

# EVOLUCION RECIENTE DE LOS TIPOS DE INTERES EN ESPAÑA Y EN LA CE

En el presente artículo, **Eduardo Fernández Pérez** describe la evolución reciente de los tipos de interés en España y en los principales países desarrollados, especialmente en los de la Comunidad Europea, comentando los aspectos más significativos de tal evolución. Los datos que presenta recogen una selección de tipos nominales y reales netos de impuestos correspondientes al período 1988-tercer trimestre de 1992. El autor centra su análisis en el período posterior a 1990.

## I. INTRODUCCION

**C**UANTO más integrados están los mercados financieros internacionales y mayor es el grado de sustituibilidad de los activos que negocian en ellos prestamistas y prestatarios, mayor es el grado de interrelación del tipo de interés de los diferentes países, porque la progresiva integración de los mercados de bienes y de capitales incrementa la importancia de los factores externos en la determinación de los tipos de interés nacionales. A la vez, las obligaciones derivadas de la pertenencia a sistemas cambiarios, que tienen como objetivo mantener la estabilidad de la propia moneda, limitan la capacidad de las autoridades monetarias de los diversos países para actuar sobre dichos tipos de interés.

Al margen de las limitaciones cambiarias, las líneas básicas de la evolución de los tipos de interés están condicionadas, entre otros factores, por la evolución de los déficit públicos y de la inflación, por la importancia otorgada a los procesos de convergencia con las economías de los países del área y por la situación

de las economías en el ciclo económico. Desde esta última perspectiva, el período que se analiza en este trabajo, 1988-tercer trimestre de 1992, abarca dos períodos bien diferenciados, cuya línea de divisoria puede situarse en 1990. El primero corresponde a la fase final de un largo ciclo expansivo de la economía mundial, que, iniciado a finales de 1982, se prolongó hasta 1990, ayudado en los últimos años por las medidas monetarias expansivas puestas en práctica por los países industrializados ante el *crash* de Wall Street de octubre de 1987. En 1990, se inicia un período diferente en el que a los síntomas de debilitamiento del ciclo expansivo de la economía se superpuso un conjunto de perturbaciones de diversa índole (unificación de Alemania, guerra del Golfo, etc.) que afectaron de manera diversa a los países industrializados. Estos se situaron en posiciones cíclicas muy distintas a finales de 1990 y comienzos de 1991, lo que les ha llevado a instrumentar políticas económicas de signo contrario.

En esta situación, la evolución de los tipos de interés se ha visto influida por la persistencia de ten-

siones de costes propias de la fase baja del ciclo económico y por las políticas monetarias primero expansivas, desde octubre de 1987 hasta la primavera de 1988, y posteriormente contractivas por la necesidad de contrarrestar, en la segunda parte de 1988 y en 1989, los efectos inflacionistas de aquella actuación. En términos generales, la distinta posición en el ciclo económico, durante los tres últimos años, de las economías de Estados Unidos y Alemania, situadas la primera en la fase recesiva del ciclo y la segunda en la parte final de la fase expansiva, impulsada por los efectos de la reunificación hasta fechas recientes, ha sido uno de los determinantes fundamentales del nivel de sus tipos de interés, bajos en Estados Unidos y elevados en Alemania.

Este fuerte desequilibrio de tipos de interés, y los subsiguientes problemas ligados a la creciente fortaleza del marco, fueron los desencadenantes de la crisis que están padeciendo los mercados financieros internacionales, en especial los europeos. Pero para explicar los problemas creados al resto de monedas del Sistema Monetario Europeo (SME) no ligadas al área del marco, es preciso añadir a estos factores las incertidumbres sobre la estabilidad del propio SME desatadas por el «no» en el referéndum danés y la tibia respuesta francesa a la ratificación de los acuerdos de Maastricht, junto a los desequilibrios de las economías de algunos países de la Comunidad. Las dificultades que la fortaleza del marco y sus elevados tipos de interés han impuesto a la instrumentación de políticas monetarias más expansivas en aquellos países comunitarios que deseaban impulsar sus economías (sumidas en una fuerte

recesión) muestran hasta qué punto un sistema cambiario dominado por una moneda impone restricciones a la evolución de los tipos de interés del resto de los países, sobre todo cuando sus economías están situadas en posiciones cíclicas divergentes y no se coordinan suficientemente las actuaciones de sus miembros.

En el caso de España, la mayor apertura al exterior experimentada por nuestra economía en los últimos años, y su creciente liberalización, han incrementado la influencia de los factores externos en la evolución de los tipos de interés, que 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, a su vez, 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 está integrando nuestro país. 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, aunque en principio la estabilidad del tipo de cambio implica renunciar a la estabilidad en los tipos de interés, de hecho se ha reducido la volatilidad registrada por éstos en los años precedentes.

En este trabajo, se ofrece una descripción de la evolución reciente de los tipos de interés en

España y en los principales países desarrollados, con especial mención a la Comunidad Europea, y un somero comentario de las causas y características más significativas de dicha evolución. Los datos recogen una selección de tipos nominales y ajustados de impuestos e inflación, referidos al período 1988-tercer trimestre de 1992. Los comentarios se circunscriben al período más reciente.

En el apartado II, se describe la evolución de los tipos de interés nominales. Tras repasar el contexto internacional (apartado II.1), se analiza la evolución de los tipos de interés nominales en los mercados españoles más significativos: mercados monetarios (apartado II.2.1), operaciones bancarias activas y pasivas con la clientela (apartado II.2.2) y mercados de valores (apartado II.2.3). El apartado III se dedica a presentar la evolución de los tipos de interés reales netos de impuestos, lo que permite realizar comparaciones históricas e internacionales más homogéneas, que no son suficientemente significativas en el caso de los tipos nominales. Finalmente, en el apartado IV se subrayan y resumen los principales puntos tratados en los apartados II y III.

## **II. EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES NOMINALES**

### **1. Evolución internacional**

La evolución de los tipos de interés nominales a corto plazo en los grandes países industrializados (Estados Unidos, Japón y Alemania) ha estado marcada fundamentalmente por la posición de sus economías en el ciclo económico. Como consecuencia de ello, mientras que en Estados Uni-

dos la creciente debilidad de su economía ha estado arrastrando a la baja sus tipos de interés desde 1988, el elevado ritmo de crecimiento experimentado por Alemania durante esos años ha impulsado la subida generalizada de los suyos desde esas mismas fechas. En Japón, donde habían estado subiendo hasta la primavera de 1991, iniciaron el descenso cuando su economía comenzó a mostrar los primeros síntomas de debilidad.

El comportamiento de los tipos a corto plazo en los países miembros del mecanismo de cambios del SME, dominado por el marco alemán, ha estado influenciado por las limitaciones impuestas por su pertenencia a dicho sistema cambiario y por las restricciones derivadas de los compromisos de convergencia exigidos por los acuerdos de Maastricht para entrar a formar parte de la unión monetaria. En este contexto, los tipos de interés de Alemania han constituido un «suelo», que ha mediatizado el curso observado por los tipos de interés en las restantes naciones, impidiendo descensos que algunos países, en especial Francia y el Reino Unido, hubiesen deseado alentar, dada la debilidad de sus economías.

Los tipos de interés nominales a largo plazo han descendido en todos los países desarrollados desde el verano de 1991. Esta tendencia, que proseguía a comienzos de 1992, se ha mantenido en los casos de Estados Unidos, Japón y Alemania, pero se frenó en los meses de febrero y marzo de 1992 en la mayor parte de los países industrializados, y se ha convertido en subida desde el segundo trimestre de 1992 en la mayoría de los países de la Comunidad Europea, con excepción del Reino Unido.

Considerando la evolución por países (véanse el cuadro n.º 1 y los gráficos 1 y 2), Estados Unidos, a pesar de que se enfrentaba a una fuerte presión inflacionista, derivada del aumento del precio del petróleo, ocasionado por la guerra del Golfo, y de la elevación de los costes laborales, optó, en la segunda mitad de 1990, por relajar su política monetaria a medida que se hacía más evidente el deslizamiento de su economía hacia la recesión. La mejora de la inflación a lo largo de 1991 permitió a la Reserva Federal mantener una política monetaria distendida, con sucesivos descensos de los tipos de interés, que han continuado hasta el mes de septiembre de 1992. Los tipos de los préstamos interbancarios, situados por encima del 10 por 100 en marzo de 1989, descendieron hasta el 8 por 100 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 3 por 100, casi la mitad de 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 éstos. 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 razonable comportamiento de los agregados monetarios y en una reducción del crecimiento de su economía.

La evolución de los tipos de interés en los principales países de la Comunidad ha respondido, en parte, a las diferentes políticas monetarias y fiscales instrumentadas por ellos en función de su situación relativa en el ciclo económico, sin olvidar la importancia de factores tales como el desbordamiento del déficit público, los rebotes inflacionistas, los esfuerzos por reducir el diferencial de inflación con el núcleo más estable de la Comunidad o las limitaciones impuestas por su pertenencia al Sistema Monetario Europeo.

A partir del primer trimestre de

CUADRO N.º 1  
TIPOS DE INTERES NOMINALES  
(Media anual)

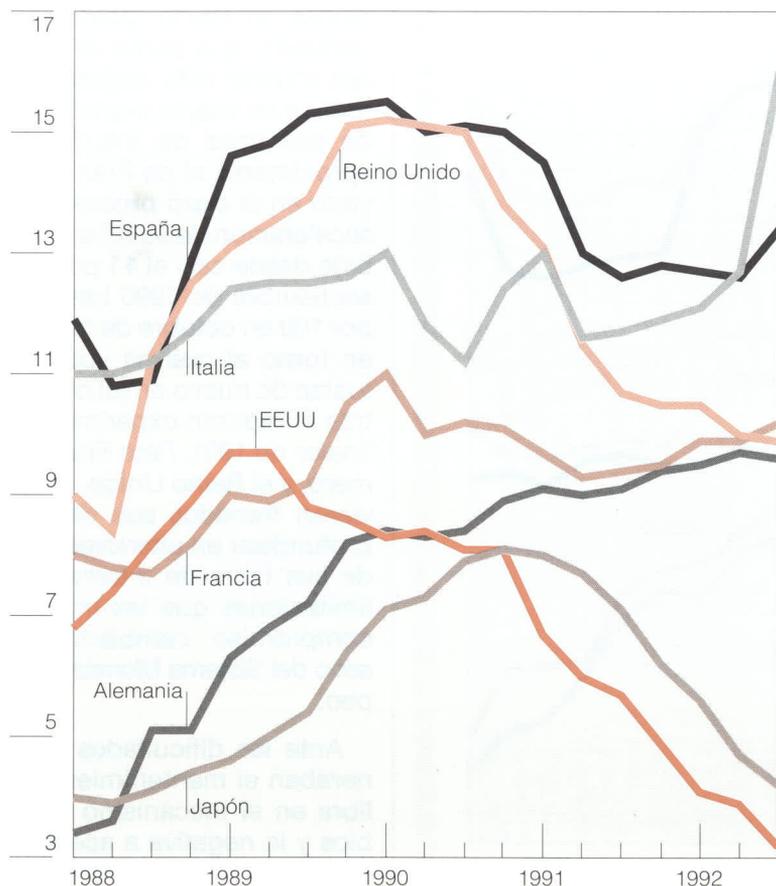
| A CORTO PLAZO (a)             |        |                         |                 |          |         |             |        |        |       |
|-------------------------------|--------|-------------------------|-----------------|----------|---------|-------------|--------|--------|-------|
|                               | España | SME<br>(Banda estrecha) | CE (sin España) | Alemania | Francia | Reino Unido | Italia | EE.UU. | Japón |
| 1988 .....                    | 11,7   | 6,2                     | 8,2             | 4,2      | 7,7     | 10,3        | 11,2   | 7,8    | 4,1   |
| 1989 .....                    | 15,0   | 9,5                     | 10,4            | 7,0      | 9,1     | 13,8        | 12,6   | 9,2    | 5,3   |
| 1990 .....                    | 15,2   | 10,3                    | 11,3            | 8,4      | 10,1    | 14,7        | 12,2   | 8,2    | 7,6   |
| 1991 .....                    | 13,2   | 10,3                    | 10,8            | 9,1      | 9,5     | 11,5        | 12,0   | 5,8    | 7,2   |
| 1992 (enero-septiembre) ..... | 12,9   | 10,8                    | 11,0            | 9,6      | 10,0    | 10,1        | 13,6   | 3,7    | 4,6   |
| A MEDIO-LARGO PLAZO (b)       |        |                         |                 |          |         |             |        |        |       |
|                               | España | SME<br>(Banda estrecha) | CE (sin España) | Alemania | Francia | Reino Unido | Italia | EE.UU. | Japón |
| 1988 .....                    | 11,8   | 6,7                     | 8,9             | 5,4      | 8,5     | 10,1        | 12,0   | 8,3    | 4,1   |
| 1989 .....                    | 13,6   | 9,7                     | 10,4            | 7,1      | 9,1     | 11,5        | 14,3   | 8,6    | 5,1   |
| 1990 .....                    | 14,6   | 10,7                    | 11,4            | 8,9      | 10,2    | 13,0        | 14,2   | 8,3    | 7,2   |
| 1991 .....                    | 12,6   | 10,1                    | 10,3            | 8,9      | 9,3     | 10,4        | 13,3   | 6,8    | 6,4   |
| 1992 (enero-septiembre) ..... | 12,3   | 9,9                     | 9,9             | 8,6      | 9,1     | 9,6         | 13,4   | 5,4    | 4,6   |

(a) Interbancario a tres meses.

(b) Rendimiento interno al vencimiento en el mercado secundario de la deuda pública con vida remanente de tres años. Se ha seleccionado este plazo por ser el más largo para el que se dispone de series históricas con datos homogéneos útiles para realizar comparaciones.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 26, cuadros 21 y 22.

**GRAFICO 1**  
**TIPOS DE INTERES NOMINALES**  
**A CORTO PLAZO (\*)**



(\*) Interbancario a tres meses.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España, cap. 26, cuadro 21.

1990, los países comunitarios, con la excepción de Alemania, llevaron a cabo una política monetaria más distendida como consecuencia de la atonía del ritmo del crecimiento de sus economías y de la mejora de sus equilibrios macroeconómicos.

Esta distensión sentó las bases para que se buscara una convergencia con los tipos de interés nominales de Alemania, situados en un nivel inferior. Pero la persistente elevación de los tipos de

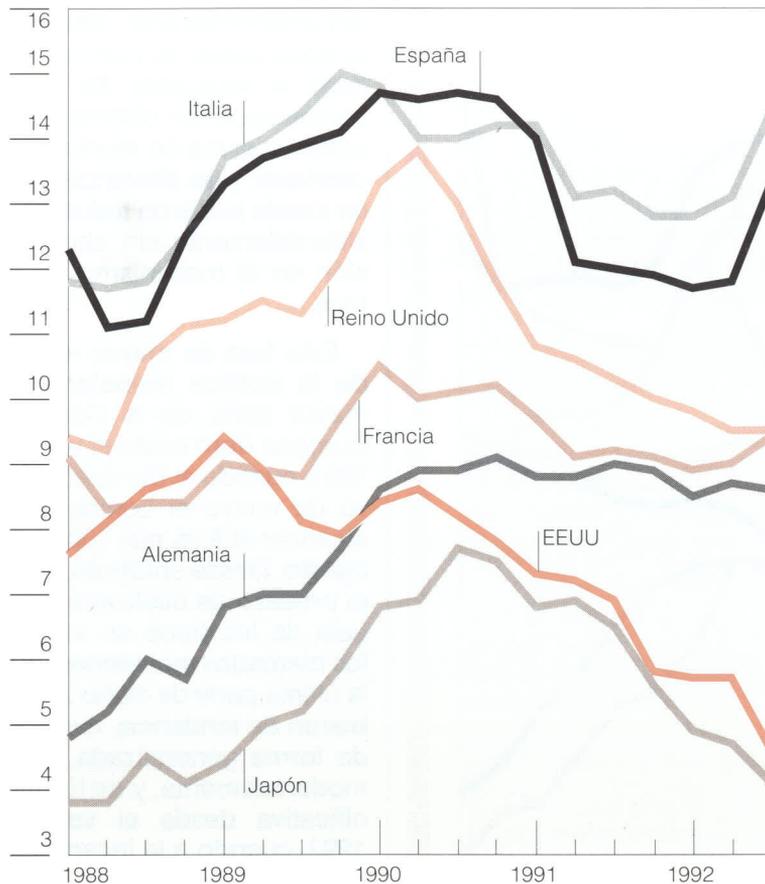
interés alemanes —que han continuado subiendo por cuarto año consecutivo, impulsados por la política monetaria restrictiva que exigían la posición de su economía en la fase expansiva del ciclo económico y las malas expectativas de evolución de sus precios—, a la vez que ayudaba a reducir los diferenciales de partida, constituía un obstáculo para avanzar en ulteriores descensos deseados por algunos países. Así, en noviembre de 1990, los compromisos cambiarios impidieron

a algunos países instrumentar una política monetaria más distendida ante la subida del tipo Lombard por el Bundesbank. En febrero de 1991, sin embargo, las circunstancias eran diferentes, y aunque subió de nuevo el Lombard, la respuesta del resto de países pudo ser distinta. 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 Europea duró hasta el verano de 1991, cuando el Bundesbank elevó de nuevo el Lombard hasta alcanzar el 9,25 por 100 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 dicho año cambiaron de tendencia, elevándose de forma generalizada, primero moderadamente, y de forma significativa desde el verano de 1992, cuando a la incertidumbre sobre el referendo comunitario al Tratado de Maastricht, provocada por el resultado negativo del referéndum danés, se unieron las dudas sobre el resultado del referéndum francés y las turbulencias desatadas por los desplazamientos de las diferentes monedas hacia el marco.

Alemania y España han sido los países que han practicado durante este período una política monetaria más 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

**GRAFICO 2**  
**TIPOS DE INTERES NOMINALES**  
**A MEDIO-LARGO PLAZO (\*)**



(\*) Bonos del Estado a tres años (véanse notas al cuadro n.º 1).  
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España, cap. 26, cuadro 22.

Francia, con un nivel de inflación estable en torno al 3 por 100 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 al de Francia, apoyado en el claro proceso de desaceleración de su inflación, que bajó desde casi el 11 por 100 en septiembre de 1990 hasta el 3,7 por 100 en octubre de 1991, nivel en torno al que ha vuelto a situarse de nuevo en julio de 1992, tras el repunte experimentado a finales de 1991. Pero 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.

Ante las dificultades que generaban el mantenimiento de la libra en el mecanismo de cambios y la negativa a aceptar una devaluación o una elevación de tipos de interés que deprimiese todavía más su economía, en septiembre de este año el Reino Unido ha optado por abandonar el SME, dejar flotar la libra a la baja y reducir sus tipos de interés. La permanencia en el mecanismo de cambios le ha supuesto a Francia una importante sangría de divisas para mantener la cotización del franco y una elevación de sus tipos de interés a corto, que ha finales de septiembre se situaban por encima del 13 por 100.

En cuanto a Italia, hay que señalar que practicó una política monetaria restrictiva, durante gran parte del período analizado, que no le permitió obtener

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, por el agravamiento de los déficit público y exterior, y por la decisión de perseverar en el esfuerzo de aproximación hacia la posición de los países mejor situados en la lucha por la estabilidad de pre-

cios, como se comentará en el apartado III.

En 1991, Francia y el Reino Unido mostraban una situación presupuestaria aceptable y una inflación controlada en el primer país y en proceso de control en el segundo, 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 el de la de sus tipos de interés fueron muy diferentes.

los objetivos deseados porque la permisividad presupuestaria hizo que la política fiscal aplicada contrarrestara sistemáticamente el impacto de la política monetaria. Sus tipos de interés se han mantenido en la parte alta de la banda respecto al resto de los países del Sistema Monetario Europeo, y han experimentado una subida adicional (a finales de septiembre el tipo interbancario a tres meses se situaba en el 17,7 por 100) tras los acontecimientos que han conmovido al SME en septiembre de 1992.

Los fuertes movimientos de desestabilización a los que están sometidos los mercados financieros europeos comenzaron en el mes de junio de 1992 con el «no» en el referéndum danés, se fueron profundizando posteriormente por el fortalecimiento del marco (al que se trasladaron primero los fondos que, ante la debilidad de la economía americana y sus bajos tipos de interés, abandonaban el dólar y, posteriormente, ante las dudas sobre el resultado del referéndum francés, los procedentes de las monedas más débiles del Sistema Monetario Europeo) hasta provocar, en el mes de septiembre, la salida del SME de la libra esterlina y de la lira, la devaluación de la lira y de la peseta, y el ataque al resto de monedas, sobre todo las no ligadas al área del marco alemán, incluido el franco francés.

Como consecuencia de estos hechos, los tipos de interés interbancarios a corto plazo han experimentado un significativo repunte en Francia, Italia y España, mientras que el Reino Unido, que abandonó la disciplina del mecanismo de cambios, los ha reducido a costa de aceptar una significativa depreciación del tipo de cambio de la libra.

## 2. Evolución de los tipos de interés nominales en España

### 2.1. Los tipos de interés nominales en los mercados monetarios

La política monetaria ha sido el instrumento más utilizado por las autoridades de nuestro país en la última década para intentar reducir los diferenciales de inflación con el núcleo de los países desarrollados. Como consecuencia de ello, los tipos de interés de los mercados en los que se negocian activos a corto plazo se han mantenido, generalmente, en niveles bastante elevados. Durante los años 1987 a 1989, los tipos de interés de los mercados monetarios mostraron una volatilidad elevada, registrando con frecuencia cambios de tendencia bruscos, que condujeron a subidas y reducciones muy fuertes en pocos meses del tipo de interés nominal de intervención del Banco de España y de los tipos nominales cotizados en los mercados interbancarios.

La relativa mayor estabilidad manifestada por los tipos de interés desde 1989 ha estado asociada, sin duda, a las nuevas condiciones a que se ha visto sometida la instrumentación de la política monetaria tras la liberalización progresiva de los controles de cambios y la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo.

Cuando la peseta entró en el SME, nuestro país se hallaba inmerso en un episodio de rebrote de la inflación, por lo que el firme compromiso de estabilidad que se adquiría con la aceptación de las reglas del sistema cambiario constituía la respuesta más apropiada a la pérdida de eficacia y credibilidad de la política mone-

taria en aquel momento. Aquella etapa se inició con una subida de los tipos de interés del *interbancario a tres meses*, que, tras alcanzar un máximo del 16 por 100 en diciembre de 1989, descendieron hasta el 15 por 100 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 por 100 en junio. Esta reducción del interbancario estuvo precedida por sucesivas bajadas del tipo de intervención del Banco de España, que pasó desde el 14 por 100 en febrero de 1991 hasta el 12,1 por 100 en julio. En este descenso, jugó un papel destacado la eliminación de retenciones para la deuda del Estado en poder de no residentes, que permitió la entrada de más de un billón de pesetas de inversiones extranjeras en deuda en esa primera parte del año. En esas fechas, las autoridades instrumentaron una política monetaria menos estricta, porque apreciaban una buena evolución de la inflación y percibían señales de una menor pulsación de la economía.

En la segunda parte del año, Francia hubiese deseado que se redujesen más nuestros tipos de interés, ya que la fortaleza de la peseta dificultaba reducir los suyos e instrumentar una política monetaria más distendida que ayudase a impulsar su economía. Al final, 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 alemán en agosto de 1991, 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 registraron ulteriores distensiones en la instrumentación de la política monetaria, por lo que los tipos de interés experimentaron un nuevo repunte siguiendo al resto de países del SME. 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 mecanismo de cambios.

Los tipos de interés del mercado interbancario a tres meses descendieron desde el 12,9 por 100 hasta el 12,5 por 100 entre enero y mayo de 1992. El proceso de descenso se frenó ya en marzo ante el nuevo repunte de los precios, y se transformó en subida tras el empeoramiento de los datos sobre déficit público y los acontecimientos que han impulsado la crisis registrada en los mercados financieros europeos mencionada en el apartado II. A finales de septiembre se situaban en torno al 15 por 100.

Los tipos de interés nominales de los *valores a corto plazo*, públicos y privados (véanse los cua-

dros n.ºs 2 y 3), presentaron un perfil similar al del interbancario de depósitos a tres meses entre 1988 y 1991, si se exceptúan los últimos meses de 1989 y primeros meses de 1990, en los que las letras del Tesoro se distanciaron a la baja más de lo habitual. Esta desviación fue consecuencia de la decisión del Tesoro de mantener sus tipos estables en una situación de tipos de mercado al alza, en la que había cubierto sus necesidades de financiación. El alejamiento de los tipos de mercado tuvo como resultado una suscripción neta negativa de títulos públicos en los tres últimos meses de 1989 y el surgimiento de dificultades para la instrumentación de la política monetaria con operaciones de mercado abierto en ese período. En general, las letras del Tesoro se han situado en torno a 1 punto

CUADRO N.º 2

TIPOS DE INTERES NOMINALES. ESPAÑA  
(Media anual)

|                                                              | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 (a) |
|--------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|----------|
| <b>MERCADOS MONETARIOS</b>                                   |      |      |      |      |      |          |
| — Interbancario a tres meses .....                           | 15,8 | 11,7 | 15,0 | 15,2 | 13,2 | 12,9     |
| — Letras del Tesoro a un año .....                           | 14,3 | 10,8 | 13,6 | 14,2 | 12,5 | 12,1     |
| — Pagarés de empresa a un año .....                          | 13,5 | 11,1 | 14,0 | 15,1 | 13,1 | 12,8     |
| <b>OPERACIONES BANCARIAS CON LA CLIENTELA</b>                |      |      |      |      |      |          |
| Activas:                                                     |      |      |      |      |      |          |
| — Créditos preferenciales a empresas (b) .....               | 16,4 | 15,8 | 14,1 | 14,6 | 14,0 | 13,4     |
| — Créditos de uno a tres años (a) .....                      | 15,9 | 15,2 | 16,4 | 17,5 | 16,5 | 15,6     |
| Pasivas:                                                     |      |      |      |      |      |          |
| — Cuentas corrientes .....                                   | 7,5  | 7,2  | 8,1  | 10,2 | 9,6  | 8,4      |
| — Depósitos uno-dos años (a) .....                           | 9,1  | 9,2  | 9,7  | 11,0 | 10,9 | 10,0     |
| — Cesiones temporales de letras del Estado a tres meses      | 14,7 | 10,7 | 12,6 | 13,3 | 12,0 | 11,3     |
| <b>MERCADOS DE VALORES</b>                                   |      |      |      |      |      |          |
| — Deuda del Estado (a más de dos años) (c) .....             | 13,5 | 11,7 | 13,4 | 14,5 | 12,5 | 12,8     |
| — Obligaciones eléctricas sin bonificación a más de dos años | 15,3 | 12,3 | 13,4 | 14,6 | 12,6 | 12,0     |

(a) Media enero-septiembre en el caso de los mercados monetarios y de valores, y media enero-agosto en el caso de las operaciones bancarias con la clientela.

(b) En 1987, tipos nominales; desde 1988, tipo efectivo anual equivalente.

(c) Tipo de rendimiento interno en el mercado secundario de anotaciones de deuda pública.

Fuente: Boletín Estadístico y Cuentas financieras de la economía española del Banco de España.

CUADRO N.º 3

**ESPAÑA**  
**TIPOS DE INTERES NOMINALES EN LOS MERCADOS MONETARIOS**  
**(Media trimestral)**

|                                               | 1990 |      |      |      | 1991 |      |      |      | 1992 |      |         |
|-----------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|
|                                               | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III (a) |
| Tipo de intervención del Banco de España: (b) | 14,5 | 14,6 | 14,6 | 14,7 | 14,4 | 13,1 | 12,7 | 12,6 | 12,6 | 12,4 | 12,9    |
| Interbancario a tres meses                    | 15,5 | 15,0 | 15,1 | 15,0 | 14,5 | 13,0 | 12,6 | 12,7 | 12,7 | 12,5 | 13,5    |
| Letras del Tesoro a un año                    | 13,4 | 14,4 | 14,4 | 14,4 | 13,9 | 12,0 | 12,0 | 11,6 | 11,6 | 11,7 | 12,0    |
| Pagarés empresa a un año                      | 14,9 | 15,1 | 15,2 | 15,4 | 14,6 | 12,6 | 12,5 | 12,7 | 12,5 | 12,5 | 13,5    |
| Operaciones con pacto de recompra:            |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Letras del Tesoro a tres meses                | 12,7 | 13,0 | 13,0 | 13,2 | 13,1 | 11,5 | 11,5 | 11,4 | 11,3 | 11,2 | 11,4    |
| Deuda del Estado a un mes                     | 13,1 | 13,2 | 13,1 | 13,3 | 13,1 | 11,7 | 11,4 | 11,5 | 11,3 | 11,3 | 11,7    |

(a) El dato de las letras del Tesoro y el de las operaciones con pacto de recompra recoge sólo la media de julio y agosto.

(b) Hasta mayo de 1990, tipo medio de la subasta de préstamos de regulación monetaria; desde dicha fecha, tipo medio de la subasta decenal con certificados del Banco de España.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

por debajo del interbancario y de los pagarés de empresa. Estos últimos se han movido durante casi todo el período 1988-1992 (primer semestre) ligeramente por debajo del interbancario de depósitos a tres meses, y sólo superaron a éste muy ligeramente entre mayo de 1990 y febrero de 1991, debido a los efectos de las restricciones administrativas del crédito instrumentadas en esa etapa por las autoridades.

*2.2. Tipos de interés de las operaciones activas y pasivas de las entidades de depósito con la clientela*

A lo largo de la última década, se ha ido difuminando la especialización que las diferentes entidades de depósito habían mantenido en sus operaciones con la clientela, forzadas en parte por anteriores regulaciones administrativas que limitaban su libre actuación, y se han ido homogeneizando las operaciones realizadas por aquéllas.

Esta homogeneización ha contribuido a aproximar la evolución de sus tipos de interés activos y pasivos, que se ha visto influenciada recientemente por múltiples factores que han ayudado a mejorar la interconexión entre los mercados monetarios en los que actúa el Banco de España y los mercados de créditos y depósitos de dichas instituciones. En concreto, la liberalización de los tipos de interés a corto plazo, el desarrollo de los mercados de letras del Tesoro y de deuda del Estado, el progresivo dismantelamiento de los coeficientes de caja e inversión, y la mayor transparencia y publicidad de los tipos de interés aplicados por las instituciones, han mejorado los niveles de competencia por la captación de fondos, y con ellos la más fluida transmisión de efectos de la política monetaria.

Todavía perduran, sin embargo, algunas diferencias significativas en la estructura de los balances de la banca y las cajas que hacen a la banca más sensi-

ble que las cajas a las variaciones de los tipos de interés de los mercados monetarios. En efecto, cuando la autoridad monetaria endurece la política monetaria y eleva los tipos de interés de intervención, la consiguiente reacción al alza del mercado interbancario afecta de modo opuesto a la banca y a las cajas. La banca, sobre todo la extranjera, tomadora neta de fondos, ve incrementarse el coste de su financiación, que debe transmitir a sus operaciones activas para mantener sus márgenes. Las cajas, por el contrario, prestamistas netas en el mercado interbancario, incrementan en esas circunstancias el rendimiento de sus depósitos interbancarios, lo que les sirve de colchón para compensar el subsiguiente encarecimiento de sus pasivos, sin necesidad de tener que trasladar al resto de sus inversiones crediticias, en una primera etapa, dicha elevación de tipos.

Pasando al análisis pormenorizado por instrumentos, en el

cuadro n.º 4 se presenta una selección de los principales indicadores del tipo de interés de las operaciones activas y pasivas de las entidades bancarias con el sector privado. Entre las primeras, se incluye el tipo preferencial aplicado en las operaciones a corto plazo con los mejores clientes, el tipo variable revisable mensualmente y el tipo de los créditos de uno a tres años. Como indicadores de las operaciones pasivas, se han seleccionado el tipo de interés de las cuentas corrientes, por la especial significación que ha cobrado en los últimos años, el tipo de los depósitos de uno a dos años, donde se sitúan el grueso de las imposiciones a plazo, y el tipo de las cesiones temporales de letras y deuda del Estado con compromiso de recompra.

En términos generales, se pue-

de afirmar que se ha mantenido el margen de intereses entre créditos y depósitos en torno a 5 puntos porcentuales, si bien este margen se ha ampliado hasta 7 puntos de forma coyuntural en las fases de mayor tensión de la política monetaria.

Por lo que respecta a los *tipos pasivos*, es necesario comentar el comportamiento especial de las *cuentas corrientes* en este período. A finales de 1989, la banca comenzó a otorgar una creciente importancia a la captación de fondos a través de cuentas corrientes de alta remuneración, en lo que se denominó «la guerra del pasivo», iniciada por el Banco de Santander. Apoyados en la elevación de sus tipos de interés y en fuertes campañas publicitarias planeadas para comercializar este nuevo producto financiero, los saldos en cuenta corriente ex-

perimentaron un crecimiento espectacular en 1990 (37 por 100) y continuaron creciendo en 1991, aunque a un ritmo mucho más pausado.

El apoyo prestado por el incremento de la remuneración fue muy importante. Los tipos de interés medios aplicados aumentaron en casi 4 puntos porcentuales entre noviembre de 1989 y junio de 1990, período en el que pasaron del 6,8 al 10,7 por 100. Hay que tener en cuenta que no se publica información oficial del tipo de interés medio de las denominadas «supercuentas», y que los datos utilizados en este trabajo se refieren al tipo medio de las cuentas corrientes, media en la que se eliminan las cuentas de tesorería no remuneradas o remuneradas a tipos simbólicos.

La persistencia de la subida re-

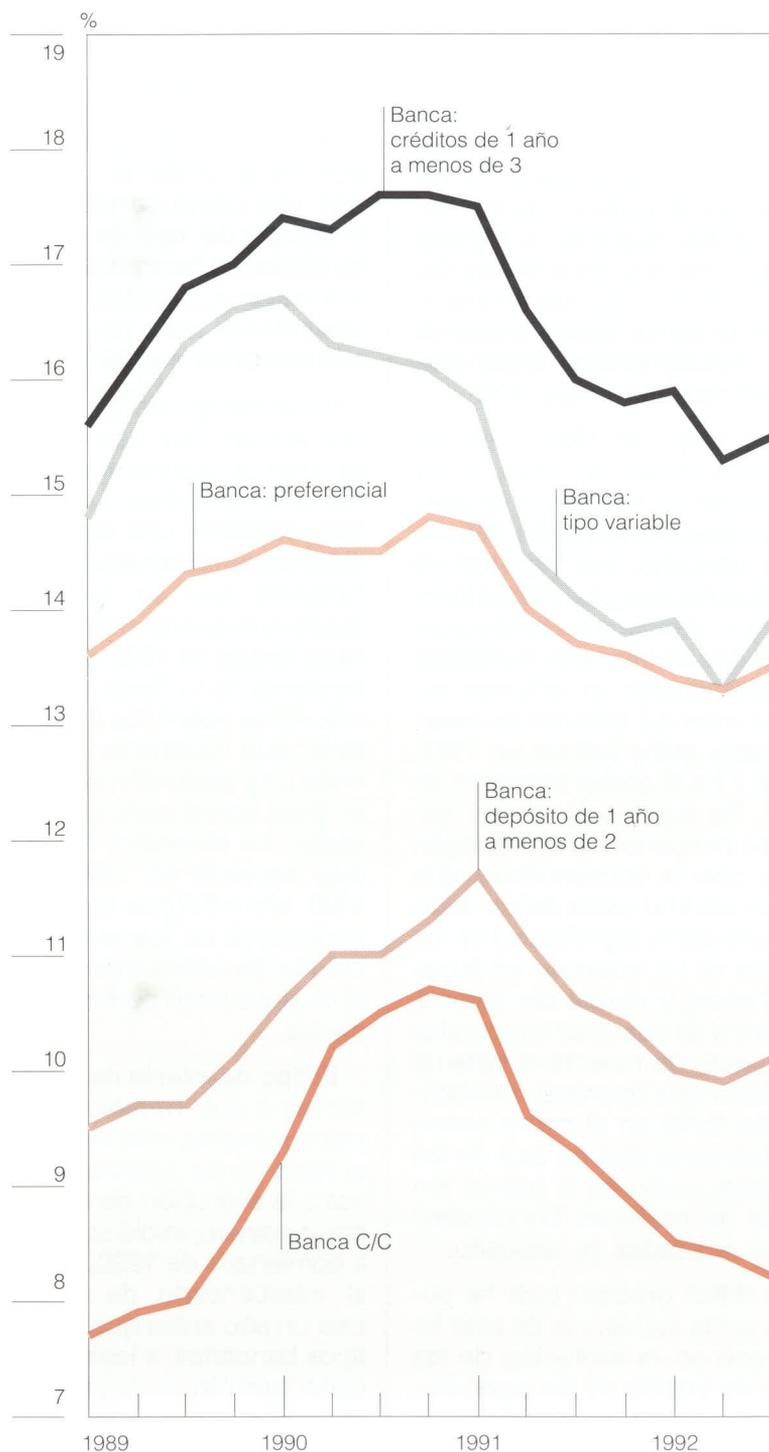
CUADRO N.º 4  
ESPAÑA  
TIPOS DE INTERES DE LAS OPERACIONES ACTIVAS Y PASIVAS  
DE LAS ENTIDADES DE DEPOSITO CON LA CLIENTELA  
(Media trimestral)

|                                   | 1990 |      |      |      | 1991 |      |      |      | 1992 |      |         |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|
|                                   | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III (*) |
| <b>OPERACIONES ACTIVAS</b>        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
| <b>Banca:</b>                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Preferencial .....                | 14,6 | 14,5 | 14,5 | 14,7 | 14,7 | 14,0 | 13,7 | 13,6 | 13,4 | 13,3 | 13,5    |
| Tipo variable de referencia ..... | 16,7 | 16,3 | 16,2 | 16,1 | 15,8 | 14,5 | 14,1 | 13,8 | 13,9 | 13,3 | 13,9    |
| Créditos: uno a tres años .....   | 17,4 | 17,3 | 17,6 | 17,6 | 17,5 | 16,6 | 16,0 | 15,8 | 15,9 | 15,3 | 15,5    |
| <b>Cajas:</b>                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Créditos: uno a tres años .....   | 17,4 | 17,4 | 17,3 | 17,6 | 17,5 | 16,7 | 15,9 | 15,7 | 15,7 | 15,4 | 15,5    |
| <b>OPERACIONES PASIVAS</b>        |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
| <b>Banca:</b>                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Cuentas corrientes .....          | 9,3  | 10,2 | 10,5 | 10,7 | 10,6 | 9,6  | 9,3  | 8,9  | 8,5  | 8,4  | 8,2     |
| Depósitos: uno a dos años .....   | 10,6 | 11,0 | 11,0 | 11,3 | 11,7 | 11,1 | 10,6 | 10,3 | 10,0 | 9,9  | 10,1    |
| <b>Cajas:</b>                     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |         |
| Depósitos: uno a dos años .....   | 10,3 | 10,6 | 10,7 | 10,7 | 10,9 | 10,7 | 10,2 | 10,2 | 10,2 | 10,2 | 10,1    |

(\*) Datos referidos a los meses de julio y agosto, excepto en el caso del tipo preferencial, que incluye también septiembre.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

**GRAFICO 3**  
**TIPOS DE INTERES DE OPERACIONES**  
**BANCARIAS CON LA CLIENTELA**



Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

flejada por los tipos de interés de las cuentas corrientes en la primera parte de 1991, cuando el tipo de interés del mercado interbancario estaba descendiendo, se explica en parte por la progresiva incorporación de entidades bancarias a este proceso. Muchas de ellas retrasaron la comercialización de estos activos por las reticencias que experimentaban ante los efectos que implicaba para su cuenta de resultados la contaminación a una parte significativa de sus cuentas corrientes tradicionales y a sus depósitos a plazo de este incremento en la remuneración. Otras, no obstante, persistieron en esta política, ya que los tipos de interés del mercado interbancario mostraban niveles suficientemente elevados para hacer atractiva la captación de fondos en cuentas corrientes de alta remuneración. A lo largo de 1991 y en los meses transcurridos de 1992, el tipo de interés de las cuentas corrientes bancarias ha estado bajando, pero se mantiene todavía 1,5 puntos por encima del nivel que tenía en noviembre de 1988.

Las cajas de ahorros no reaccionaron durante 1989 a la competencia de la banca en este campo, y apenas subieron un punto el tipo de interés de las cuentas corrientes entre febrero y julio de 1990, retornando en 1991 a niveles previos a los vigentes al inicio de la denominada guerra del pasivo. Las cajas de ahorros continuaron promocionando las cuentas de ahorro, que constituyen su especialización, mediante sorteos y diversos premios en especie, y perdieron cuota de mercado en el período de auge de las supercuentas bancarias.

El episodio de las supercuentas, fruto de la liberalización total de los tipos de interés a corto

plazo, constituye un avance en el proceso de interconexión de los mercados de pasivos bancarios con el resto de mercados de dinero, y ha servido para mejorar los canales de transmisión de efectos de la política monetaria.

Un segundo factor que ha ayudado a potenciar dicha interconexión ha sido el desarrollo de los mercados de deuda pública. A pesar de que un porcentaje muy elevado de las letras del Tesoro y de los bonos y obligaciones del Estado se han colocado en el público mediante operaciones de cesión temporal con compromiso de recompra de las entidades de depósito (lo que otorga a éstas un cierto margen de maniobra frente a las actuaciones de la autoridad monetaria), no cabe duda de que el elevado desarrollo adquirido por los mercados de deuda ha servido para romper el aislamiento en el que se habían movido hasta casi el final de los años ochenta los depósitos bancarios, elevando el nivel de sensibilidad de su tipo de interés a la actuación de la autoridad monetaria.

En 1989 y 1990, los tipos de interés de *los depósitos de uno a menos de dos años* de la banca y de las cajas de ahorros experimentaron también una significativa subida, si bien menos acusada que la descrita en el caso de las cuentas corrientes. El nivel del tipo nominal de los depósitos de la banca pasó del 9,5 por 100 a comienzos de 1989 al 11,7 por 100 en enero de 1991, momento en el que inició su descenso, al igual que el resto de tipos pasivos, perdiendo 1,5 puntos porcentuales a lo largo de ese año. La presión ejercida sobre ellos por la elevada remuneración de las supercuentas propició que, a lo largo de 1990, se fuesen elevando más que los tipos de los

depósitos de las cajas de ahorros, hasta el punto de que, de mostrar diferenciales de sólo algunas décimas en los dos años precedentes, a finales de 1990 el diferencial entre los tipos nominales de los depósitos de la banca y de las cajas de ahorros llegó a ser de casi un punto. Este diferencial se redujo progresivamente a lo largo de 1991, a medida que se fue reduciendo la presión de las supercuentas, llegando a superar ligeramente los tipos de los depósitos de las cajas de ahorros a los de la banca desde finales de 1991. Actualmente se sitúan ambos en torno al 10 por 100.

A lo largo de 1991, y en los primeros meses de 1992, se ha producido un fenómeno de aparente desintermediación del sistema bancario. Las importantes ventajas fiscales que otorga la legislación vigente a las inversiones en fondos de inversión mobiliaria han desplazado un volumen superior a los 2,5 billones de pesetas hacia estos activos en 1991, y casi 2 en el primer semestre de 1992. Su incidencia en los balances bancarios no se ha registrado con la contundencia que harían esperar estos datos, dado que una parte significativa de los fondos se ha invertido en letras del Tesoro y deuda del Estado, en forma de compras temporales con pacto de reventa al sistema bancario que aparecen contabilizadas tanto en el activo (estos valores no se dan de baja de las carteras) como en el pasivo (en forma de cesiones temporales) de las entidades de depósito.

Es difícil precisar cuál ha podido ser la incidencia de este fenómeno en la evolución de los tipos de interés de las operaciones pasivas de las entidades de depósito, a pesar de que los tipos de interés de los depósitos de banca y de las cajas de ahorros

mostraron, en 1991, una tendencia a la baja bastante más moderada que la registrada por las propias cesiones temporales (1). Aunque la menor reducción del tipo de los depósitos podría interpretarse como una consecuencia de la competencia ejercida frente a ellos por los fondos de inversión mobiliaria, tal deducción no es evidente, ya que ha sido una pauta constante en la evolución del tipo de interés de los depósitos bancarios mantener una mayor estabilidad que la que presentan el resto de los activos que compiten con ellos.

En el campo de las *operaciones activas*, hay que resaltar el episodio de racionamiento de crédito al sector privado, instrumentado mediante una serie de medidas administrativas de carácter temporal que se prolongaron desde la segunda mitad de 1989 hasta finales de 1990. Dichas restricciones no tuvieron efectos significativos sobre los tipos de interés, que mostraron en ese período una evolución ascendente en línea con el resto de los mercados. La elevación fue mucho más acusada en 1989 que en 1990, año en el que la subida fue muy suave en los mercados de crédito de uno a tres años y en el de descuento comercial a tres meses.

El tipo de interés de las *operaciones a tipo variable*, revisable mensualmente, más sensible que el resto de las operaciones activas a la evolución de los mercados de dinero, inició su descenso a comienzos de 1990, siguiendo al interbancario de depósitos, casi un año antes que los demás tipos bancarios, a los que acompañó también en la caída generalizada que tuvo lugar en 1991. El descenso registrado en este período fue significativo, ya que pasó desde cotas próximas al 17

por 100, en las que se situaba a comienzos de 1990, hasta el nivel actual en torno al 14 por 100, habiendo alcanzado su nivel más bajo en abril de 1992 (13 por 100). Aunque no todos los créditos y préstamos a interés variable tienen el mes como período de revisión, éste es el plazo más usual. Actualmente, una cuarta parte de los créditos de la banca al sector privado no financiero de la economía, y un 16 por 100 de los que conceden las cajas, se otorgan a tipo variable.

El tipo de interés de los créditos bancarios *preferenciales* es el más estable de los pactados por las entidades de depósito. Presentó un perfil diferente al del tipo variable de referencia en 1990, y más acorde con el del resto de tipos bancarios. Tras la subida de algo más de un punto porcentual en 1989, se mantuvo relativamente estable, en torno al 14,5 por 100, durante los primeros nueve meses de 1990. Estabilidad que registró durante otro medio año, tras una ligera subida de 0,2 puntos en octubre de ese año. A partir de marzo de 1991, siguió en su descenso al resto

de tipos de interés del sistema, bajando más de 1,3 puntos entre esa fecha y marzo de 1992. Tras estabilizarse en ese nivel hasta junio, ha seguido al alza al resto de tipos, incrementándose una décima en julio y otra en septiembre. Como en la mayoría de los mercados, el descenso fundamental (0,9 puntos) se produjo entre marzo y junio de 1991.

Al comparar la evolución de los tipos de interés nominales de los depósitos y del crédito, se observa que aquéllos mostraron una mayor estabilidad y un mayor retraso en la subida cuando los tipos de interés iniciaron su ascenso en el verano de 1988. En efecto, comenzaron a elevarse seis meses después que los tipos de los créditos, en enero de 1989. Su descenso, por el contrario, se inició sin apenas retraso respecto al inicio del descenso de los tipos activos en enero-febrero de 1991. En consecuencia, el margen de intereses se amplió en los momentos de mayor tensión de la política monetaria.

Como ya se comentó al principio de este epígrafe, debido a

la progresiva igualación en la operativa de la banca y las cajas de ahorros, los tipos de interés aplicados por ambos tipos de instituciones se han ido equiparando para operaciones similares. Exceptuando el caso de las cuentas corrientes, en el que las diferencias fueron muy importantes por las razones que se han indicado antes, el diferencial del tipo de los depósitos de un año a menos de dos sólo fue significativo en la segunda parte de 1990 y primera de 1991 por la presión ejercida por el tipo de las supercuentas. En cuanto a las operaciones activas, los créditos de uno a tres años han mostrado un diferencial muy pequeño a lo largo del período analizado, y aunque el diferencial del tipo preferencial se mantuvo más de un punto por encima a favor de la banca a lo largo de 1989 y 1990, se redujo a menos de medio punto en 1991 y continúa siendo inferior a 0,4 puntos actualmente.

### 2.3. Tipos de interés a largo plazo

En el cuadro n.º 5, se ofrece información de la evolución de

CUADRO N.º 5  
ESPAÑA  
TIPOS NOMINALES DE INTERES A MEDIO Y LARGO PLAZO EN LOS MERCADOS DE VALORES  
(Media trimestral)

|                                                                  | 1990 |      |      |      | 1991 |      |      |      | 1992 |      |      |
|------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                                                                  | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III  | IV   | I    | II   | III  |
| Deuda del Estado:                                                |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| — a más de dos años .....                                        | 14,7 | 14,6 | 14,7 | 14,7 | 13,9 | 12,2 | 12,0 | 11,8 | 11,4 | 11,4 | 12,7 |
| — a más de cuatro años .....                                     | 14,2 | 14,3 | 14,5 | 14,4 | 13,7 | 12,0 | 11,8 | 11,7 | 11,3 | 11,2 | 12,5 |
| — a tres años .....                                              | —    | 14,6 | 14,7 | 14,6 | 14,0 | 12,1 | 12,0 | 11,9 | 11,7 | 11,8 | 13,3 |
| — a diez años .....                                              | —    | —    | —    | —    | —    | —    | —    | 11,4 | 10,9 | 11,0 | 12,2 |
| Obligaciones eléctricas a más de dos años sin bonificación ..... | 14,3 | 14,5 | 14,6 | 15,0 | 14,2 | 12,4 | 11,8 | 12,0 | 11,9 | 11,6 | 12,6 |

Fuente: Boletín Estadístico e Indicadores Económicos del Banco de España.

los tipos de interés más representativos negociados en los mercados a medio y largo plazo.

El primer comentario que es preciso hacer en este punto es que, durante los últimos veinte años, España ha carecido de un verdadero mercado de valores de renta fija que permitiera disponer de un indicador de tipos de interés a largo plazo.

Por un lado, en los años setenta y gran parte de los ochenta, la mayoría de las obligaciones de empresas no financieras admitidas a cotización en los mercados bursátiles ha estado bloqueada en las carteras de los suscriptores, como resultado de las distorsiones que comportó la aplicación del coeficiente de inversión de las cajas de ahorros. Respecto al mercado secundario de los valores colocados posteriormente fuera de coeficientes, el mercado de obligaciones eléctricas, el más importante y activo entre las empresas no financieras, ha estado mediatizado por los beneficios fiscales de los que generalmente han gozado sus emisores, y sólo a partir de 1991 parece haber iniciado un cierto despegue. En ese año, se sentaron las bases para un futuro desarrollo de mercados secundarios más eficientes de renta fija privada no financiera, con la entrada en funcionamiento del mercado organizado de renta fija AIAF y del mercado bursátil electrónico de renta fija, que todavía no mueven importes relevantes.

Por otro lado, el mercado de deuda pública tuvo carácter de administrado desde los años cuarenta hasta finales de los setenta, lo que le inhabilitaba para servir de tipo representativo para el resto de mercados financieros.

La revitalización de este mercado, puesto en marcha de

nuevo en 1977, no posibilitó en los primeros años la existencia de un mercado secundario profundo, al quedar bloqueada la mayor parte de la deuda en las carteras de los inversores, precio que debieron pagar los suscriptores por el disfrute de los beneficios fiscales que implicaba la desgravación por inversiones.

La puesta en marcha del mercado de deuda del Estado anotada en cuenta, en 1987, ha supuesto el desarrollo y consolidación de un mercado de renta fija eficiente y profundo, pero hasta fechas muy recientes —segunda parte de 1991— no ha existido un verdadero mercado a largo plazo, ya que la acusada preferencia por la liquidez de los inversores, tras el descalabro sufrido por sus rendimientos reales (negativos durante gran parte de los años setenta), y la incertidumbre de los agentes económicos respecto al control de la inflación y su duración no ha permitido su desarrollo. De hecho, en los últimos diez años, en los que se ha estado consolidando el mercado de deuda del Estado, la vida media de ésta se ha situado en torno a 1,5 años, si se considera el conjunto de las deudas emitidas a corto y largo plazo. Cuando se excluyen del cálculo los pagarés y letras del Tesoro, la vida media de la deuda negociable del Estado sólo ha superado los tres años, de forma intermitente, en 1980, 1985 y 1986, en los que alcanzó los 3,6, 3,8 y 3,7 años, y en el primer trimestre de este año, 1992, en que ha alcanzado los 3,3 años de vida media. Pero de nuevo en esta ocasión, tras la incertidumbre generada sobre el largo plazo por el empeoramiento de los desequilibrios internos de nuestra economía y por los problemas externos, ligados a la crisis del Sistema Monetario

Europeo, las preferencias de los inversores se han vuelto a inclinar por el corto plazo.

En estas circunstancias, es difícil hablar de tipos de interés a medio y largo plazo en nuestros mercados de valores, en los que el largo plazo sólo ha existido de forma marginal en la práctica, ya que las escasas emisiones realizadas a diez o más años han sido sólo testimoniales, y no ha existido un mercado amplio, profundo y eficiente a esos plazos hasta fechas recientes. El año pasado, el Estado emitió más de dos billones netos de pesetas en deuda a medio y largo plazo, frente a unos 300.000 millones en letras del Tesoro, algo que no ocurría desde 1986, cuando también los inversores optaron por el largo plazo. No obstante, es preciso señalar que las fuertes emisiones de deuda pública a diez años realizadas desde esa fecha respondieron más a la demanda de los no residentes que a la de los residentes.

El tipo de interés nominal de la deuda del Estado a más de dos años, tipo que puede considerarse como el más representativo del medio-largo plazo para el período analizado, 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 ya mencionada 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, descendieron de nuevo en los primeros meses

de 1992, presionados por la fuerte demanda ejercida sobre los plazos más largos por los no residentes, que apostaron por las ganancias de capital que esperaban que se derivaran de la convergencia exigida por los acuerdos de Maastricht.

Si se observa la evolución por plazos a lo largo de todo el período analizado, los tipos de interés de los plazos más cortos presentan un nivel más elevado, con un diferencial muchas veces superior a un punto entre los tipos de la deuda entre uno y dos años y el de la deuda a más de cuatro años, lo que confirma la permanente inversión de la curva de rendimientos por plazos, que ha mostrado casi siempre una pendiente negativa, indicadora de la existencia de unas expectativas casi permanentes de probables mejoras en la evolución de la inflación futura en la mayor parte del período.

Los tipos de interés nominales de las obligaciones eléctricas sin bonificación, a más de dos años, se han movido en niveles muy próximos a los de la deuda del Estado durante casi todo el período, ligeramente por debajo de ella hasta octubre de 1990 y ligeramente por encima desde entonces. Este comportamiento refleja, sin duda, el hecho de que, hasta esas fechas, la vida media de la deuda era inferior a la de las obligaciones eléctricas, lo que, dada la inversión de la curva de tipos por plazos, explicaría lo ilógico del nivel inferior mostrado por el tipo de las obligaciones eléctricas frente a la deuda del Estado, que tiene un menor riesgo.

### III. TIPOS DE INTERES REALES NETOS DE IMPUESTOS

Todos los comentarios que se han hecho en los epígrafes anteriores están referidos a los tipos de interés nominales. Pero si nos preguntamos si son éstos los tipos de interés relevantes para la toma de decisiones de los agentes económicos, la respuesta es que, aunque para inversiones de tipo coyuntural en activos a corto plazo los tipos de interés relevantes son los nominales, esto no es cierto para las operaciones a largo plazo, e incluso para las operaciones a corto de carácter permanente. Los tipos nominales percibidos y pagados por los prestamistas y prestatarios están sujetos a diferentes tratamientos fiscales, y tanto los rendimientos y costes como la recuperación y pago del principal de los fondos prestados se ven afectados por la inflación que tiene lugar entre el inicio y el final de los ingresos y los pagos realizados por prestamistas y prestatarios.

Como muestra de la importancia que tienen estos factores en los tipos de interés, basta considerar que, para un inversor con un tipo marginal del 56 por 100 en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, y teniendo en cuenta un nivel de inflación media anual en torno al 6 por 100, como la que está vigente actualmente, un rendimiento nominal de la deuda del Estado del 12 por 100 significa un tipo de interés efectivo negativo del orden del  $-0,7$  por 100 (2), tras restar la inflación al rendimiento neto de impuestos.

Los tipos nominales negociados en los mercados incluyen, además de la remuneración real del capital exigida por los inversores, las expectativas de infla-

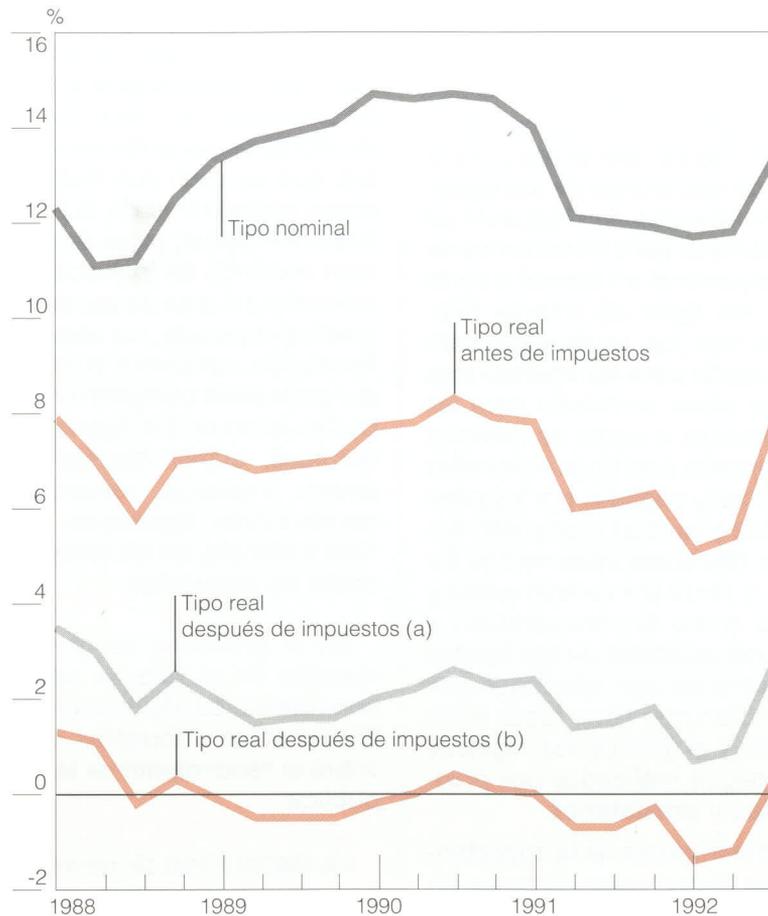
ción de éstos, el impacto fiscal en los rendimientos o costes de los activos o pasivos financieros considerados y una prima de riesgo añadida como consecuencia de ser la estimación de la inflación una variable no observable y, por tanto, sujeta a errores de previsión. Por tanto, los tipos de interés reales antes de impuestos, que se usan con frecuencia como indicadores de la rentabilidad del capital, y que se aproximan restando de los tipos nominales alguna tasa de variación de precios esperada, no ofrecen información suficiente para abordar un análisis completo del comportamiento de los agentes económicos, cuyas decisiones de ahorro, inversión, cartera o endeudamiento dependen, en última instancia, de los tipos reales netos de impuestos.

En el gráfico 4, se ofrece un ejemplo en el que se perciben con nitidez los efectos que la inflación y los impuestos ejercen sobre el rendimiento de la deuda pública.

La elaboración de series de tipos de interés reales presenta grandes dificultades a causa de la gran variedad de supuestos para los que pueden calcularse:

- 1) En primer lugar, es difícil seleccionar en los mercados instrumentos representativos de los que se disponga de información relativamente homogénea si queremos compararlos a escala internacional (en este caso se han elegido: *a*) el interbancario a tres meses como tipo representativo del corto plazo; *b*) la deuda del Estado a tres años como representativa del medio-largo plazo, ya que en España no hay series largas a plazos largos, y *c*) el tipo preferencial como ejemplo de créditos bancarios).

**GRAFICO 4**  
**TIPOS DE INTERES NOMINALES Y REALES**  
**Deuda del Estado a tres años**



(a) Renta media-alta (véase nota del cuadro n.º 6).  
 (b) Renta alta (tipo marginal máximo) (véase nota del cuadro n.º 6).

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del *Boletín Estadístico* del Banco de España, INE y BOE.

referidos a tipos *ex-post*; es decir, obtenidos restando a los nominales netos de impuestos la inflación observada en el período, y no la esperada. Como media de la inflación, se utiliza la tasa de variación de los doce últimos meses, y como deflactor, el IPC. Estos tipos *ex-post* reflejan, pues, cuál ha sido la rentabilidad obtenida o el coste pagado, en términos efectivos, en los mercados analizados.

En el gráfico 5, referido a España, puede apreciarse el efecto de la fiscalidad en los casos del tipo de interés interbancario a tres meses, del tipo preferencial pagado a los bancos por las empresas más solventes y del rendimiento de la deuda del Estado a medio y largo plazo; esta última bajo dos supuestos de presión fiscal: renta media-alta y renta alta (3). Estos ejemplos se pueden ampliar al caso del pago de un préstamo hipotecario para vivienda o al pago de un crédito por parte de una empresa. Basta aplicar, en uno u otro caso, los efectos positivos o negativos que ejercen los impuestos correspondientes en cada uno y seleccionar el deflactor apropiado para el prestamista y el prestatario.

Además, antes de seguir adelante, es preciso señalar que los tipos de interés reales sobre los que se establece el análisis comparativo con otros países son los correspondientes a los tipos nacionales; es decir, los vigentes en cada país para los residentes en él.

Vistos en perspectiva histórica, los tipos de interés reales netos de impuestos fueron claramente negativos en España durante casi toda la década de los años setenta y en la primera parte de los años ochenta (4). A partir de 1986, se hacen positivos tanto a

2) En segundo lugar, hay que investigar el tratamiento fiscal de cada instrumento, así como el que corresponde al prestamista o al prestatario, según desee actualizarse el rendimiento o el coste de éste.

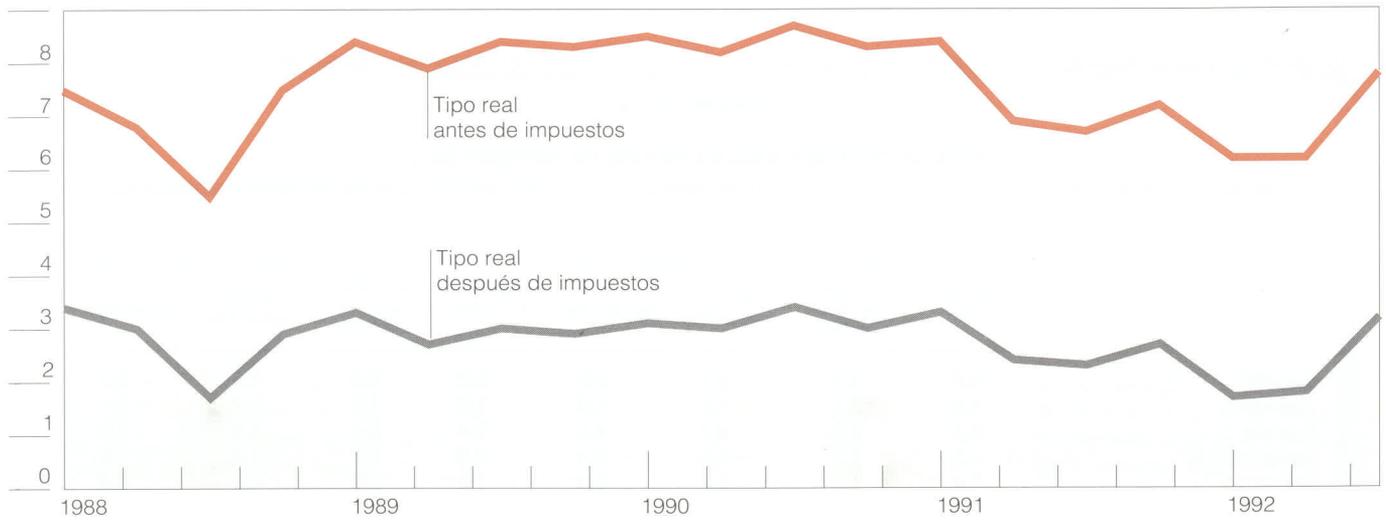
3) Pero, una vez obtenidos los tipos nominales netos de impuestos, el cálculo de los tipos reales a partir de los nominales no es una operación sencilla que pueda llevarse a cabo utilizando

criterios aceptados unánimemente. Por el contrario, son muchos los problemas asociados con la determinación de los tipos reales. Entre ellos, cabe destacar: a) la elección de tipos *ex-ante*, estimando la inflación esperada, o *ex-post*; b) la tasa de variación de la inflación utilizada y el método de su estimación, y c) la elección del deflactor apropiado en cada caso.

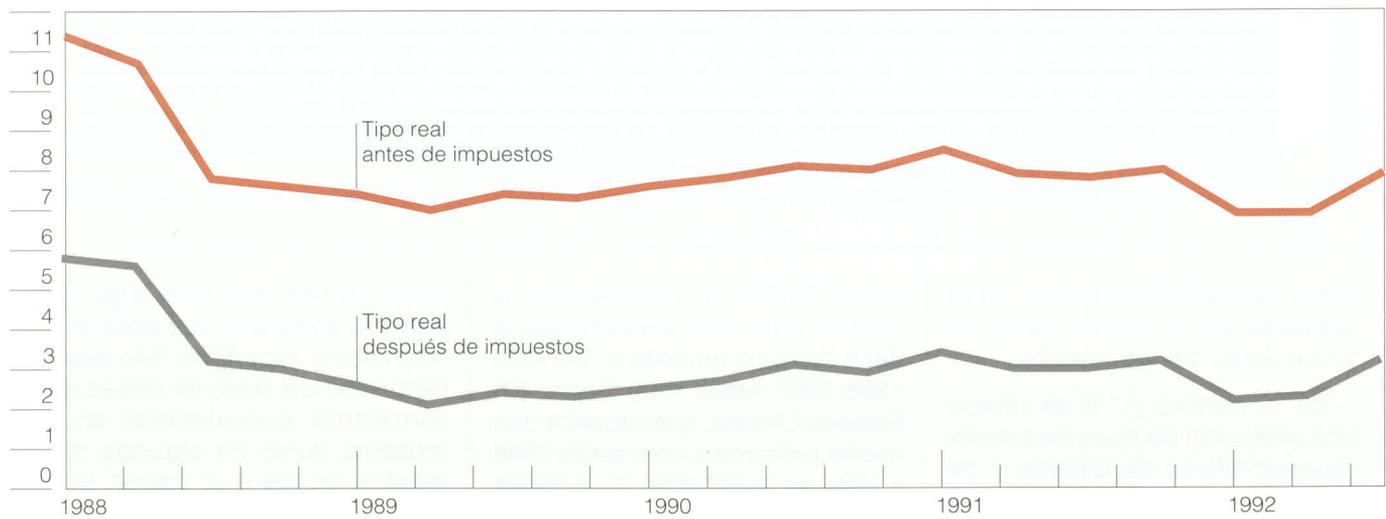
En este trabajo, los datos están

**GRAFICO 5**  
**TIPOS DE INTERES REALES NETOS DE IMPUESTOS. ESPAÑA**  
**(En porcentaje)**

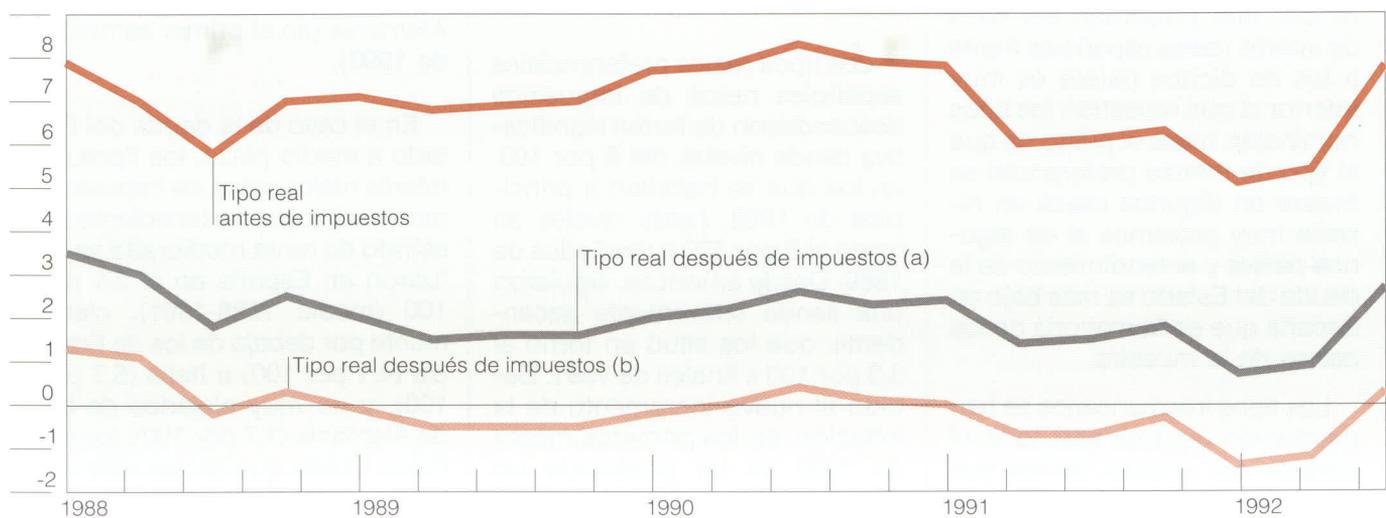
**INTERBANCARIO A 3 MESES**



**PREFERENCIAL**



**DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO**



(a) Renta media alta. (b) Renta alta.

Fuente: Elaboración propia a partir del Boletín Estadístico del Banco de España, INE y BOE.

CUADRO N.º 6

TIPOS DE INTERES REALES NETOS DE IMPUESTOS (\*)

|                      | M E D I A 1 9 8 8 - 1 9 9 1 |                                                       |                           |              | 1 9 9 2                    |                                                       |                           |              |
|----------------------|-----------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------|--------------|----------------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------|--------------|
|                      | Interbancario<br>a 3 meses  | Créditos pre-<br>ferenciales a<br>empresas<br>(banca) | Deuda del Estado a 3 años |              | Interbancario<br>a 3 meses | Créditos pre-<br>ferenciales a<br>empresas<br>(banca) | Deuda del Estado a 3 años |              |
|                      |                             |                                                       | Rentas<br>medias-altas    | Rentas altas |                            |                                                       | Rentas<br>medias-altas    | Rentas altas |
| España .....         | 2,9                         | 3,2                                                   | 2,1                       | 0,0          | 2,2                        | 2,6                                                   | 1,5                       | - 0,7        |
| Alemania .....       | 1,2                         | 2,1                                                   | 1,7                       | 1,0          | 1,0                        | 1,9                                                   | 0,7                       | - 0,1        |
| Francia .....        | 2,4                         | 2,9                                                   | 4,1                       | 4,1          | 3,4                        | 3,4                                                   | 4,4                       | 4,4          |
| Reino Unido .....    | 1,2                         | 1,3                                                   | - 0,3                     | - 0,4        | 2,8                        | 2,9                                                   | 1,8                       | 1,8          |
| Italia .....         | 0,4                         | 1,0                                                   | 5,7                       | 3,9          | 1,8                        | 2,0                                                   | 6,2                       | 6,2          |
| Estados Unidos ..... | 0,0                         | 1,2                                                   | 0,9                       | 0,9          | - 0,8                      | 0,8                                                   | 0,7                       | 0,8          |
| Japón .....          | 0,5                         | 0,4                                                   | 2,2                       | 2,2          | 0,2                        | 0,5                                                   | 1,7                       | 1,7          |

(\*) El método de cálculo empleado y el tratamiento fiscal de los diferentes países, así como sus fuentes, puede encontrarse en el artículo «Evolución reciente de los tipos de interés netos de impuestos en los países industrializados. Comparación con España», de Eduardo Fernández y Jesús Saa, en *Boletín Económico* del Banco de España, diciembre 1989. Para el cálculo de los datos del cuadro n.º 6, se han actualizado aquellos parámetros a partir de la información de «TAX NEWS SERVICE. International Bureau of Fiscal Documentation». Dada la complejidad de las situaciones posibles, ha sido necesario realizar múltiples supuestos, intentando que las comparaciones resulten lo más homogéneas posible. En el caso del rendimiento de la deuda del Estado para personas físicas, se ha considerado como renta media-alta en el caso de España, a la situada en el tramo sujeto a un tipo marginal del 38 por 100 en 1991 y 1992; como renta alta, la sujeta al tipo marginal más alto —es decir, el 56 por 100— en 1991 y 1992. Las bases imponibles de años anteriores están ajustadas por el crecimiento anual de los salarios medidos a través del tipo medio resultante de los convenios colectivos de cada año. Para el resto de los países, se han aplicado los tipos impositivos marginales correspondientes a unas rentas equivalentes en poder adquisitivo a las de España.

corto como a largo plazo, en el contexto de un menor ritmo de crecimiento de los precios.

En el cuadro n.º 6 se ofrece una selección de tipos de interés representativos de España y de algunos de los principales países desarrollados. En estos datos, se aprecia claramente que el diferencial que presentan los tipos de interés reales españoles frente a los de dichos países es muy inferior al que muestran los tipos nominales, hasta el punto de que el tipo de interés preferencial se mueve en algunos casos en niveles muy próximos al de algunos países y el rendimiento de la deuda del Estado es más bajo en España que en la mayoría de los países de la muestra.

Los tipos interbancarios se han mantenido durante casi todo el período por encima de los que presentan los demás países, y sólo en 1991 y 1992 los superaron los franceses; Alemania y el

Reino Unido se mantuvieron a más de un punto de diferencia, e Italia registró durante el período 1988-1991 tasas muy bajas. En Estados Unidos, que muestra una media próxima a cero entre 1988 y 1991, se registraron tipos reales netos de impuestos negativos en 1991, y también están siendo negativos en 1992.

Los tipos reales preferenciales españoles netos de impuestos descendieron de forma significativa desde niveles del 6 por 100, en los que se hallaban a principios de 1988, hasta niveles en torno al 2 por 100 a mediados de 1989. Desde entonces, siguieron una senda suavemente ascendente, que los situó en torno al 3,3 por 100 a finales de 1991. Debido al nuevo incremento de la inflación, en los primeros meses de 1992 se ha producido un nuevo cambio de tendencia, que redujo su nivel por debajo del 2 por 100, situándose actualmente

en el 2,2 por 100. A lo largo del período analizado, los tipos preferenciales españoles han superado a los del resto de países desarrollados considerados en la muestra, salvo en algunos momentos en los que fueron inferiores a los de Francia (desde la segunda mitad de 1989 hasta finales de 1991), e incluso a los de Alemania (en el primer semestre de 1990).

En el caso de la deuda del Estado a medio plazo, los tipos de interés reales netos de impuestos para inversores pertenecientes al estrato de renta medio-alto se situaron en España en el 2,1 por 100 (media 1988-1991), claramente por debajo de los de Francia (4,1 por 100) e Italia (5,7 por 100), y no muy alejados de los de Alemania (1,7 por 100); los del Reino Unido, que habían sido negativos entre 1988 y 1991, debido a las altas tasas de inflación registradas en ese país, se situaron

en el 1,9 por 100 a finales de 1991, muy próximos a los españoles, a los que han superado en los dos primeros trimestres de 1992. El rendimiento efectivo para inversores con niveles de renta correspondientes al estrato más elevado —es decir, con un tipo marginal del 56 por 100 en el caso de España— fue nulo (−0,03 por 100) en el promedio del período 1988-1991, en el que los tipos nominales se situaron, en promedio, en el 13,1 por 100. En este caso del estrato superior de rentas, únicamente el Reino Unido, con una media de −0,4 por 100 en 1988-1991, registró un rendimiento neto peor que el de España; en los meses transcurridos de 1992, sin embargo, también en el Reino Unido el tipo de rendimiento de la deuda del Estado (1,8 por 100) superó el nivel de España, que para el promedio enero-septiembre ha registrado rendimientos negativos (5).

#### IV. RESUMEN

1.° Entre otros aspectos, cabe recordar que, como ya venía ocurriendo desde los primeros años ochenta, los tipos nominales a corto plazo han superado a los tipos nominales a largo, y los inversores, fundamentalmente como consecuencia de su incertidumbre respecto a la evolución futura de la inflación, han expresado claramente sus preferencias por los activos a corto plazo hasta 1990. Sólo en 1991 y primeros meses de 1992 las colocaciones de deuda a medio y largo plazo han superado ampliamente a las emisiones a corto, debido fundamentalmente a la demanda instrumentada sobre estos plazos por los no residentes. La reciente evolución de los desequilibrios de la economía española y las incertidumbres aso-

ciadas al proceso de unidad europea han quebrado esa opción de los inversores, que se han inclinado de nuevo por el corto plazo.

2.° El hecho de que España tenga tipos de interés nominales superiores a los de los países desarrollados se debe, además de a haber hecho perdurar también el ciclo expansivo de la economía más que Estados Unidos y la mayoría de los países europeos, al hecho de haber registrado una tasa de inflación superior a la de los países industriales y haber tenido que instrumentar políticas orientadas a reducir el ritmo de avance de los precios, con especial énfasis en la política monetaria.

3.° En los últimos años, los tipos nominales de interés españoles han reducido su diferencial con la Comunidad Europea en general, y con Alemania en particular. Desde el mes de septiembre, esto ya no es cierto para el caso de los tipos alemanes, respecto a los que los nuestros han experimentado una subida significativa.

4.° Finalmente, recordar también que los tipos de interés reales netos de impuestos han mostrado una mayor estabilidad, como era de esperar, pero se mantienen aún en tasas más elevadas de lo que han sido los promedios históricos, fruto, al menos en parte, del mayor crecimiento de nuestra economía y del retraso con que se ajustan al descenso de la inflación. Comparados con los tipos de interés reales netos de impuestos de los principales países desarrollados, los tipos españoles se han movido por encima en los casos de los préstamos interbancarios y, generalmente, por encima de los créditos bancarios preferenciales,

pero por debajo en el caso del rendimiento de la deuda del Estado.

#### NOTAS

(1) En el caso de la banca, mientras éstas últimas descendieron 2,3 puntos entre diciembre de 1990 y febrero de 1992 —porcentaje similar a la reducción registrada por los tipos de las letras del Tesoro en ese período—, el tipo de interés de los depósitos sólo descendió 1,1 puntos porcentuales.

(2) Sea el tipo de interés efectivo neto de impuestos y ajustado de inflación  $R = (i [1 - t]) - p$ , donde  $i$  = tipo de interés nominal,  $t$  = tipo impositivo y  $p$  = variación media de los precios en los últimos doce meses. Dando valores para el ejemplo que se comenta,  $R = (12 [1 - 0,56]) - 6 = -0,7$ . Para un cálculo más ajustado, véase «Intereses y resultados en pesetas constantes», Pedro MARTÍNEZ MÉNDEZ, Servicio de Estudios, Banco de España, *Documentos de Trabajo*, n.º 9115.

(3) En este trabajo, se considera como renta media-alta a la situada en el tramo sujeto, en 1991 y 1992, a un tipo marginal del 38 por 100, y alta a la sujeta a un marginal del 56 por 100 en el caso de España. Para más información sobre el tratamiento de la fiscalidad en años anteriores, y sobre los datos de los países incluidos en el análisis, véase la nota (\*) del cuadro número 6.

(4) Véase el artículo «Evolución reciente de los tipos de interés», de Eduardo FERNÁNDEZ, en el n.º 32 de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.

(5) Este no es el caso del rendimiento de la deuda española para no residentes, que no están sujetos a impuestos y encuentran en los más elevados tipos de interés nominales españoles una clara ventaja para demandarla.