

SISTEMA FINANCIERO

TIPOS DE INTERES AL ALZA, PERO BAJO UNA NUEVA ESTRATEGIA

La lucha contra la inflación pasa este año por la tarea de recuperar el ahorro privado y desincentivar el endeudamiento.

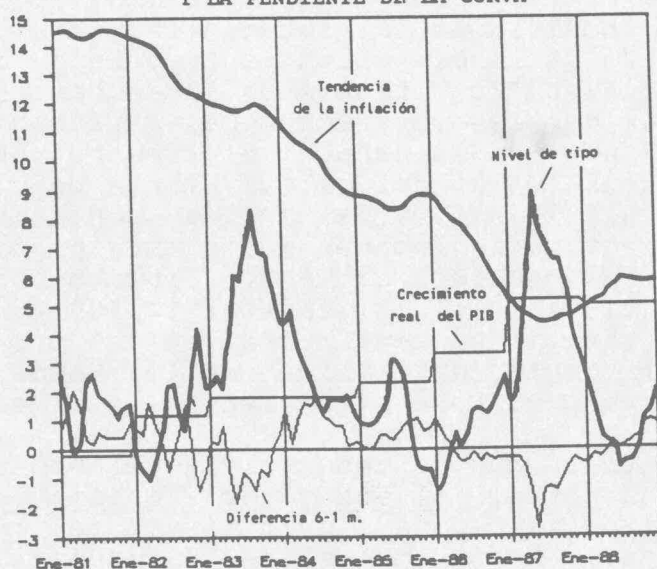
SERVICIO DE ESTUDIOS DE GESMOSA

Cuando el Banco de España elevó el pasado 23 de septiembre el tipo de interés de la subasta de Préstamos de Regulación Monetaria del 10,375 % al 11,375 %, después de un lento proceso de ascenso en los tipos de interés de todos los mercados, estaba claro que las autoridades habían dado un giro importante en la política monetaria. Cabía interpretar entonces que el deterioro que se había producido en el proceso de control de la inflación había coincidido con el final del descenso de los tipos de interés nominales y que, por ello, desde abril la Curva de Rentabilidades, hasta entonces decreciente, había comenzado a aplanarse para, durante el verano, hacerse positiva. Los tipos de interés reales se habían reducido demasiado en la primera mitad del año.

Por ello, podía concluirse entonces que, en el contexto macroeconómico imperante y con las condiciones marcadas por los mercados financieros internacionales, debían esperarse nuevas elevaciones en los tipos de interés del Banco de España. Cabía anticipar un periodo de política monetaria más restrictiva después de interpretar que los meses precedentes habían destacado por una política excesivamente holgada.

CUADRO - I

UN INDICADOR DEL NIVEL DE LOS TIPOS DE INTERES Y LA PENDIENTE DE LA CURVA



NOTA: El indicador del nivel de tipos es la media de los tipos nominales a 6 y a $\frac{1}{2}$ mes ajustada por la inflación esperada (T_{12} del IPC) y por el crecimiento real de la economía. En equilibrio no inflacionista su valor tendería a cero.

Cómo se instrumentaría el tensionamiento desde los tipos de referencia del Banco de España, es decir, con qué cadencia y con qué intensidad tendría lugar el proceso de ascenso de tipos de interés, era, por supuesto, la incógnita más compleja de dilucidar. Entonces, después del ascenso de un punto por parte del Banco de España en el tipo a un día, cabía pensar que el tensionamiento sería guiado por la referencia de los Préstamos de Regulación y de las ventas a tres meses del Banco de España. Como el contexto en el que habría de desenvolverse el proceso iba a estar marcado por excesos de liquidez en el mercado de Activos de Caja, el tensionamiento habría de ser rápido, con el fin de hacer posibles los drenajes a tres meses, lo antes posible. La intensidad debía ser, en este esquema, la suficiente para quebrar la pendiente de la Curva, pasando por su previo aplanamiento, en la mayor brevedad de tiempo. Había que recordar que la pérdida de credibilidad que la "crisis de abril" (el descenso de los tipos de los instrumentos del Tesoro) había generado debía ser corregida con una actitud de firmeza por parte de las autoridades.

El tiempo ha mostrado que el ascenso de los tipos de interés ha continuado desde el mes de septiembre. No obstante, el proceso no se ha desarrollado bajo la estrategia cabía esperar entonces. Por otra parte, y como es lógico, muchas cosas han cambiado en el contexto macroeconómico desde septiembre. En esta nota intentaremos interpretar lo ocurrido en el mercado desde dicho mes, con el fin de extraer consideraciones útiles de cara al futuro desarrollo de los mercados en 1989.

Del 23 de septiembre al 13 de diciembre: política monetaria ...

Tras la elevación por el Banco de España del tipo de los préstamos de regulación monetaria el día 23 de septiembre se inició un proceso de elevación general de los tipos de interés de características inéditas en la historia reciente de los mercados de deuda. Se trata de la elevación lenta pero de gran intensidad de las rentabilidades resultantes de las subastas del mercado primario de Letras del Tesoro y Bonos del Estado. Después de la elevación del Banco de España, el Tesoro incrementaba la rentabilidad de sus Letras del excesivamente bajo 10,5 % del 16 de septiembre, al 11,541 % el 30 de septiembre. El mismo movimiento tuvo lugar días después en la emisión de Bonos del 18 de octubre. En su subasta el Tesoro elevaba la rentabilidad interna de estos títulos del 11,325 % al 12,398 %. Comenzaba así un proceso que tendría su continuidad en el posterior ascenso suave y gradual de la rentabilidad de los Bonos y en el más intenso de la correspondiente a las Letras del Tesoro.

El contexto en el que se desenvolvía el ascenso de tipos era complejo. Por una parte, el exceso de liquidez permanente en el mercado de Activos de Caja, a lo largo de todo el último trimestre del año, hacía necesarios los drenajes del Banco de

España, lo que localizó, sobre todo durante el mes de octubre, todas las tensiones en el mercado de Activos de Caja. El tipo de interés de los drenajes a tres meses se situó en el mismo nivel que el tipo a un día capitalizado hasta tres meses y el Banco de España hubo de adquirir Letras por 700 m.M. de Ptas. entre los meses de septiembre y octubre, directamente al Tesoro.

Por otra, el clima político y social era altamente incierto. La política económica se enfrentaba al hecho de un IPC acelerado y tenía lugar la revisión de objetivos del 3 % al 5 % para 1988, mientras seguía haciéndose hincapié en el 3 % para diciembre de 1989. Entre tanto, las negociaciones sociales para los convenios colectivos del año 1989 comenzaban a apuntar hacia altas tasas de incremento en relación con el 3 %.

Con todo, después del 23 de septiembre no tuvo lugar otro incremento inmediato del tipo a un día y sí una paulatina elevación de la rentabilidad de Bonos y Letras que favoreció un tensionamiento general de la Curva de tipos interbancarios y la adopción por ésta de una pendiente fuertemente creciente. Esto extendió la tensión, en los meses de noviembre y diciembre, del mercado de Activos de Caja al mercado de deuda pública, no ya sólo en su mercado primario sino también en su vertiente de cesión al público. La elevación de las Letras del Tesoro del 11,5 % al 13 % entre octubre y diciembre tuvo un papel, pues, fundamental en la transmisión de la política del Banco de España. De hecho, cuando después de este proceso las autoridades elevaron el tipo a un día el 13 de diciembre hasta el 12,4 % todos los mercados descontaban ya una elevación hasta ese nivel en el tipo a un día.

..... Y contexto macroeconómico

A lo largo del último trimestre del año se desarrollaron algunos cambios respecto al panorama que cabía observar al final de septiembre pasado (*). Estos cambios afectan a la interpretación/ de la evolución de la inflación y al contexto internacional y a ellos hay que unir el análisis de los objetivos de política económica dados a conocer en la última parte del año.

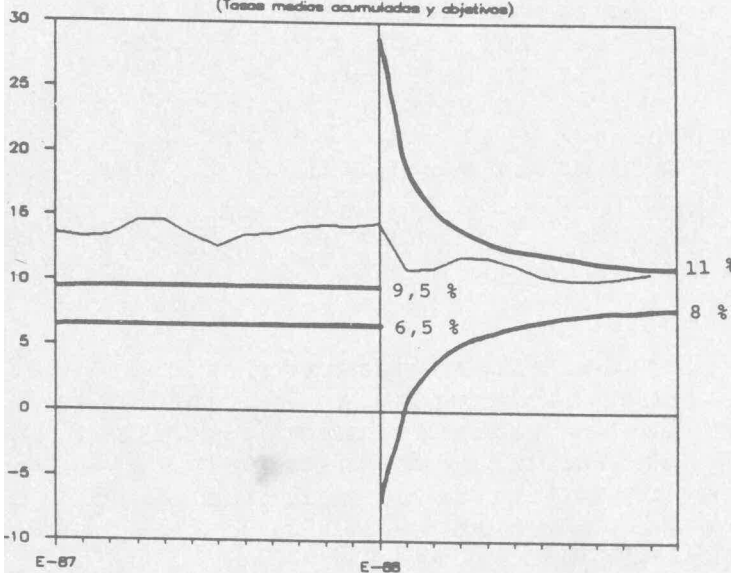
Cuando en septiembre anunció el Gobierno el mantenimiento del crecimiento objetivo para el IPC en el 3 % en diciembre de 1989 sobre diciembre de 1988, todo parecía indicar que el objetivo sería muy difícilmente conseguible al ritmo actual de crecimiento de la demanda interna, es decir, en un contexto de "sobrecalentamiento" de la economía. Ahora, este panorama se confirma y a él hay que añadir los últimos meses del año en el IPSEBENE (coincidiendo con la paralela desaceleración de los precios de los productos alimenticios sin elaborar en octubre y noviembre) y, por otra, la perspectiva de un crecimiento de los salarios nominales en el entorno del 7 % en 1989, a la luz del

(*) Marcado por el repunte de los precios alimenticios en España y por la interpretación de las autoridades monetarias de que la economía estaba sobrecalentada.

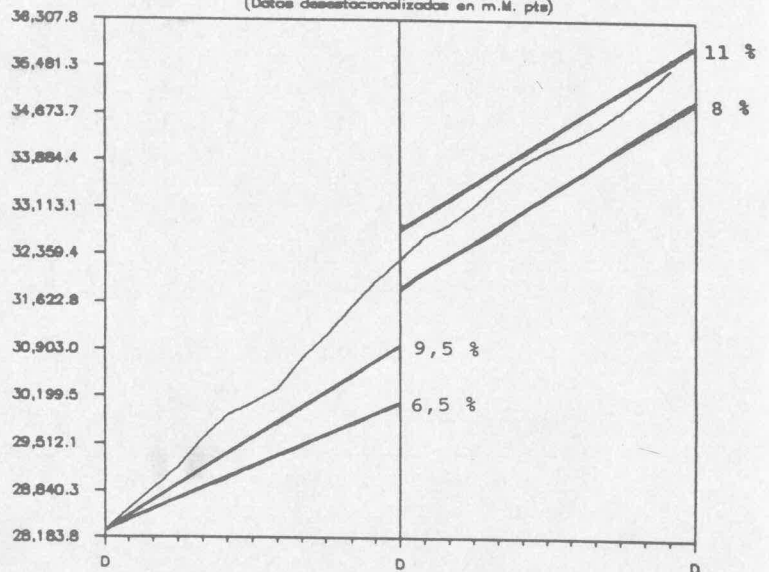
comportamiento de los primeros convenios colectivos del año.

Por el lado de la economía real, del nivel de la actividad, todo parece señalar la continuidad del fuerte impulso de crecimiento de la demanda interna. Tras un tercer trimestre de 1988 de crecimiento desacelerado, tanto de la producción, como de la demanda interna, los indicadores económicos señalan una nueva aceleración de la economía en el último trimestre del año. Así parece también observarse en la evolución de las magnitudes monetarias. El conjunto de ALP ha desarrollado una cierta aceleración en los tres últimos meses del año (y, sobre todo, en diciembre) que no sería preocupante si no fuera porque la composición de este nuevo impulso incluye un fuerte avance de la parte computable del agregado (que, en otras circunstancias, con la elevación de los tipos de interés, tendería a crecer más suavemente). Es decir, ha tenido lugar, a pesar del ascenso de los tipos de interés, una escasa sustitución entre pasivos bancarios computables y no computables.

CUADRO - II
SENDA DE EVOLUCION DE ALP
(Tasas medias acumuladas y objetivas)



CUADRO - III
OBJETIVOS Y EVOLUCION DE ALP
(Datos desestacionalizados en m.m. pts)



Este comportamiento de la parte computable por las instituciones financieras en el coeficiente de caja de ALP, en el último trimestre, es acorde con lo ocurrido en los agregados monetarios de definición más estrecha a lo largo de todo el año. Hasta el mes de octubre la M1 creció, en tasa media anual acumulada, el 25,3 %, mientras la M2 lo hizo en el 19 %. Esta aceleración, aunque alimentada también a principios del año por

la desregulación de los tipos de interés de las cuentas corrientes y de los depósitos de ahorro, es un buen indicador del comportamiento de la demanda interna. Además, no cabe duda de que este fuerte crecimiento de los recursos tradicionales del Sistema Bancario está muy ligado a la fuerte expansión sostenida (en tasa acumulada anual del 15 % hasta noviembre) del crédito interno al sector de empresas no financieras y familias.

El fuerte crecimiento del crédito al sector privado a lo largo de los dos pasados años, por otra parte, ha deteriorado sensiblemente el ahorro neto del sector de empresas y familias. Este sector ha registrado en 1988 unas significativas necesidades de financiación, por vez primera desde el año 1977. El crecimiento de sus pasivos financieros ha sido muy superior al de sus activos, como resultado de un ahorro neto negativo que en el futuro ha de deteriorar forzosamente la capacidad de consumo del sector. Esta situación contribuye, además, a profundizar el nuevo contexto de déficit exterior por cuenta corriente surgido el año 1988: la necesidad neta de ahorro exterior de nuestra economía.

La política monetaria y los tipos de interés en 1988

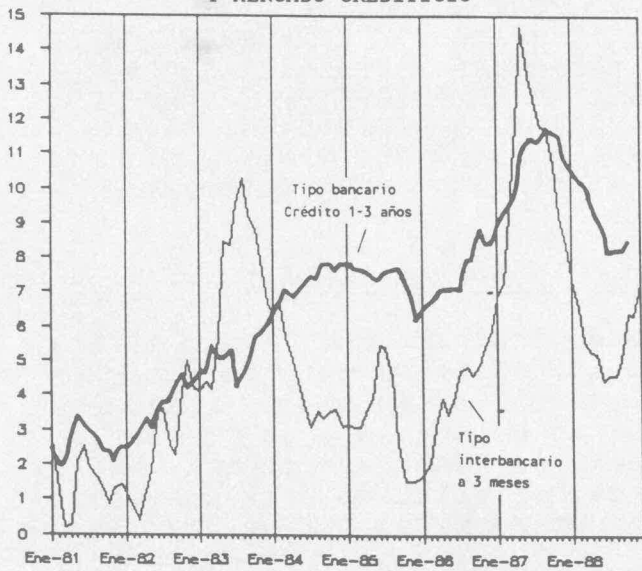
En este contexto, todo parece indicar que la política monetaria -una vez descartada la política fiscal por sus posibles efectos inflacionistas en un contexto de intensas presiones salariales- ha de enfrentarse casi en solitario a la tarea de reconducir el proceso de crecimiento de nuestra economía hacia una senda menos peligrosa en términos de inflación. La elevación de tipos de interés emprendida en septiembre se dirige en este sentido a la tarea de intentar reducir la tasa de expansión de la demanda interna, pero también a la de ofrecer mejores condiciones para la recuperación del ahorro del sector privado y para la atracción de capitales exteriores necesarios en la financiación de nuestro déficit por cuenta corriente. Junto a ello, el factor expectativas es de vital importancia. La pérdida de credibilidad de la política monetaria a lo largo de 1988 es un problema insoslayable a la hora de la puesta en práctica de una política más estricta.

La idea de desincentivar el endeudamiento privado y de apoyar el ahorro de las empresas y familias pasa, sin embargo, por un esquema de estrategia de tensionamiento en los tipos de interés de corte muy distinto al que ha podido observarse en el pasado. Frente a las rápidas e intensas inversiones de la Curva interbancaria de los años pasados en que se llevaron a cabo políticas restrictivas (los paradigmas son 1984 y 1987), en 1989, como ya puede interpretarse ha ocurrido en el último trimestre de 1988, cabe prever una estrategia de elevación más apoyada en el medio plazo del mercado financiero. Para ello, el papel del Tesoro resulta fundamental. La elevación de las rentabilidades de las Letras (a un año) y de los Bonos (a tres años), así como su disposición (materializada en la Orden de 11 de enero de 1989) a

emitir Obligaciones en Enero de 1989 (a más de cinco años) muestra un proceso de tensionamiento del mercado financiero menos ligado al tipo de interés a un día del Banco de España que en el pasado. Es previsible que la política monetaria gane en capacidad de transmisión a los mercados crediticios de estos sus movimientos con esta nueva estrategia.

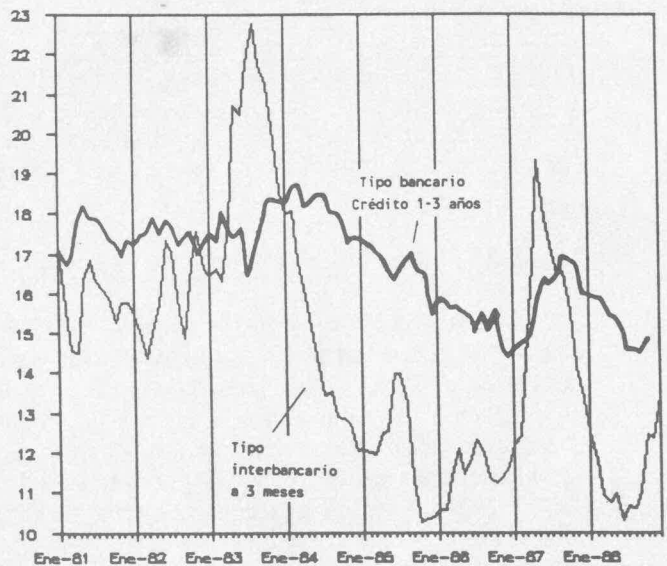
CUADRO - IV

TIPOS DE INTERES REALES: MERCADO INTERBANCARIO Y MERCADO CREDITICIO



CUADRO - V

LA TRANSMISION DE LA POLITICA MONETARIA: TIPOS DE INTERES NOMINALES DEL MERCADO INTERBANCARIO Y DEL DE CREDITO



NOTA: El tipo real resulta de ajustar el tipo nominal con la $T_{1/2}^i$ centrada del IPC:

$$tr = \left[\frac{1 + tn/100}{1 + T_{1/2}^i/100} - 1 \right] * 100$$