede, en nuestra opinión, venir avalada (al menos todavía) por el comportamiento monetario de los dos últimos meses (aunque la tasa media anual de ALP podría situarse por debajo del 8% en ambos meses, los efectos expectativa, retrasando las decisiones de endeudamiento, y los desplazamientos de carteras que cabe imaginar ante el desplome de las carteras de letras del público en mayo, podrían estar distorsionando en parte las tasas, sesgándolas como indicadores del gasto), si encuentra en la evolución del empleo una cierta garantía "fundamental". El empleo en la media del primer trimestre del año creció sólo un 0,8% interanual, frente al 1,3% que esperábamos. La tasa de paro ha dejado de caer, situándose en el 16,1% de la población activa (aunque cabe esperar una caída hasta el 15,8% en el próximo trimestre, para volver a repuntar en el último del año).

El dato pone de manifiesto claramente que está teniendo lugar todavía un ajuste vía empleo en respuesta a la no moderación nominal suficiente de los salarios, una vez deteriorados los beneficios empresariales a lo largo del año pasado. Este ajuste, que se centra exclusivamente en la industria (el sector de la economía más abierto a la competencia exterior) y es coherente con la caída real de la inversión en bienes de equipo que está teniendo lugar en los dos últimos trimestres, permitirá, según nuestras previsiones, un crecimiento del empleo en media del año inferior al 1%, lo que se traduciría en un ascenso de la productividad aparente de más del 2%. Ello, sin duda, tendrá el coste de la desaceleración del consumo privado pero también favorecerá la corrección de la inflación en términos de deflactor del PIB. No obstante, estos datos de empleo del primer trimestre están afectados por los efectos del "agarrotamiento" provocado en nuestro país por la crisis del Golfo Pérsico, por lo que podrían llevar a una sobrevaloración del proceso de ajuste.

En definitiva, tras el dilema de la política monetaria ante la contradicción entre expectativas interiores y exteriores, subyace una cuestión de pragmatismo fundamental. La

internacionalización del mercado de deuda, que ha generado un segmento de mercado a medio y largo plazo amplio y líquido, altera los canales de transmisión de las señales de tipos del Banco de España, que tradicionalmente se circunscribían a los mercados a corto plazo (y por tanto a las expectativas cambiarias a corto plazo). La ampliación previsible del mercado de deuda privada a medio y largo plazo, que sucederá a la internacionalización del mercado español de deuda del Estado, hará de las expectativas de tipo de cambio a largo plazo un elemento básico en la formación de tipos a largo plazo y en la canalización a través de estos mercados, y no sólo del crédito bancario, de los impulsos de la política monetaria. En este sentido, los tipos de interés compartirán cada vez en mayor medida con los tipos de cambio su papel fundamental en la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, tal tendencia, será todavía lenta y no cabe infravalorar el papel actual de los tipos de interés en la credibilidad de la política antiinflacionista.

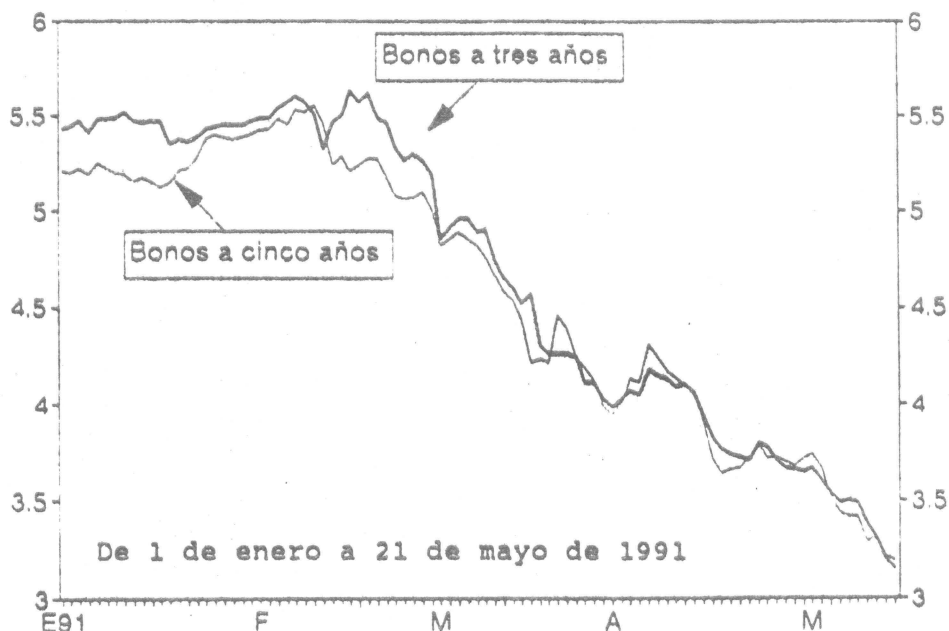
#### Consecuencias de la internacionalización del mercado de deuda

En nuestra opinión, la internacionalización del mercado de deuda no ha conducido a una segmentación de este mercado respecto de aquellos otros en que la demanda no residente es débil. La no segmentación está garantizada por tres canales de transmisión básicos:

- 1 - Vía oferta de papel por el Tesoro: al ser la capacidad de emisión neta del Tesoro limitada (en 1991, 682,2 m.m. efectivos como máximo), un fuerte ascenso de la financiación mediante bonos y obligaciones ha de suponer una menor financiación mediante otros instrumentos. Así, la espectacular demanda no residente de deuda a medio y largo plazo, que ha impulsado a la baja los tipos de interés de los bonos y las obligaciones en un proceso de reducción de diferenciales con el exterior, también ha afectado a las letras del Tesoro que --aunque no han soportado la demanda extranjera-- sí han visto limitada la capacidad de oferta del Tesoro, con el consiguiente descenso de tipos derivado de la demanda residente no satisfecha.
- 2 - Vía tipo de cambio: la demanda de bonos por extranjeros, en el contexto actual, ha favorecido la apreciación de la peseta frente al SME. Ello se ha traducido en un a presión a la baja sobre los tipos de interés del depósito interbancario, que las autoridades no han neutralizado.
- 3 - Al ser el mercado de deuda del Estado una referencia para las emisiones privadas, el descenso de tipos ha "contagiado" al mercado de bonos privados. La mayor

profundidad del mercado a medio y largo plazo podría además favorecer la ampliación de aquél, si bien los diferenciales entre rentabilidades privadas y públicas podrían ser ahora algo mayores que en 1990.

DIFERENCIAL ENTRE LAS RENTABILIDADES DE LOS BONOS ESPAÑOLES Y ALEMANES



En definitiva, en el desplazamiento hacia abajo de la curva cabe detectar dos movimientos independientes, que no obstante se han difundido a lo largo de una estructura temporal de tipos de interés sin segmentaciones. De una parte, el descenso de los tipos de interés del Banco de España, y de otra, el descenso del diferencial entre las rentabilidades internas de la deuda pública entre España y los demás países industrializados, producto del reforzamiento de las expectativas de convergencia en el seno de la futura unión monetaria europea.

#### Hasta dónde: conclusiones

Tres factores fundamentales determinan, en nuestra opinión, el doble movimiento señalado. El proceso de desaceleración de la economía española (ahora por la vía del ajuste del empleo), el descenso de los tipos de interés en Italia, Reino Unido y Francia con su contrapartida de no elevación en Alemania y las expectativas de convergencia de inflaciones entre los países que eventualmente formarán parte de la Unión Económica y Monetaria en Europa. La pregunta relevante es doble: hasta qué punto estos factores han agotado ya su efecto sobre los precios del mercado y en qué medida estos factores pueden cambiar de signo.

Al juzgar por el crecimiento nominal de los salarios en nuestro país, en un año marcado por el "parón" de la inversión en bienes de equipo y por el deterioro de los márgenes de beneficio en la industria, existe una clara divergencia entre las expectativas de inflación interiores y las expectativas que gracias a la perspectiva de UEM se definen en los mercados internacionales para nuestro país. Esto conlleva dificultades para la política monetaria que ve cómo todas las tendencias de los mercados implican descensos en los tipos de interés (y rápidos), mientras las presiones inflacionistas siguen condicionando su política. El hecho de que la peseta se mantenga extremadamente fuerte en el SME, obligando al Banco de España a adquirir nuevamente reservas, ha permitido un descenso en los tipos de interés de referencia adicional al que en otras condiciones hubiera tenido lugar.

Por otra parte, la historia reciente demuestra que el afianzamiento de las expectativas de convergencia en inflación dictadas por el proceso hacia la UEM ha estado muy ligado a la incorporación del Reino Unido al proceso. Por ello, cabe atribuir a tal afianzamiento un carácter permanente. No es pues extraño que el equilibrio de las rentabilidades de los bonos europeos a largo plazo deba contener ya estas expectativas de convergencia.

En este sentido, pensamos que la tendencia a medio plazo del mercado de deuda español seguirá siendo consolidar los descensos de los diferenciales con Europa que ya han tenido lugar e incluso reducir algo más éstos. En nuestra opinión, tal reducción adicional dependerá más del comportamiento de la economía española y de las expectativas de convergencia para el Reino Unido e Italia --países que como España están marcados por altos tipos de interés y altas inflaciones en relación con el núcleo "duro" del SME-- que de la evolución de los tipos de interés a corto plazo del Banco de España.