EVOLUCION RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERES EN ESPAÑA Y EN LA COMUNIDAD EUROPEA

Eduardo Fernández

La mayor apertura al exterior experimentada por la economía española en los últimos años y su creciente liberalización, así como los compromisos derivados de su ingreso en la Comunidad Económica Europea y en el Sistema Monetario Europeo, han tenido como consecuencia que los factores externos tengan cada vez más influencia en la evolución de los tipos de interés españoles.

En este nuevo contexto, los tipos de interés nacionales dependen menos que antes de las decisiones de ahorro e inversión de los sectores residentes, de la evolución de los precios interiores y de la incidencia de la fiscalidad nacional en los mismos y, por el contrario, se ven afectados en mayor medida que antes por los niveles relativos de inflación, por la fiscalidad, y por la demanda y oferta de fondos prestables vigentes en las economías en las que se están integrando los mercados financieros españoles. Asimismo, la pertenencia de España al Sistema Monetario Europeo ha limitado la capacidad de la autoridad monetaria para influir en la evolución de los tipos de interés existentes en los mercados de dinero y, a través de ellos, en los del sistema bancario. No obstante, el compromiso de estabilidad cambiaria, exigido por esa pertenencia, ha otorgado mayor credibilidad a las decisiones de la autoridad monetaria y ha reducido la volatilidad registrada en los años precedentes por los tipos de interés a corto plazo.

En esta nota, se presentan algunos datos representativos de la evolución reciente de los tipos de interés nominales y ajustados de inflación en España, en los principales países de la Comunidad Económica Europea y en los Estados Unidos y Japón, y se realizan algunos comentarios a cerca de las causas y características más relevantes de dicha evolución.

Evolución de los tipos de interés

Los tipos de interés a corto plazo de los países más desarrollados, excepto Estados Unidos, registraron una subida generalizada a lo largo de 1989, que se prolongó hasta los primeros meses de 1990. A partir del mes de marzo de ese año, con excepción de Alemania cuyos tipos de interés continuaron subiendo, mostraron una clara tendencia descendente, que se hizo más acusada en la primavera de 1991. Esta tendencia se mantuvo en Estados Unidos y Japón en la segunda mitad de dicho año, mientras que en la Comunidad Económica Europea primero se estabilizaron y luego registraron una suave tendencia al alza en la última parte del año, impulsados por el comportamiento de los tipos de interés de Alemania. Los tipos de interés a largo plazo están descendiendo en todos los países desarrollados desde el verano de 1991, tendencia que prosigue en los dos primeros meses de 1992.

A pesar de que en la segunda mitad de 1990 se enfrentaba a una fuerte presión inflacionista, derivada del aumento del precio del petróleo por la guerra del Golfo y de la elevación de los costes laborales, los Estados Unidos optaron por relajar su política monetaria a medida que se hizo más evidente el deslizamiento de su economía hacia la recesión. La posterior mejora de la inflación permitió a la Reserva Federal mantener una política monetaria distendida, con sucesivos descensos de los tipos de interés a lo largo de 1991, que han continuado en enero y Febrero de 1992. Los tipos interbancarios, situados por encima del 10% en marzo de

1989, descendieron hasta el 8% en Enero de 1990, nivel en torno al que se mantuvieron con ligeros altibajos hasta octubre de ese año. Desde esas fechas no han dejado de bajar, impulsados por la actuación de la autoridad monetaria, en un intento de reactivar la débil pulsación de su economía, que registraba tasas negativas de crecimiento. Actualmente se sitúan en torno al 4%, un 50% más bajos que los vigentes un año antes.

Japón, que había experimentado significativas subidas de sus tipos de interés en 1989 y 1990, acompañó a Estados Unidos en el descenso de los mismos. La reducción se inició en los mercados a largo plazo en el tercer trimestre de 1990 y se transmitió posteriormente a los tipos de interés de los mercados monetarios, que comenzaron a bajar en Mayo de 1991, apoyados en los buenos resultados de la evolución de los precios, en el buen comportamiento de los agregados monetarios y en una reducción del crecimiento de su economía.

En la Comunidad Económica Europea la política monetaria se fue distendiendo, desde el primer trimestre de 1990, buscando la convergencia con los tipos de interés nominales de Alemania, situados en un nivel inferior. El comportamiento de los tipos de interés alemanes a corto plazo, sin embargo, la persistente elevación de los tipos de interés alemanes, a la vez que ayudaba a reducir los diferenciales de partida, constituía un obstáculo para avanzar en ulteriores descensos deseados por algunos países. Así, en noviembre de 1990, las restricciones impuestas por el Sistema Monetario Europeo a la evolución del tipo de cambio impidió a algunos países instrumentar una política monetaria más distendida, ante la subida del tipo Lombard por el Bundesbank. En febrero de 1991, sin embargo, aunque subió de nuevo el Lombard, la respuesta fue diferente. En esta ocasión el marco alemán estaba debilitado y las diferencias de tipo de interés pudieron reducirse considerablemente sin causar tensión en el mecanismo de cambios. Esta fase de mayor relajación de la política monetaria en la mayor parte de la Comunidad Económica Europea duró hasta el verano, cuando el Bundesbank elevó de nuevo el Lombard hasta alcanzar el 9.25% el 15 de agosto. Desde entonces se frenó el proceso de deslizamiento a la baja de los tipos de interés en los mercados monetarios, que en la última parte de 1991 cambiaron de tendencia, elevándose moderadamente de forma generalizada.

Tal como se comenta en los próximos párrafos, la evolución de los tipos de interés en los principales países de la Comunidad ha respondido sobre todo a las diferentes políticas monetarias y fiscales instrumentadas por los mismos en función de su situación relativa en el ciclo económico. Otros factores que han incidido también en la evolución de los tipos de interés, en unos u otros países, han sido el desbordamiento del déficit público, los rebotes inflacionistas y los esfuerzos por reducir el diferencial de inflación con el núcleo más estable de la Comunidad.

Alemania y España han sido los países que han practicado durante este período una política monetaria restrictiva. En el caso alemán para responder al significativo repunte de la inflación y como defensa frente a la amenaza de ulteriores subidas, en una situación excepcional en la que, como resultado del proceso de Unión con la República Democrática, su economía creció a un ritmo superior al de la Comunidad y se manifestaron problemas de déficit público. El comportamiento de los tipos de interés en España estuvo afectado también, en el contexto de un crecimiento superior al de nuestros socios comunitarios, por la existencia de dificultades para controlar la inflación y por la decisión de perseverar en el esfuerzo de aproximación hacia la de los países mejor situados en la lucha por la estabilidad de precios, como se comentará más adelante.

En 1991, Francia y el Reino Unido tenían una situación presupuestaria aceptable y una inflación controlada, pero sus economías manifestaban una débil pulsación. Ante esta situación intentaron reducir sus tipos de interés nominales. El perfil de la evolución de su inflación y de sus tipos de interés fueron muy diferente. Francia con un nivel de inflación estable en torno al 3% y unos tipos de interés más bajos y más próximos a los de Alemania tuvo menos margen de maniobra. El Reino Unido, por el contrario, que partía de posiciones mucho más alejadas, pudo reducir en mayor medida el nivel de sus tipos de interés, hasta aproximarse a los

de Francia, apoyada en el claro proceso de desaceleración de su inflación, que bajó desde casi el 11% en septiembre de 1990 hasta el 3,7% en octubre de 1991. Así pues, Francia primero y el Reino Unido después vieron frenados sus deseos de profundizar en ulteriores bajadas de sus tipos de interés por las limitaciones que les impuso su compromiso cambiario en el seno del Sistema Monetario Europeo.

En cuanto a Italia, hay que señalar que practicó una política monetaria restrictiva durante gran parte del período analizado, aunque suavizada en la última parte, que no le permitió obtener los objetivos deseados porque la permisividad presupuestaria hizo que la política fiscal aplicada contrarrestara sistemáticamente el impacto de la política monetaria.

España, como ya se ha indicado, tuvo que compaginar la instrumentación de una política monetaria exigente, que ayudase a conseguir los objetivos de convergencia en términos de precios, con las dificultades que planteaba la situación de la peseta colocada en la parte alta de la banda del SME en la mayor parte del período. Los tipos de interés interbancarios, tras alcanzar un máximo en el 16% en diciembre de 1989, descendieron hasta el 15% entre Enero y Abril de 1990, nivel en el que se mantuvieron prácticamente estables hasta enero de 1991. Desde esas fechas se inició un nuevo proceso de reducción más intenso y prolongado, que se tradujo en una bajada de otros 2,5 puntos, hasta situarse en el 12,5% en Junio. Esta reducción del interbancario estuvo precedida por sucesivas bajadas del tipo de intervención del Banco de España, que pasó desde el 14% en Febrero de 1991, hasta el 12,1% en Julio. En este descenso jugó un papel destacado la eliminación de retenciones a la adquisición de deuda de Estado por no residentes, que permitió la entrada de más de un billón de pesetas en esa primera parte del año. Las autoridades instrumentaron una política monetaria menos dura, porque apreciaban en esas fechas una buena evolución de la inflación y percibían señales de una menor pulsación de la economía con tasas inferiores de crecimiento.

En la segunda parte del año continuaron las presiones del Sistema Monetario Europeo -sobre todo de Francia- para que se redujeran aún más nuestros tipos de interés, ya que la fortaleza de la peseta impedía reducir los suyos e instrumentar una política monetaria más distendida que ayudase a impulsar su economía. Las tensiones cedieron cuando Francia aceptó someterse a las reglas del sistema de cambios y desistió de pretender usar la reducción de los tipos de interés como medio para conseguir tal objetivo.

La subida del tipo Lombard en agosto, seguida al alza como se ha indicado antes, por el resto de la Comunidad (excepto el Reino Unido), en un momento en el que el diferencial del tipo nominal de interés en los mercados monetarios se había reducido acaso más de lo necesario con Alemania, puso suelo al descenso de los tipos de interés a corto en España. En el último trimestre del año, ante la incertidumbre sobre la evolución de los precios a comienzos de 1992, debido a la anunciada revisión al alza del Impuesto sobre el Valor Añadido y de otros impuestos indirectos, no se introdujeron ulteriores distensiones en la instrumentación de la política monetaria, por lo que los tipos de interés registraron un nuevo repunte siguiendo al resto de países del Sistema Monetario Europeo. En este período tuvo lugar un nuevo episodio de tensión de la peseta con la libra esterlina, a la que el acusado descenso de sus tipos de interés situó en la parte baja de la banda del sistema de cambios.

En los mercados españoles a largo, el tipo de interés nominal de la deuda del Estado, que es el más representativo, registró una caída de 2,6 puntos entre enero y mayo de 1991, consecuencia, por un lado, de la caída generalizada de los tipos de interés en los mercados internacionales y, por otro, de la importantísima elevación de la demanda ejercida por los no residentes, una vez eliminada la retención sobre los rendimientos de estos títulos desde el comienzo del año. Tras una reducción adicional de 0,4 puntos en septiembre, casi compensada al alza en el último trimestre a causa de la incertidumbre en la evolución de la inflación, están descendiendo de nuevo en los primeros meses de 1992, presionados por la fuerte demanda que están ejerciendo sobre los plazos más largos los no residentes, que están descontando ya las expectativas de convergencia exigidas por los acuerdos de Maastricht.

Como rasgos más significativos de la evolución de los tipos de interés españoles se pueden señalar los siguientes:

- Los inversores españoles han continuado mostrando una clara preferencia por los activos a corto plazo, fruto, sin duda, de la incertidumbre que han mantenido respecto a la evolución futura de la inflación a lo largo del período. Los tipos de interés de estos activos se han mantenido en los últimos años en un nivel más elevado que los tipos de interés de los activos emitidos a largo plazo, como consecuencia del mantenimiento de una política monetaria restrictiva, beligerante con la inflación, exigida por las condiciones en las que se ha desenvuelto nuestra economía y por el proceso de convergencia con el nivel de precios de los países centrales de la Comunidad Económica Europea.
- Tras la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo, la volatilidad de los tipos de interés de los mercados monetarios se ha reducido de forma significativa.
- Entre 1990 y 1991 se ha registrado una reducción del diferencial de tipos nominales a corto y largo plazo españoles respecto a los de la Comunidad Económica Europea en general y a los de Alemania en particular. El diferencial se ha reducido más por la elevación de los tipos de interés alemanes que por la reducción de los españoles. A pesar de esta aproximación, los tipos de interés españoles continúan siendo más elevados que los que se registran en los principales países desarrollados, como corresponde al mayor nivel de inflación de nuestra economía y al esfuerzo por reducirlo.

TIPOS DE INTERES NOMINALES A CORTO PLAZO ⁽¹⁾

	España	SME (Banda estrecha)	CEE (Sin España)	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	EEUU	Japón
1988	11.7	6,0	8,3	4,3	7,9	10,3	11,2	7,8	4,1
1989	15.0	9,3	10,5	7,1	9,4	13,9	12,5	9,2	5,4
1990	15.2	10,1	11,4	8,5	10,3	14,8	12,1	8,2	7,6
1991	13.2	10,1	10,7	9,1	9,5	11,5	12,1	5,8	7,3

Fuente: Indicador Económico II-19 Banco de España.

(1) Tipos Interbancarios de demanda a 3 meses.

TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO AJUSTADOS DE INFLACION ⁽¹⁾

	España	SME (Banda estrecha)	CEE (Sin España)	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	EEUU	Japón
1988	6.9	3,6	5,2	3,0	5,2	5,4	6,1	3,7	3,4
1989	8.2	5,7	5,9	4,3	5,9	6,1	5,9	4,4	3,1
1990	8.5	6,6	6,6	5,8	6,9	5,3	6,0	2,8	4,5
1991	7.3	6,2	6,2	5,6	6,4	5,6	5,6	1,6	4,0

(1) Diferencia entre los tipos de interés nominales correspondientes y las tasa de variación de los índices de precios al consumo (Media anual).

TIPOS DE INTERES NOMINALES A MEDIO Y LARGO PLAZO⁽¹⁾

	España	SME (Banda estrecha)	CEE (Sin España)	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	EEUU	Japón
1988	11.7	7,6	8,8	6,5	9,2	9,4	10,5	9,0	4,3
1989	13.8	8,9	9,4	7,0	9,2	9,6	11,6	8,5	4,9
1990	14.6	10,1	10,6	8,8	10,4	11,1	11,9	8,7	7,1
1991	12.8	9,6	10,0	8,5	9,5	9,9	11,4	8,2	6,6

Fuente: "Financial Statistics Monthly" OCDE, "European Economy", Commission of the European Communities y "Boletín Estadístico" Banco de España.

(1) Rendimiento interno al vencimiento de la Deuda Pública en el Mercado Secundario. USA, Deuda del Gobierno a 10 años o más; Alemania, Deuda del Sector Público de 7 a 15 años; Reino Unido, Deuda del Estado a 20 años; Francia, Obligaciones del Sector Público y Semipúblico; Italia, Obligaciones del Tesoro; Japón, Obligaciones del Gobierno Central; España, Media ponderada de las Deudas con vencimiento a más de 2 años.

TIPOS DE INTERES A MEDIO Y LARGO PLAZO AJUSTADOS DE INFLACION⁽¹⁾

	España	SME (Banda estrecha)	CEE (Sin España)	Alemania	Francia	Reino Unido	Italia	EEUU	Japón
1988	6.9	5,2	5,7	5,2	6,5	4,5	5,4	4,9	3,6
1989	7.0	5,3	4,8	4,2	5,7	1,8	5,0	3,7	2,6
1990	7.9	6,6	5,8	6,1	7,0	1,6	5,8	3,3	4,0
1991	6.9	5,7	5,5	5,0	6,4	4,0	4,9	4,0	3,3

(1) Diferencia entre los tipos de interés nominales correspondientes y las tasa de variación de los índices de precios al consumo (Media anual).