

## TENSIONES EN EL SME

### ¿Para qué ha servido el referendum francés?

*Analistas Financieros Internacionales*

**E**l ajustado "sí" del referendum francés de ratificación del Tratado de Maastricht no ha resuelto finalmente la crisis que vive el Sistema Monetario Europeo (SME). La asimetría entre "fundamentos" y tipos de cambio nominales que ha venido fraguándose en los últimos años en algunas divisas, como la peseta y la lira -en distinta medida, por sus desequilibrios macroeconómicos-, o como la libra esterlina -por su recesión económica-, estaba amparada por una "fe" en la convergencia -la corrección de los desequilibrios- en la que la idea de Unión Económica y Monetaria tenía un papel clave. El resultado del referendum parece haber sido interpretado por los mercados como una señal demasiado débil como para permitir un respaldo a la continuidad de la ratificación del Tratado. De hecho, el resultado del referendum parece haber tenido un papel desencadenante del freno británico a la ratificación: los políticos europeos hablan ya con claridad de redefinir y ajustar algunos puntos del Tratado -subsidiaridad, política exterior e incluso plazos para la convergencia- y parece claro que el proceso se verá muy dilatado respecto al calendario inicial. El "sí" ha sido importante, pero su debilidad ha desencadenado un fortalecimiento de las posiciones revisionistas; el "sí" ha evitado una catástrofe institucional pero no impedirá el inicio de un período en el que el Tratado, en su redacción inicial, podría ser de nuevo sometido a discusiones.

Sin el "paraguas" de Maastricht, el SME vuelve a ser sistema de tipos de cambio "fijos pero ajustables". Esta situación parece haber sido aprovechada por el Bundesbank para reforzar su estrategia antiinflacionista sin aumentar la presión sobre los tipos de interés domésticos: la necesidad de las autoridades germanas de dar continuidad a la política monetaria restrictiva encuentra en la crisis del SME y en la debilidad del dólar USA un escenario ideal para presionar en favor de la revaluación del marco alemán en Mecanismo de Cambios Internacionales (MCI) del SME, "ahorrando" al Bundesbank y al gobierno el coste que en términos políticos tendría una nueva elevación de tipos de interés. De hecho, considerando la importancia del tipo de cambio como canal de transmisión de la política monetaria, cabe pensar que el éxito de tales presiones puede incluso estar ligado a descensos adicionales en los tipos de interés a corto plazo: En nuestra opinión, esta situación se ha revelado ya como el proceso subyacente relevante que tras los problemas institucionales de la CE ha venido determinando, en última instancia, los movimientos del mercado. Un elemento adicional, de oportunidad, debe añadirse: la economía alemana se aproxima a una recesión, lo que sin duda minará los "fundamentos" del marco (en favor del dólar, quizá) a lo largo de 1993, por lo que cualquier "reivindicación" cambiaría gozaría ahora de un contexto especialmente "oportuno".

El escenario europeo e internacional, en este sentido, sigue siendo el relevante a la hora de analizar el papel de la peseta. Es evidente que la política antiinflacionista se ve atenazada por las presiones devaluatorias ya que era la política cambiaria -la "sobreevaluación" de la peseta- uno de los pilares de aquélla, toda vez que ni la política fiscal (por su carácter expansivo, sobre todo desde 1989) ni la de reformas estructurales han jugado un papel relevante en la lucha contra la inflación. Las autoridades españolas se ven, en este contexto internacional, "superadas por los acontecimientos". La quiebra de la cooperación en el MCI impide a las divisas más débiles soportar el exceso de oferta que sufren. Si bien no es extraño que las autoridades se opusieran a la devaluación de la peseta -por sus efectos expansivos e inflacionistas, en un contexto en el que la

restricción presupuestaria no está asegurada y cuando el grado de desaceleración de la economía no garantiza su neutralización (frente, por ejemplo, a los casos USA o británico)-, tampoco lo es que sus argumentos sean poco relevantes, en este contexto. Por si fuera poco, el clima político no es el más propicio para fortalecer la posición española: la incertidumbre política y, sobre todo, la escasa credibilidad que la política presupuestaria "se ha ganado" en los tres últimos años deterioran adicionalmente la confianza en que, sin reformas estructurales claras, pueda ser capitalizada la próxima ya recesión económica en términos de corrección de la tasa de inflación y de prolongación a medio y largo plazo del ciclo expansivo de la economía española.

Hasta ahora, la incertidumbre institucional y las presiones del Bundesbank se han materializado en dos importantes movimientos:

- 1) El primero afectó sólo a la lira italiana, que se devaluó un 7% el día 14 de septiembre, tras las fuertes e insostenibles Presiones del mercado del viernes 11.
- 2) El segundo fue más amplio y se desencadenó con el anuncio el día 16 de septiembre de la salida de la libra esterlina, unilateralmente, del MCI. La peseta se devaluó un 5%, manteniéndose en el MCI y se eximía al Banco de Italia de defender a su divisa, lo que equivalía a su "salida" del MCI.

Ambos, contra todo pronóstico, tuvieron lugar antes del referendum y bajo la presión extrema del mercado. Sus consecuencias son ya históricas, pues han provocado un giro en la política monetaria británica -de carácter netamente expansivo, al "estilo" del dólar USA- y un cruce de acusaciones RU/Alemania que conducen a pensar en un prolongado alejamiento de la libra de la disciplina del MCI.

¿Bastan los dos movimientos para estabilizar al SME?. Los acontecimientos post-referendum conducen a pensar en que es improbable ya un retorno de las expectativas a las bandas de las divisas sin un movimiento coordinado y consensuado de todas las autoridades europeas. Sobre tal movimiento parecen haberse iniciado ya negociaciones en el G-7 y en la CE. La búsqueda de un nuevo punto de equilibrio en las paridades y en los diferenciales de tipo de interés exige el retorno a la cooperación y la coordinación, pero también la garantía de que el saldo neto no sea una relajación de las políticas antiinflacionistas de los diferentes países. La posibilidad de un nuevo realineamiento de paridades, esta vez generalizado y acompañado por un descenso de tipos de interés en Alemania, cobra un peso creciente en los mercados como solución global".

De acuerdo con esta hipótesis el marco alemán se revaloraría frente al franco francés mínimamente y más significativamente frente a la peseta o la lira italiana (otra vez). Se trata de un escenario todavía incierto, pero parece claro que su contundencia -elimina completamente por ejemplo la apreciación real (ajustada de diferencial de inflación) de la peseta de los últimos años- restauraría la confianza en el MCI. Los efectos sobre la peseta y sobre la política antiinflacionista, sin embargo, serían muy negativos. Si bien a medio plazo nuestra divisa podría fortalecerse en su nueva banda, apreciándose frente a los niveles actuales, la confianza a largo plazo seguiría seriamente -como ya lo está hoy- dañada.

El impacto inflacionista, que en términos de efectos directos a corto plazo estimamos en un 1,0%, aproximadamente, en el IPC, para un 10% de devaluación, y las consecuencias expansivas (vía exportaciones) de la depreciación, difícilmente podrán todavía ser neutralizadas por una economía que, por el dualismo de su coyuntura, sigue ofreciendo un panorama salarial muy inflacionista, coherente con un sesgo consumista demasiado reciente. En nuestra opinión, un escenario como el descrito no permitiría, a corto, un descenso del tipo decenal del BE desde el 13% actual, ni probablemente del tipo depo a un año por debajo del 13,85% que "aplana" la curva de tipos-plazos. El extremo largo de la curva de rentabilidades, por su parte, seguiría sometido

a una elevada inestabilidad producto de su sesgada estructura de sub-mercado y de la incertidumbre cambiaria a largo plazo. Sólo un posterior reforzamiento de la credibilidad permitiría una mayor inversión de la curva.

**VALORACION DE LA CURVA DE RENTABILIDADES**  
(Mercado de Deuda del Estado. Negociación entre Miembros)

Fecha Negociación	Referencia	Fecha Amortización	Cotización	Tir Media				Riesgo			
				Bruta A	Neta B	Difer. A-B	Cupón Corrido	Fecha Próximo cupón	Duración (Años)	Sensibilidad <sup>(1)</sup>	Plazo (Años)
21-Sep-92	B-13.75-MAY93	25-May-93	99.250	14.66	13.98	0.68	4.483	25-May-93	0.67	0.61	0.67
21-Sep-92	B-13.80-SEP93	25-Sep-93	99.710	14.12	13.46	0.66	13.649	25-Sep-92	0.89	0.88	1.01
21-Sep-92	B-13.65-MAR94	15-Mar-94	99.089	14.20	13.49	0.71	7.106	15-Mar-93	1.36	1.26	1.48
21-Sep-92	B-12.00-JUL94	15-Jul-94	96.600	14.18	13.78	0.40	2.236	15-Jul-93	1.71	1.48	1.81
21-Sep-92	B-11.80-ENE95	15-Ene-95	96.457	13.59	12.94	0.65	8.060	15-Ene-93	2.01	1.85	2.32
21-Sep-92	B-13.45-ABR96	15-Abr-96	100.174	13.30	12.78	0.52	5.859	15-Abr-93	2.91	2.72	3.57
21-Sep-92	B-11.90-JUL96	15-Jul-96	95.600	13.40	13.04	0.36	2.127	15-Jul-93	3.21	2.77	3.82
21-Sep-92	B-11.60-ENE97	15-Ene-97	94.374	13.34	12.76	0.58	7.924	15-Ene-93	3.35	3.02	4.32
21-Sep-92	B-11.00-JUN97	15-Jun-97	93.186	12.97	12.62	0.35	2.953	15-Jun-93	3.80	3.23	4.73
21-Sep-92	0-12.25-MAR02	25-Mar-2000	95.850	13.10	12.62	0.48	6.041	25-Mar-93	4.98	4.49	7.51
21-Sep-92	0-11.30-ENE02	25-Ene-2002	93.372	12.51	12.01	0.50	7.719	15-Ene-93	5.67	5.09	9.32
21-Sep-92	0-10.30-JUN02	25-Jun-2002	88.457	12.38	12.05	0.33	2.766	15-Jun-93	6.21	5.04	9.74

Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

(1) Sensibilidad: variación absoluta del precio ante una variación de un punto en la TIR.

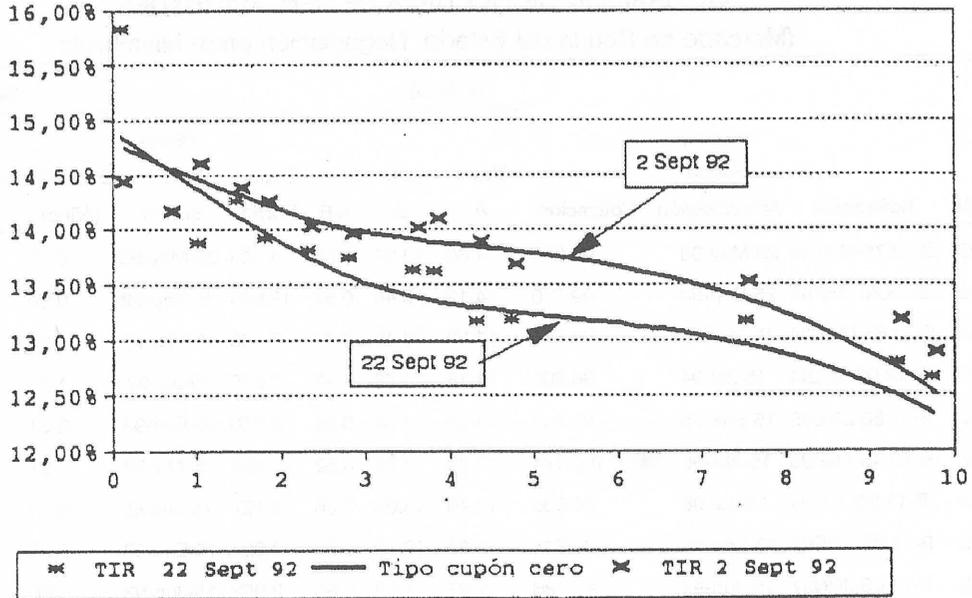
**Sobre la circular 16/1992.**

En el período de espera a una solución global coordinada en el SME en el que parece que nos encontramos, el Banco de España ha tratado, en nuestra opinión, de "ganar tiempo" con una serie de medidas drásticas que no sólo harán que la demanda de pesetas sea transitoriamente superior a la oferta en los próximos días, sino que lamentablemente también dislocan y quiebran las "reglas del juego" del buen funcionamiento del mercado. En cualquier caso, se trata de medidas de carácter relativamente simétrico -en ello reside su legitimidad histórica- a las que las autoridades adoptaron en las diversas etapas en las que hubieron de frenar la fortaleza de la peseta. El resultado ha sido una sensible apreciación de la peseta, en definitiva, lo buscado por las autoridades, pero también una fuerte caída del precio de los bonos a largo plazo, un estrechamiento extraordinario de los diferenciales depo-simultánea y una segmentación del mercado de europesetas que ha provocado un espectacular ascenso de sus tipos hasta niveles muy por encima de los del depósito interbancario.

**1. Las medidas.**

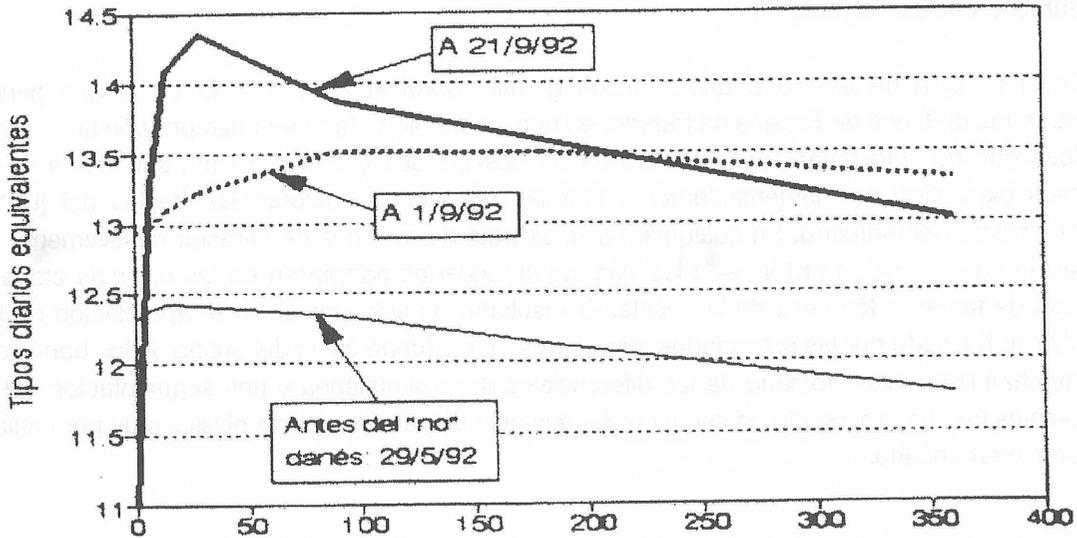
Las medidas adoptadas por el Banco de España en la Circular 16/1992 vienen destinadas, por una parte, a evitar la operativa especulativa en contra de la peseta en los mercados financieros y, por otra, a impedir que el proceso de deslocalización de depósitos que viene teniendo lugar desde febrero de este año alimente la presión en el mismo sentido. Tres son las normas que contiene esta Circular.

### RENTABILIDADES BRUTAS/PLAZO Y CURVA DE TIPOS CUPON CERO

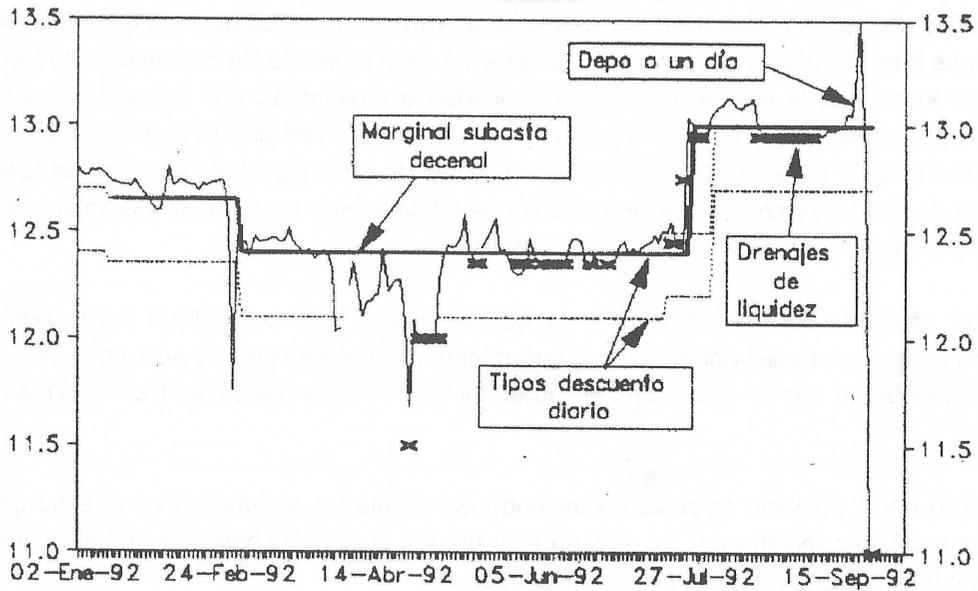


Nota: Curva de tipos cupón cero la hemos calculado usando la metodología propuesta por McCulloch (1971, 1975)

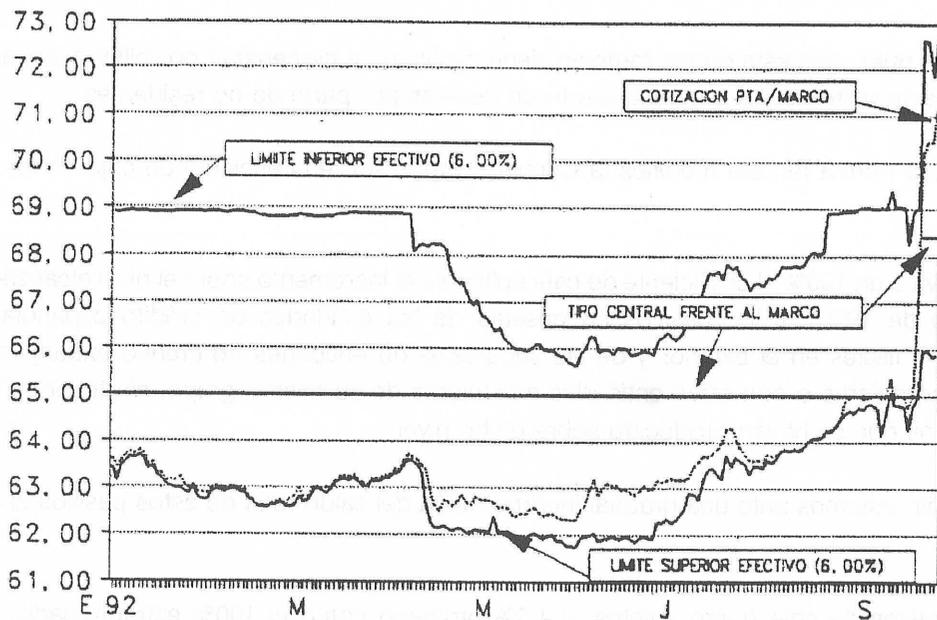
### CURVA DE TIPOS DEL DEPOSITO INTERBANCARIO



### EVOLUCION DE LOS TIPOS A CORTO PLAZO datos diarios



### LA PESETA EN LA DISCIPLINA DEL SME



a) La norma primera impone un depósito obligatorio del 100% sin remuneración por el contravalor en pesetas de los incrementos de las posiciones acreedoras o largas valor vencido, uno o dos días en moneda extranjera de las entidades registradas. Al penalizar el aumento de la posición larga de contado en divisas de las entidades registradas, no sólo evita una mayor especulación de éstas en contra de la peseta, sino que también afecta a la formación de precios en el mercado de divisas a plazo (en definitiva, a los tipos de interés de la europeseta). Así, las entidades registradas ven limitada su capacidad de cobertura de posiciones "cortas a plazo" en divisas -posiciones que son producto de dar contrapartida en el mercado de divisas a plazo a operaciones especulativas de otros agentes en contra de la peseta y/o de coberturas de riesgo de cambio por importaciones o financieras en moneda extranjera- mediante la adopción de posiciones "largas en contado" de divisas.

Asimismo, afectará, desde el momento en que se tengan que contabilizar como posiciones de contado, a las posiciones largas contratadas anteriormente cuya fecha valor exceda a dos días a partir del 22 de septiembre (salvo que se vean compensadas por reducciones -vencimientos- en otras posiciones largas).

El cómputo de la posición se realizará teniendo en cuenta las sucursales en el extranjero (no las filiales) de las entidades registradas, ya que, en esta norma, el Banco considera que el cómputo de las citadas posiciones largas se hará en base consolidada.

b) La norma segunda exige un depósito obligatorio del 100% sin remuneración sobre los incrementos de los saldos activos (depósitos o préstamos) denominados en pesetas de entidades registradas con no residentes, también con la referencia del 22 de septiembre, pero esta vez sin citar si el cómputo se hará en base consolidada. El Banco de España parece haber excluido de esta norma segunda las operaciones de financiación de deuda pública conocidas como "simultáneas".

Es evidente, pues, que esta norma también viene destinada a cercenar la posibilidad de especular en contra de la peseta utilizando el endeudamiento en pesetas por parte de no residentes.

c) Por último, la norma tercera modifica la Circular 2/1990 sobre coeficiente de caja en los siguientes aspectos:

i) Se eleva a un 100% el coeficiente de caja aplicable al incremento sobre el nivel alcanzado a 22 de septiembre de 1992 de los pasivos en pesetas de las entidades de crédito españolas con sus sucursales y filiales en el exterior y de las sucursales de entidades de crédito extranjeras con sus matrices extranjeras o con otras entidades extranjeras de su mismo grupo, sin tener en cuenta los decrementos que se hayan producido sobre dicho nivel.

Es decir, estamos ante una gradual incorporación del saldo total de estos pasivos al coeficiente del 100%.

ii) Los activos de caja (tanto sujetos al 4,5% ordinario como al 100% extraordinario) no podrán exceder, en ningún caso, del 7% del conjunto de los pasivos computables de la entidad.

En nuestra opinión, esta norma estaría orientada específicamente a desincentivar el proceso de deslocalización -que aunque desconocemos su cuantificación, podría haber sido muy intenso- de depósitos en peseta y divisa de entidades residentes a sus sucursales, filiales y matrices en el exterior, proceso que se inició hacia el mes de febrero como consecuencia de la liberalización del control de cambios. Este proceso de deslocalización ha venido alimentado por el arbitraje regulador -fiscal y coeficiente- de las entidades

españolas, pero también sin duda debe haber una parte que corresponde a la actividad autónoma de las entidades no residentes.

Con la aplicación de un coeficiente de caja de un 100% al incremento de los créditos concedidos por entidades no residentes a entidades residentes, el B.E. resta sin duda atractivo a la deslocalización, al impedir la "vuelta" en forma de crédito del pasivo deslocalizado a la matriz residente. Además, el hecho de que los decrementos no puedan tenerse en cuenta en la contabilización no sólo asegura el bloqueo del saldo actual, sino que, en la práctica, sienta las bases para el "retorno" progresivo de lo que quizá sea una parte importante de los depósitos deslocalizados: los canalizados por entidades españolas.

La relación de esta norma tercera con la intencionalidad de las dos primeras normas -impedir movimientos especulativos desestabilizadores del tipo de cambio de la peseta- parece, por tanto, menos directa. No obstante, sí podría estar relacionada, pensamos, en sentido amplio, con la voluntad de las autoridades monetarias de restringir el crecimiento del mercado de europesetas. En todo caso, aparte del efecto inmediato que podría tener sobre los activos de caja de la decena actual -que consideramos pequeño- sí parece claro que la demanda de ALP se verá ampliada por esta medida.

## 2. Las implicaciones de las medidas.

En la medida en que la efectividad de estas medidas en la atenuación de presiones depreciadoras sobre la peseta ha sido contundente (de hecho ésta se ha apreciado hasta niveles de 67,50 frente al marco), ello podría haber ahorrado un cierto tensionamiento sobre los niveles de los tipos depo-domésticos, a corto plazo. No obstante, la, en nuestra opinión, necesaria excepcionalidad de las medidas no permite otra cosa que "ganar tiempo" a la espera de una solución definitiva para las tensiones del SME (seguiría sin ser descartable, en la situación actual, un realineamiento global de paridades en favor del marco, con descenso de tipos por parte de éste, desde nuestro punto de vista).

Sin embargo, el "cierre" efectivo del mercado de divisas a plazo que han ocasionado las dos primeras normas ha tenido ya incidencia directa en el mercado de deuda. La imposibilidad práctica por parte de las entidades registradas de efectuar operaciones de préstamo con no residentes ha tenido que ser ya matizada por el B.E., que ha eximido del depósito penalizador del 100% la financiación de posiciones en deuda vía simultáneas. Ello se ha traducido ya en un estrechamiento hasta niveles incluso inferiores a 30 p.b. del diferencial depo-simultánea a corto plazo, que refleja la presión de la sustitución de la financiación de carteras de no residentes, desde europesetas hacia simultáneas. Al margen de ello, podría darse la circunstancia de que, de prolongarse estas medidas, podría verse favorecida la negociación de deuda en el ámbito de la Central de Anotaciones -ámbito en el que es posible la financiación a un día vía simultánea- frente a los sistemas "off-shore" CEDEL o EUROCLEAR -negociación fecha valor siete días, euromercado-.

Durante la vigencia de estas restricciones el mercado de divisas a plazo se verá prácticamente colapsado, quedando como única solución de cobertura de riesgo de cambio para los residentes no financieros la compra de divisas al contado (y su mantenimiento en depósitos al plazo correspondiente). El problema de la financiación en pesetas de estas compras de divisas al contado resulta complicado (apertura de líneas de crédito...), si bien, a efectos de obtener un menor coste, el depósito en divisas podría actuar como garantía del préstamo.

En definitiva, unas medidas tan drásticas como las de esta Circular sólo pueden ser entendidas como transitorias. Su período de vigencia, en nuestra opinión, no se extenderá más allá de la solución a la actual crisis del Sistema. Una solución que, en todo caso, se presenta compleja, en tanto que las autoridades

francesas, tal y como se desprende de la elevación de los tipos de referencia del Banco de Francia, no parecen dispuestas a admitir una devaluación del franco frente al marco alemán. La actitud del Banco de España, sin embargo, parece destinada a mantener a la peseta al margen de nuevos movimientos especulativos hasta que se vislumbre una solución definitiva (algo que depende básicamente de las autoridades francesas y alemanas). Entre tanto, no está asegurado en nuestra opinión, que lo que hasta ahora ha sido un ahorro en términos de tensionamiento de tipos a corto domésticos no pueda devenir en un progresivo deterioro con alzas de tipos a lo largo de toda la curva. De hecho, el impacto que en términos de imagen han ofrecido estas medidas en el mercado de los no residentes ha provocado ya una caída de precios en los bonos a largo plazo sin precedentes en la crisis actual: la imposibilidad real de los no residentes de financiar sus posiciones en bonos en el seno del mercado de europesetas -práctica habitual hasta ahora- ha empujado a éstos no sólo a financiar sus posiciones en simultáneas -lo que deberían haber hecho quizá hace mucho tiempo-, sino también a presionar sobre el mercado con posicionamientos cortos.

Poco antes de publicarse este documento, el B.O.E. del lunes 5 de octubre recoge una nueva circular del Banco de España, la nº 17/1992, por la que se deroga la circular anterior, la nº 16/1992. De esta forma, queda puesto de manifiesto el carácter transitorio de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias en esta última circular.

No obstante, la circular 17/1992 no supone la desaparición total de los controles de cambios establecidos por el Banco de España en la circular anterior. Si bien dejan de estar penalizados los incrementos de los saldos activos (depósitos o préstamos) denominados en pesetas de entidades registradas con no residentes (norma segunda de la circular 16/1992) -aunque el Banco de España "recomienda" que se eviten realizar operaciones de este tipo-, así como dejan de estar sujetos a un coeficiente de caja del 100% los incrementos de los pasivos regulados en la norma tercera de la circular 16/1992, la circular 17/1992 establece la obligatoriedad a las entidades (bancos y cajas) de constituir un depósito sin intereses por importe equivalente al 100% del contravalor en pesetas de:

- a) El importe de operaciones "valor mismo día" de venta de pesetas contra divisas efectuadas con no residentes.
- b) El incremento de las ventas netas de pesetas a no residentes "valor un día".
- c) El incremento en la posición de venta de divisas a plazo contra pesetas a no residentes.

Los plazos a los que se constituirán cada uno de los depósitos mencionados serán establecidos por el Banco de España, normalmente, con carácter semanal, quedando fijados en principio en un año. Cabe destacar, por otra parte que la norma cuarta de esta circular establece la cancelación de todos los depósitos que se constituyeron de acuerdo a lo dispuesto en la circular 16/1992.

Por tanto, el objetivo principal de la circular 17/1992 sigue siendo el mismo que el de la anterior circular, esto es, evitar las especulaciones de los no residentes en contra de la peseta, encareciendo el endeudamiento de éstos en pesetas a través de operaciones "swaps" y compra-ventas a plazo. Sin embargo, paralelamente, con esta circular se intenta restablecer la normalidad en el mercado de divisas a plazo entre entidades residentes, tanto financieras como no financieras.