
5.1 LOS TIPOS DE INTERÉS

¿Qué son los tipos de interés

- *Los tipos de interés son los precios de esperar hasta mañana*
- *El tipo de interés nominal (i): es el precio de esperar medido en unidades monetarias*
- *El tipo de interés real (r): el precio de esperar medido en unidades de consumo*
- *La Ecuación de Fisher: $i \approx r + \pi$*

¿Por qué los tipos de interés son positivos?

- Porque nos sabemos mortales y somos impacientes (preferencia por el presente)*
- Porque somos aversos al riesgo (prima de riesgo)*
- Porque esperamos que suban los precios (prima de inflación)*
- Porque somos cautos y nos gusta la liquidez (prima de liquidez)*

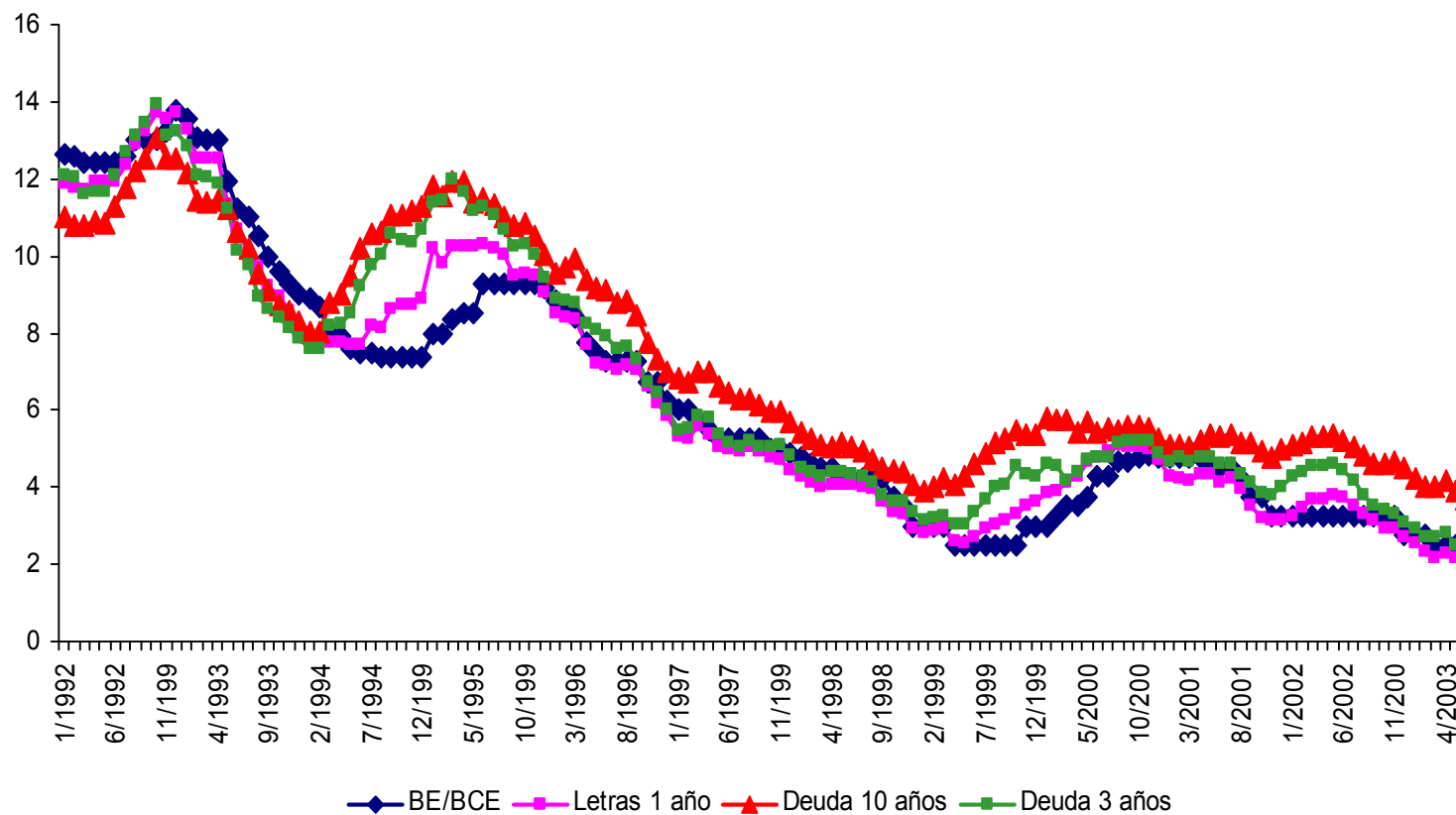
¿Por qué nos importan los tipos de interés?

- *Hogares*
 - *Componente de los gastos y de los ingresos*
 - *Decisiones de Consumo/Ahorro y Cartera*
- *Empresas*
 - *Componente de los gastos y de los ingresos*
 - *Decisiones de Inversión y Endeudamiento*
- *Sector Público*
 - *Componente del gasto público*
 - *Decisiones de Endeudamiento*
- *Sector Exterior*
 - *Decisiones de Inversión*

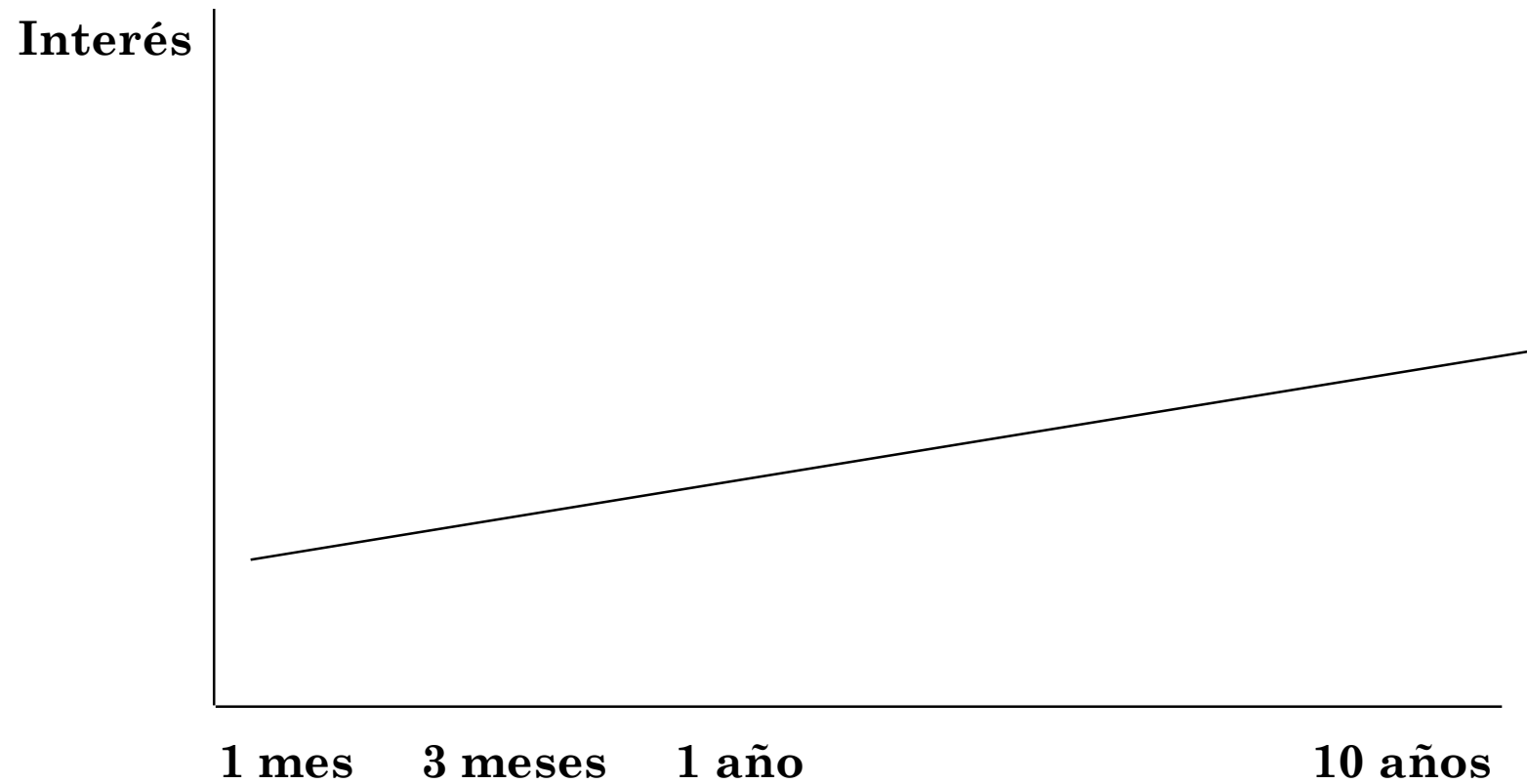
¿De qué tipos de interés hablamos?

- *Corto plazo: Los mercados del dinero*
 - *Créditos del Banco Emisor al Sistema Bancario*
 - *Mercado interbancario*
- *Medio y largo plazo: los mercados de capitales*
 - *Deuda pública*
 - *Acciones y obligaciones privadas*
- *Instituciones de crédito*
 - *Operaciones activas: créditos*
 - *Operaciones pasivas: depósitos*

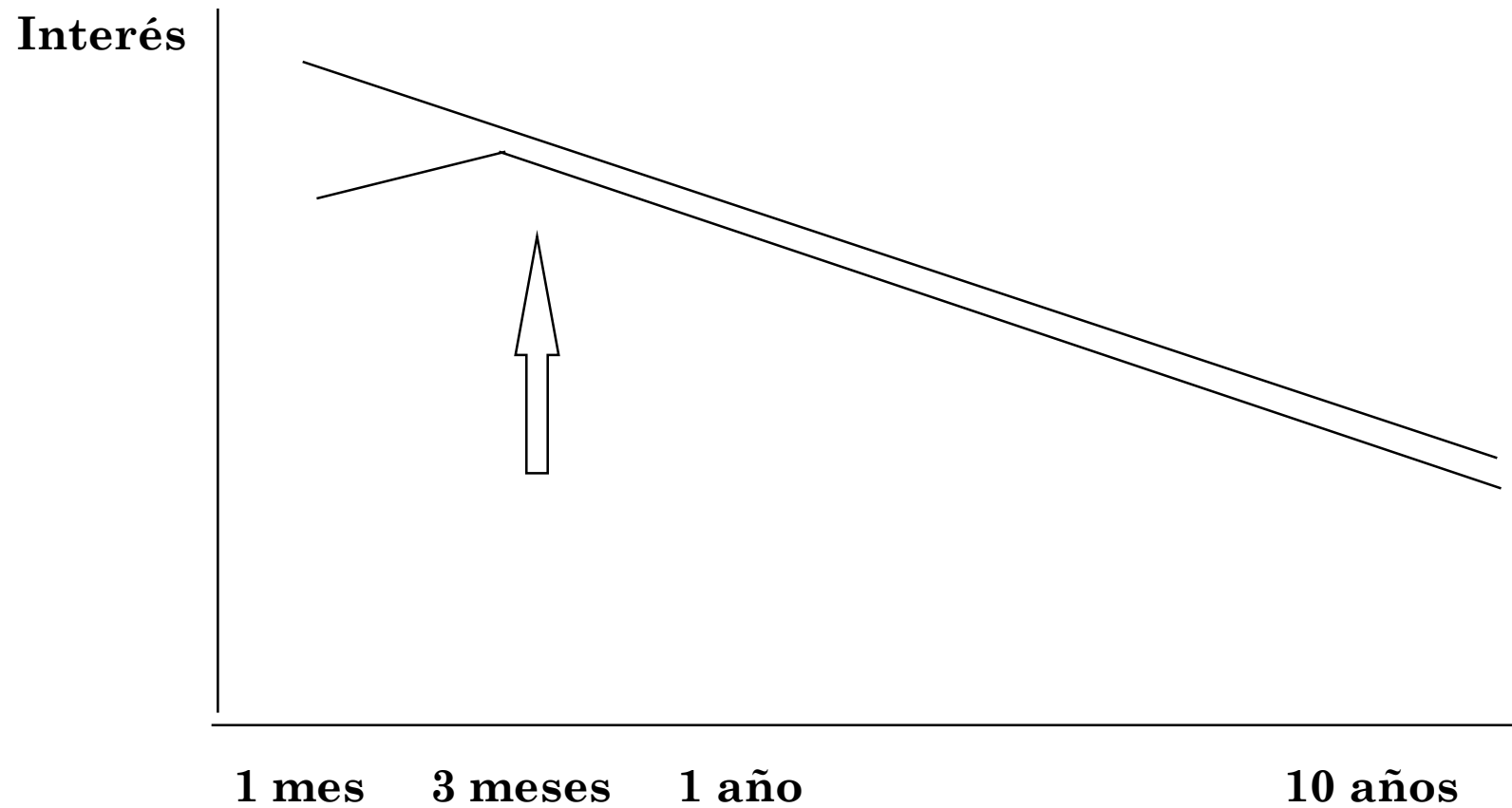
TIPOS DE INTERÉS A VARIOS PLAZOS



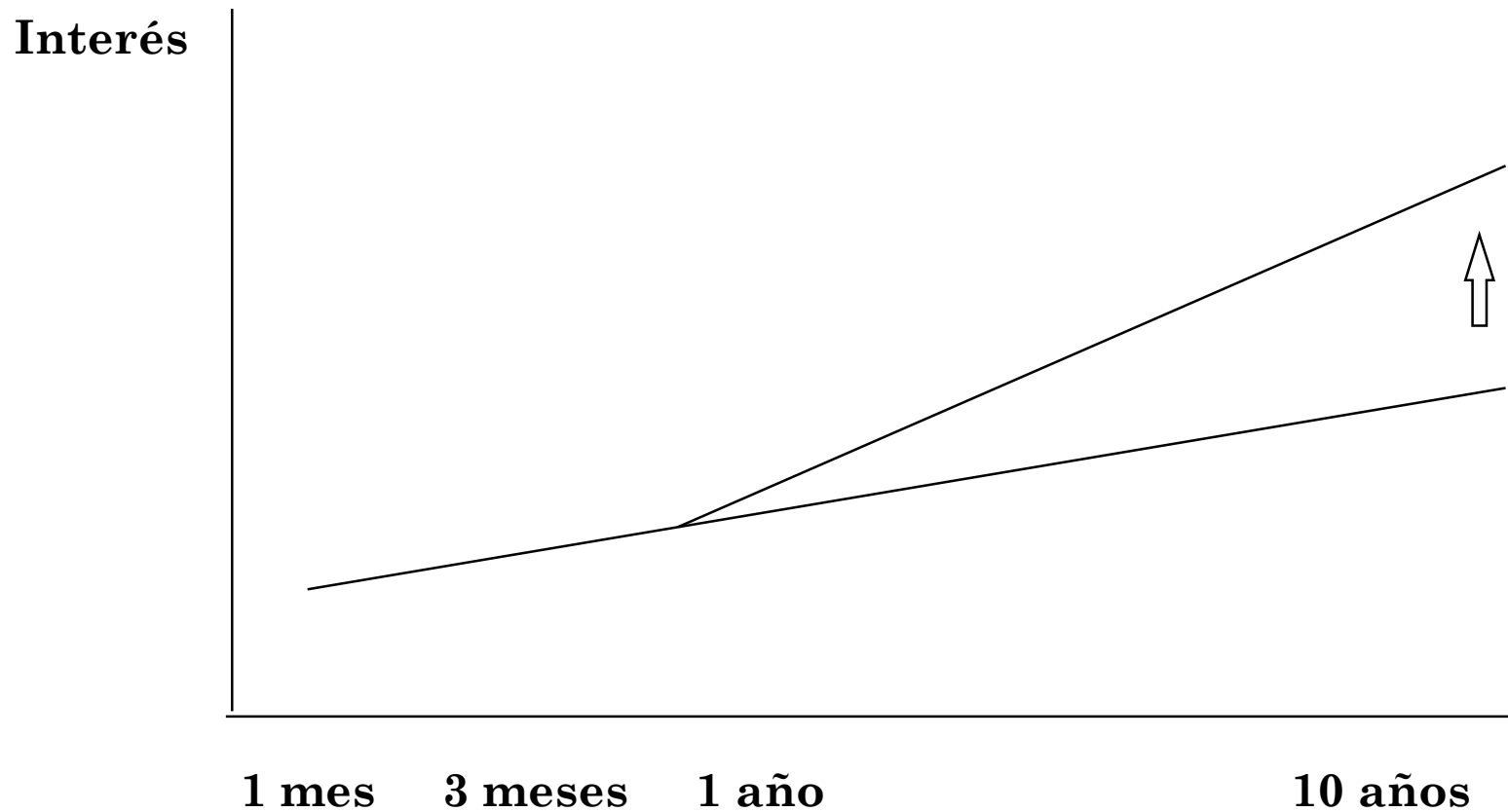
Curva de tipos



Expectativas de políticas monetarias restrictivas

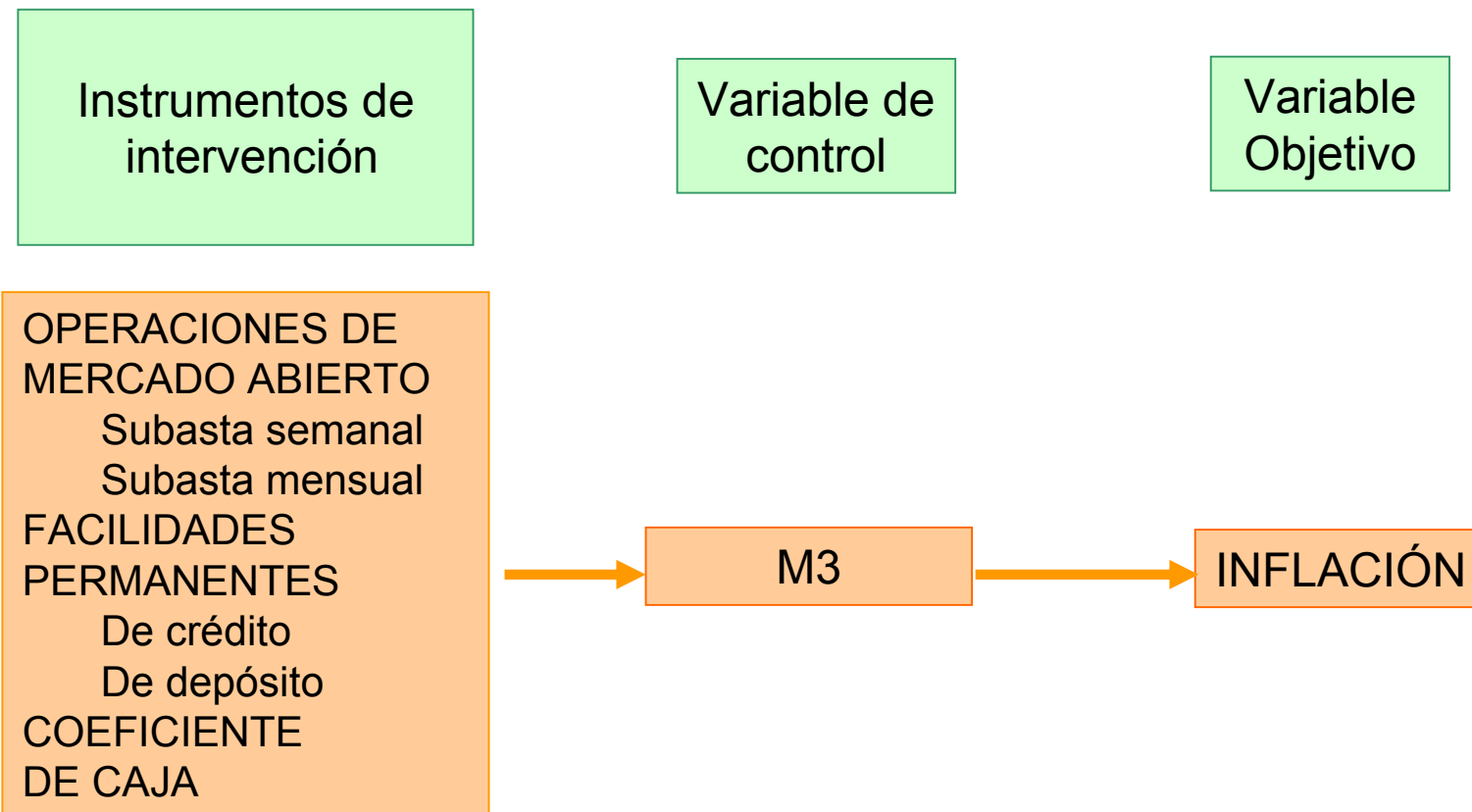


Expectativas de inflación



5.2 LA POLÍTICA MONETARIA

LA ARTICULACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Los Objetivos y los Instrumentos

- *Objetivos de la Política Monetaria*
 - *Controlar la inflación*
 - *Favorecer el crecimiento*
- *Instrumentos de la Política Monetaria*
 - *El tipo de descuento (d)*
 - $\Delta M3$ [$4.5\% = g (2.5\%) + \pi (2\%)$]
 - *El coeficiente de caja obligatorio ($c=2\%$)*

La Emisión de la Base Monetaria

- *Los Factores Autónomos*
 - *El Sector Público*
 - *El Sector Exterior*
- *Los Factores Discrecionales*
 - *El Crédito al Sistema Bancario*
 - *Las Operaciones de Mercado Abierto*

Los Factores Autónomos: El Sector Público

- *1868: Monopolio de emisión de papel moneda concedido al Banco de San Carlos a cambio de la prestación de servicios bancarios (línea de crédito de cuantía ilimitada, plazo indefinido y coste cero)*
- *1914: Reserva Federal de EE.UU. Autonomía del Banco Emisor*
- *1975: En Chile se prohíbe al Banco Emisor financiar al Sector Público*
- *1991: El Tratado de Maastrich recoge esta idea y obliga a los países que se quieren integrar en la UME*
- *1994: Ley de Autonomía del Banco de España hace lo propio*
- *La prohibición de financiar al sector público cierra el principal grifo inflacionario*

Los Factores Autónomos: El Sector Exterior

- *Un exportador vende 1\$: el BCE se lo compra por $1/e\text{€}$ y aumenta el efectivo en circulación*
- *Un importador compra 1\$: el BCE se lo vende por $1/e\text{€}$ y disminuye el efectivo en circulación*
- *La variación en los saldos de divisas del BCE tiene como contrapartida una variación del mismo signo en la base monetaria*

Los Factores Discrecionales: El Crédito al Sector Bancario

- *El Banco Emisor presta H al Sistema Bancario y les cobra un tipo de descuento d (BCE: subastas semanales de préstamos con dos semanas de vencimiento)*
- *Los bancos pueden repercutir las variaciones del tipo de descuento a sus clientes*
- *Los tipos de interés a corto plazo siguen muy de cerca al tipo de descuento, los tipos a largo plazo no tanto*
- *El BCE modifica el tipo de descuento mucho menos que la Reserva Federal*
 - *Capitalización bursátil (ZEU: 63%; USA: 172%)*
 - *Objetivos primarios (BCE: estabilidad de precios; FED: pleno empleo)*




Los Factores Discrecionales: Las Operaciones de Mercado Abierto

- *Al comprar o vender mercancías el Banco Emisor modifica la Base Monetaria*
- *Generalmente el Banco Emisor compra o vende deuda (si compra Deuda Pública financia al Sector Público)*
- *El BCE compra o vende papel privado y deuda pública del resto del mundo para instrumentar las operaciones de mercado abierto*

El Diseño de la Política Monetaria

- *El Banco Emisor aumenta los tipos de interés (reduce la base monetaria) cuando la tasa de inflación es superior a la deseada*
- *El Banco Emisor reduce los tipos de interés (aumenta la base monetaria) cuando la tasa de crecimiento del PIB real es inferior a la deseada*

La Transmisión de la Política Monetaria

- Subastas semanales del BCE y operaciones de mercado abierto que modifican la base monetaria (*tipo de interés de las operaciones principales de financiación*)

- Cambios en la liquidez y reajuste de las carteras de las instituciones financieras (*tipo de interés del mercado interbancario*)

- Cambios en las decisiones de consumo, ahorro e inversión

- Cambios en la demanda agregada y en la tasa de inflación

Las Dificultades de la Política Monetaria

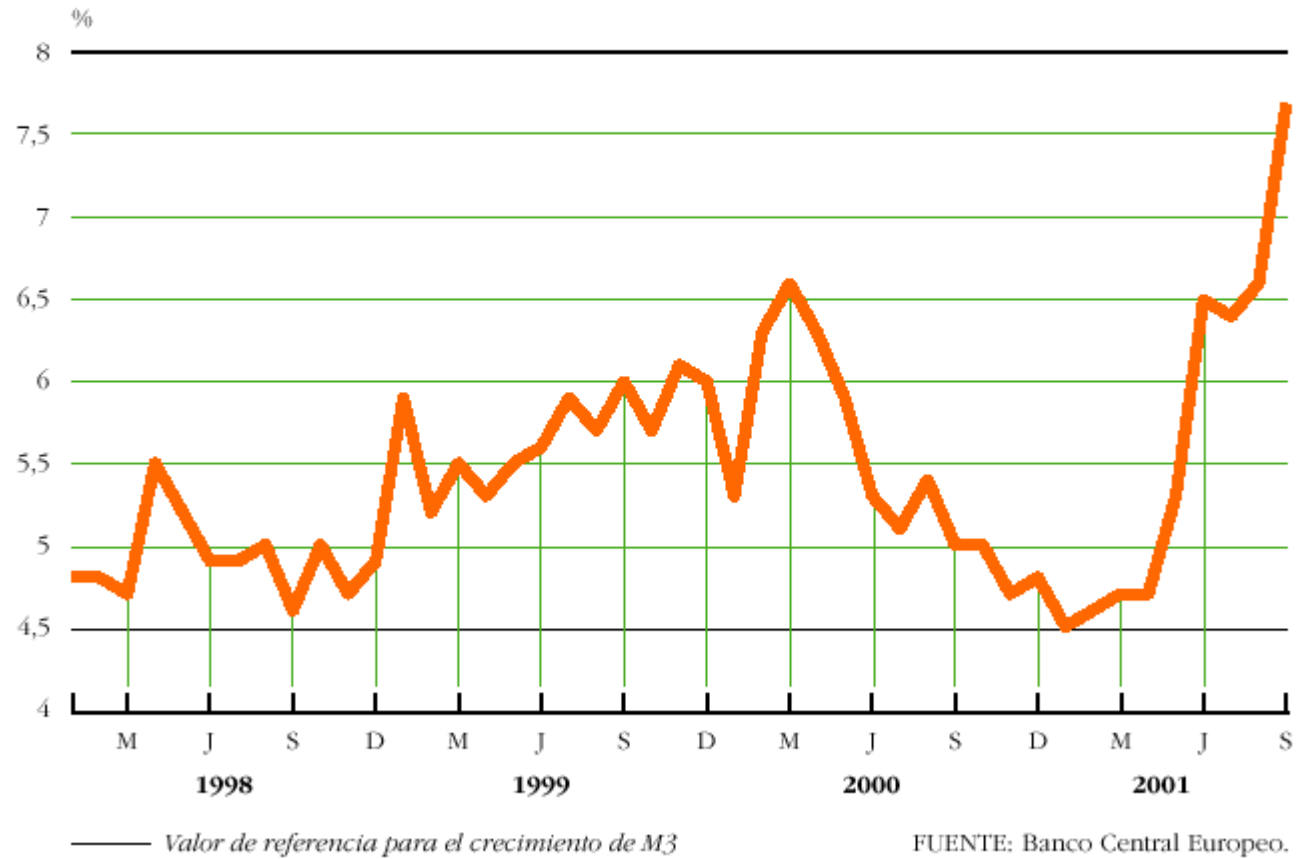
- *El Banco Emisor reduce los tipos de interés a corto plazo con la esperanza de que disminuyan los tipos de interés a largo plazo*
- *Pero esto no ocurrirá si el sector privado:*
 - *cree que la inflación va a aumentar en el largo plazo*
 - *cree que el déficit público va a aumentar en el largo plazo*
 - *cree que la economía va a crecer demasiado en el largo plazo*
- *La política monetaria es más eficaz para controlar las inflaciones que para salir de las recesiones (llevar el caballo al agua es más fácil que obligarle a beber)*

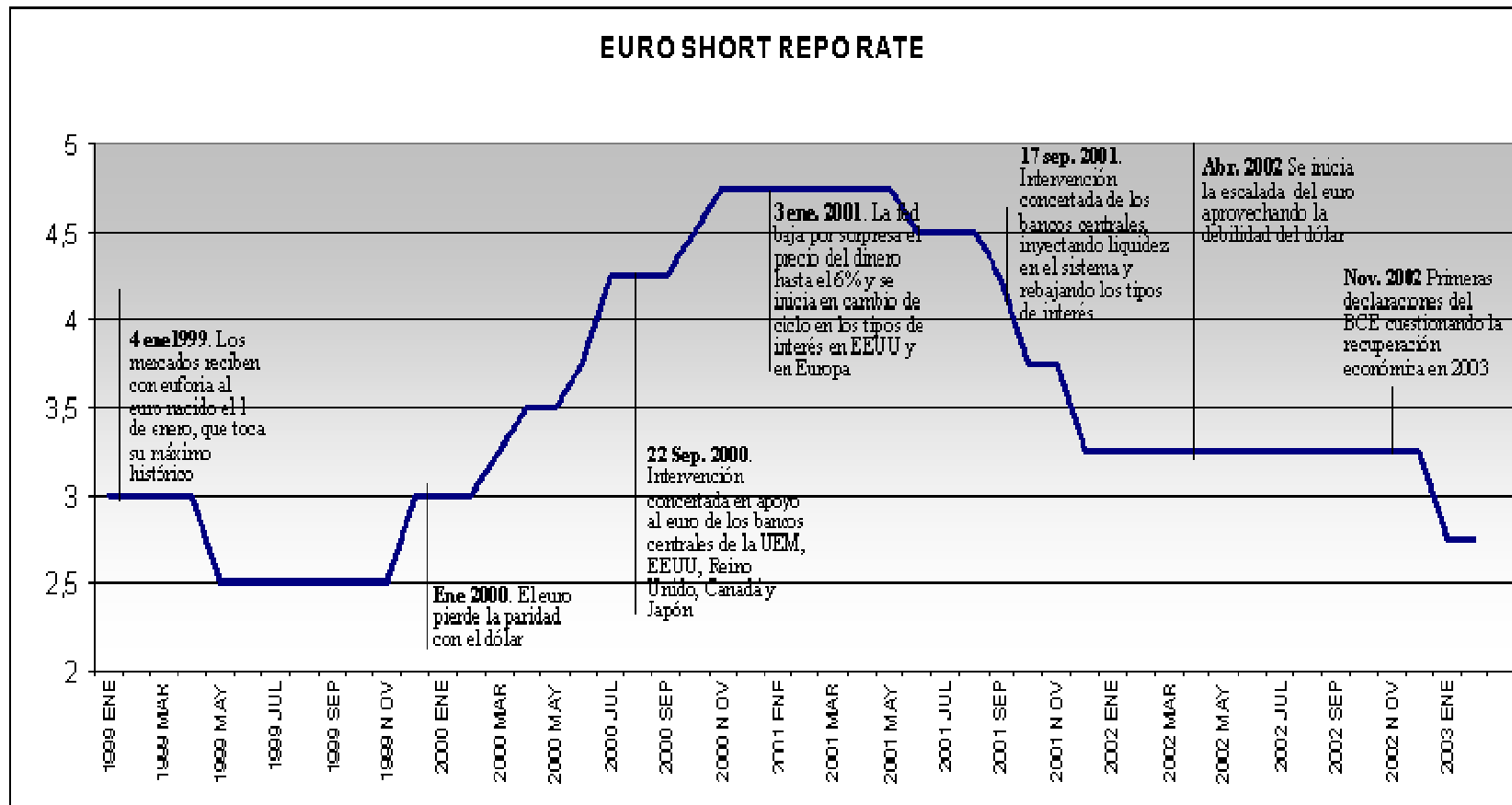
La Política Monetaria del BCE

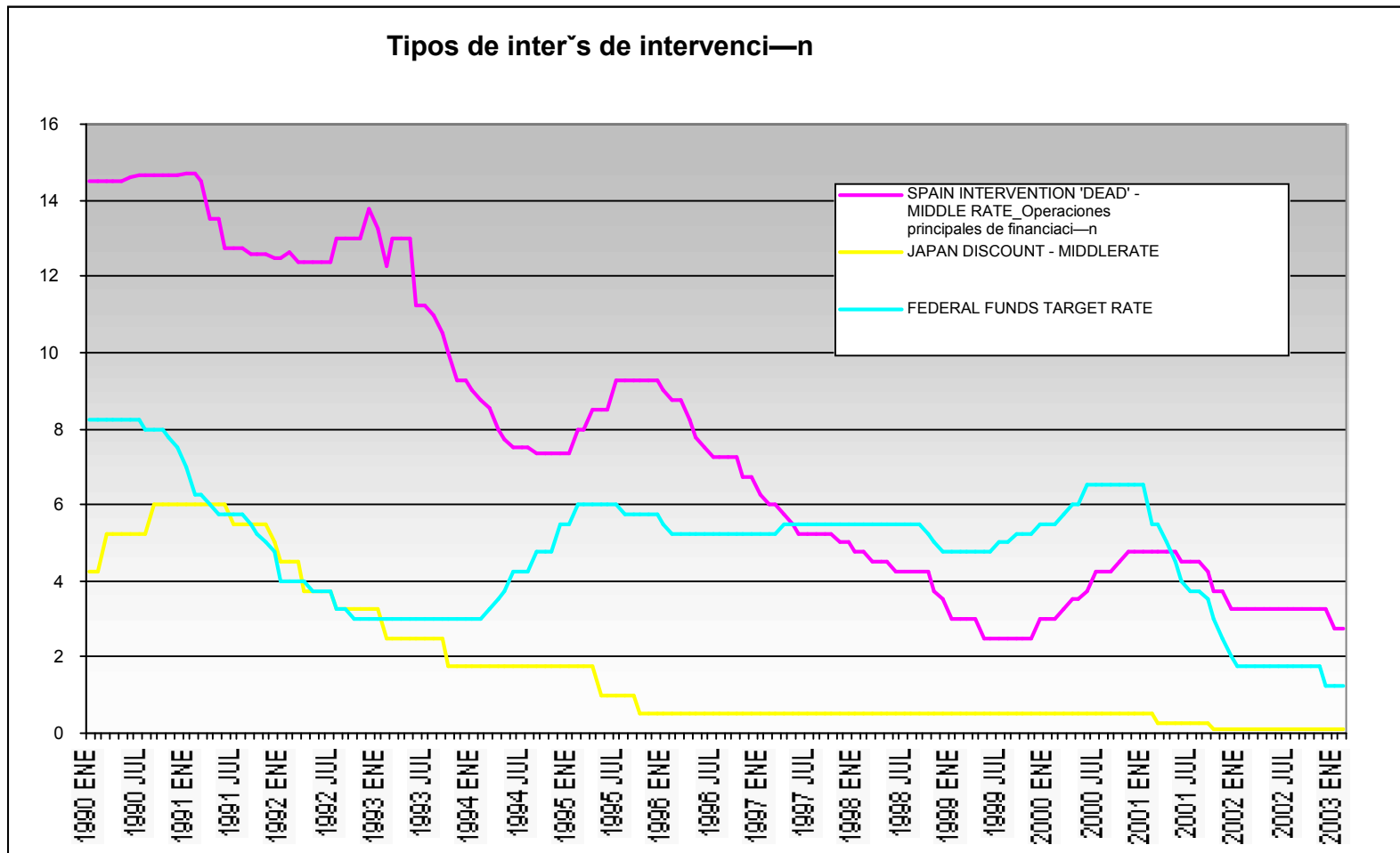
- *Actuaciones*
 - *No financia a los sectores públicos (emiten deuda para financiarse)*
 - *Solo interviene puntualmente en los mercados de divisas*
- *Consecuencias*
 - *Aumento de los ratios DP/PIB*
 - *Aumento de las fluctuaciones de los tipos de cambio*
 - *Disminución de la inflación*
- *El gran negocio de la emisión*
 - *Activos rentables y pasivos gratuitos*
 - *Los beneficios se reparten entre los estados miembros (ESP: 9%)*

EL DESBORDAMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO M3

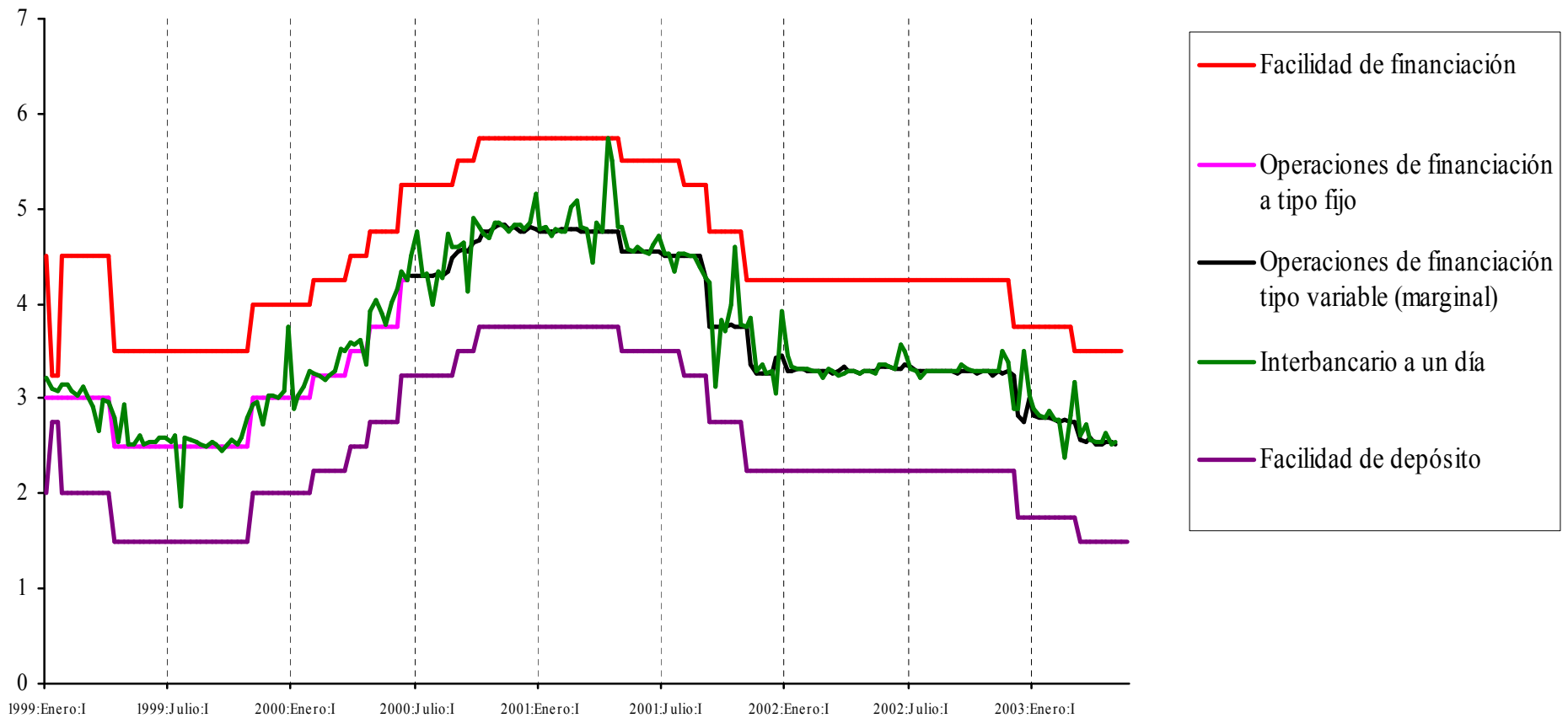
Variación interanual

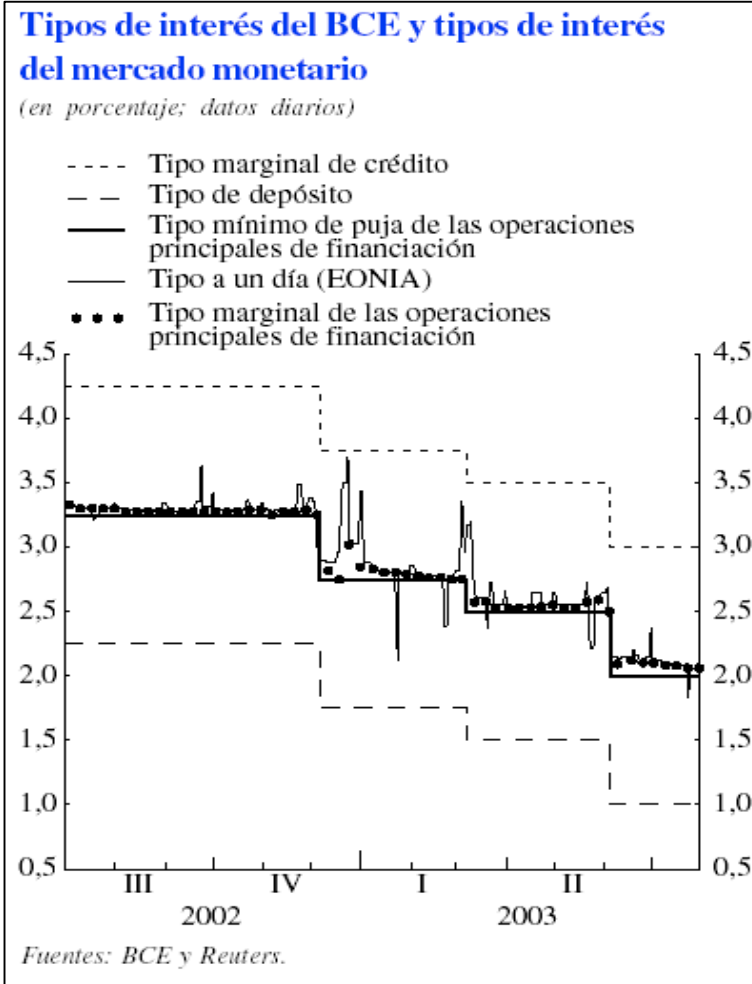






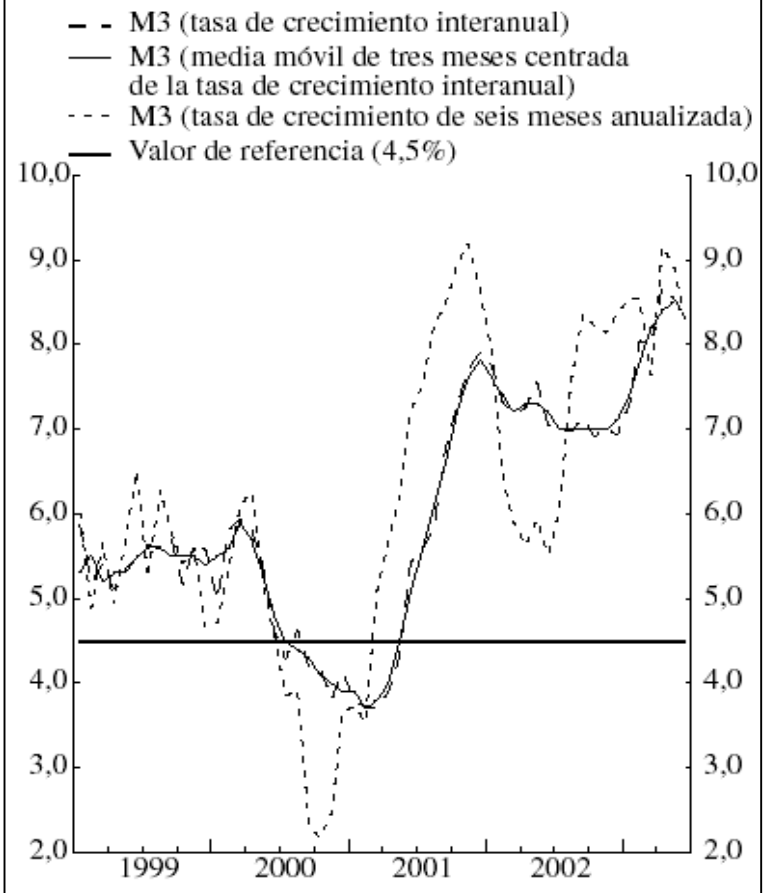
TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES MONETARIAS DEL BANCO CENTRAL EUROPEO





Crecimiento de M3 y valor de referencia

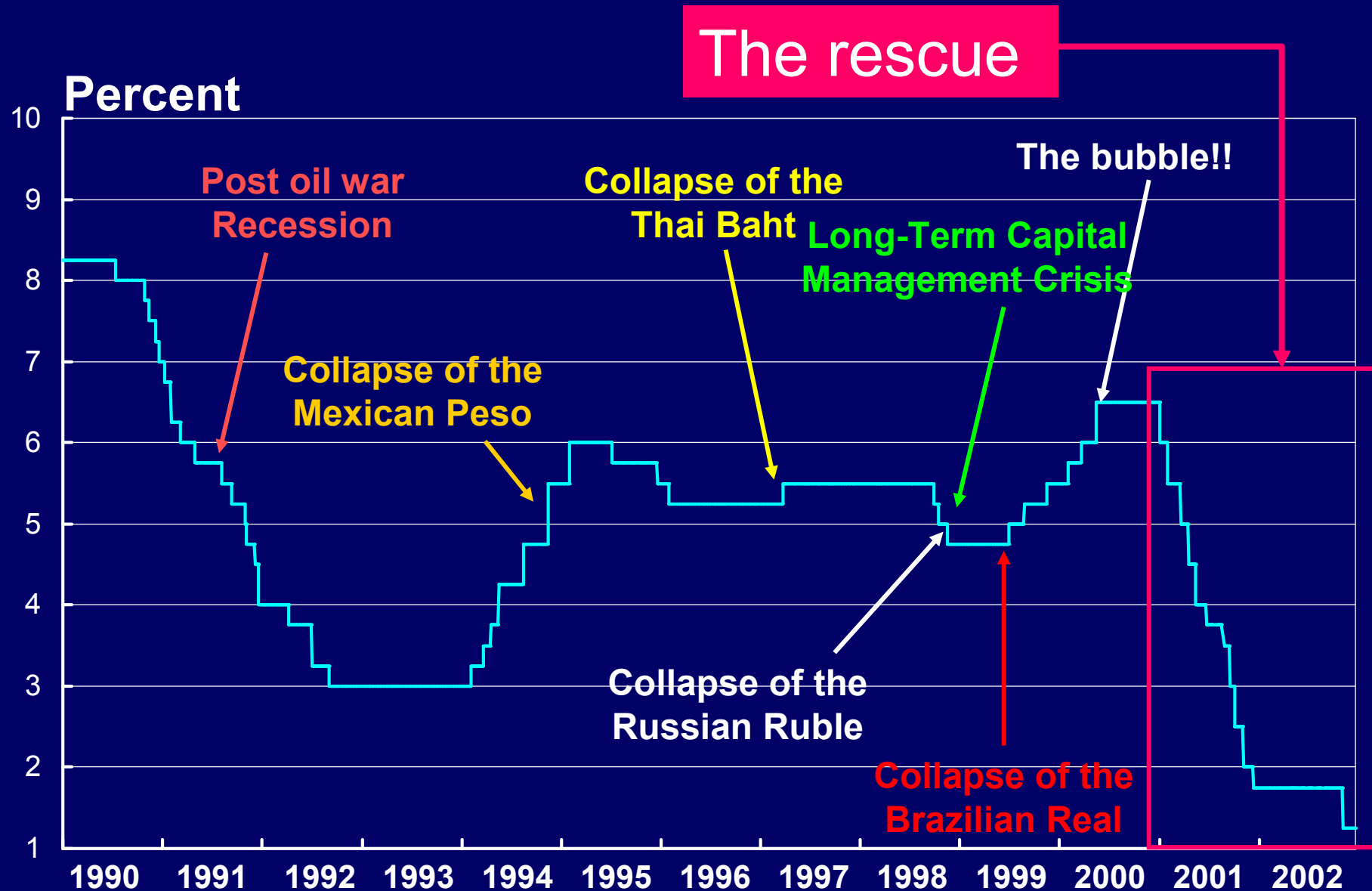
(ajustado de efectos calendario y estacionales)





Greenspan al rescate

FEDERAL FUNDS TARGET RATE



3.3 LA POLITICA FISCAL EN LA ZONA EURO

Los Criterios de Maastrich

(a) Inflación $\leq 1.5\%$ más que la media de las 3 menores

(b) Tipo de interés a largo plazo $\leq 2\%$ más que la media de los 3 menores

(c) Déficit SP/PIB $\leq 3\%$

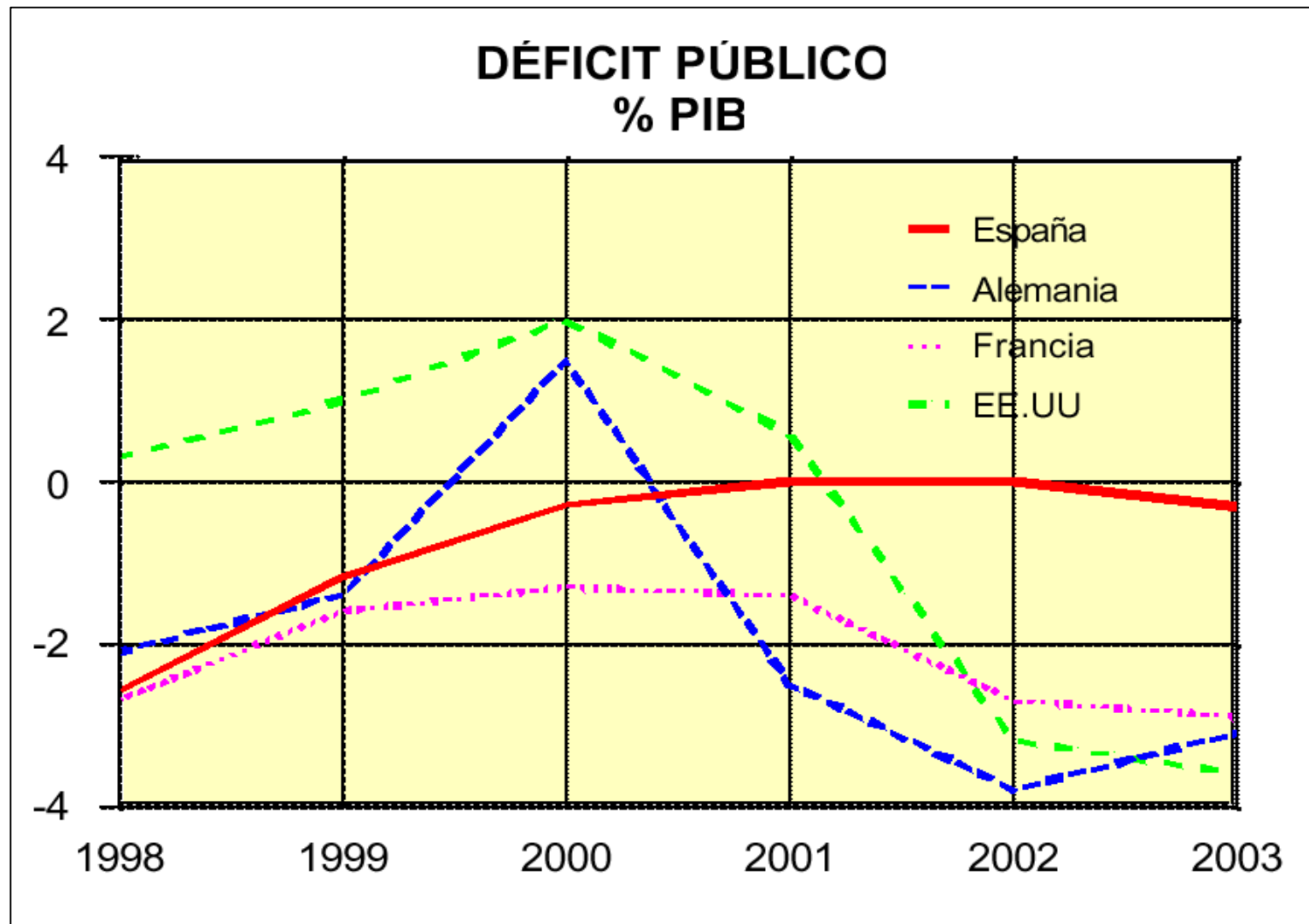
(d) Deuda SP/PIB $\leq 60\%$ (o progresos significativos)

1996: -4.3% 1997: -2.6%

¿CONTABILIDAD CREATIVA O REALIDAD?

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento

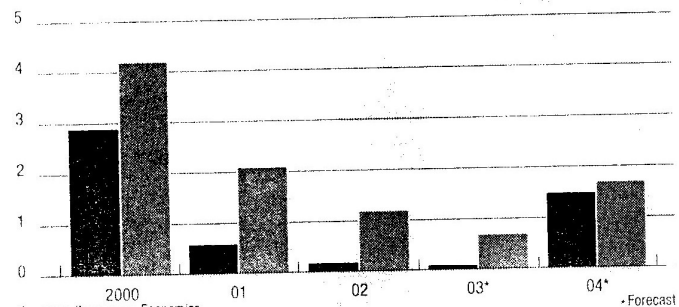
- *Déficit SP < 3%*
- *Puede ser mayor con causa justificada: $\nabla PIB < -2\%$*
- *Si $-2\% < \nabla PIB < -0.5\%$, se discute*
- *Si $\nabla PIB > -0.5\%$, no hay causa justificada*
- *Incumplimiento*
 - *Multa hasta 0.2% PIB*
 - *Depósito en el BCE ($i = 0\%$)*
 - *Se devuelve, si el problema se corrige en un año*



Real GDP growth

Annual % change

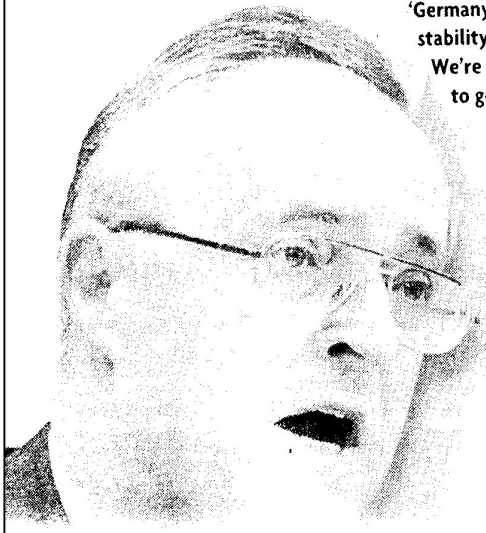
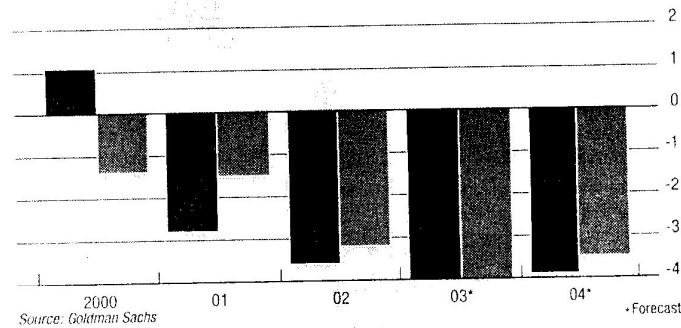
■ Germany ■ France



Public sector budget balance

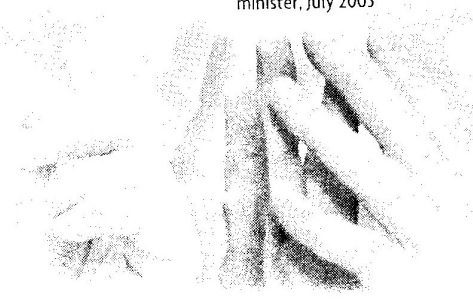
% of GDP

■ Germany ■ France



'Germany firmly stands by the EU stability pact. This is quite clear. We're doing everything we can to get the deficit back under 3 per cent next year.'

Hans Eichel, German finance minister, July 2003



'Stability is imperative, but you must not forget growth. In our contract, one aspect has been fulfilled [stability], the other [growth] needs to be strongly boosted. There's not enough growth.'

Francis Mer, French finance minister, July 2003

Las justificación del pacto

- *Política monetaria única y restrictiva*
 - *Objetivo del BCE: tasa de inflación $\leq 2\%$ \Rightarrow tipos de interés bajos)*
- *Políticas fiscales estatales*
 - *Único instrumento de política económica soberano*
 - *Tentación a recurrir a expansiones fiscales excesivas (costes financieros reducidos gracias a la política monetaria restrictiva)*
- *Consecuencias*
 - *Si el BCE mantiene su política monetaria restrictiva, aumenta el riesgo de una crisis financiera (deuda pública no sostenible)*
 - *Si el BCE relaja su política monetaria restrictiva, aumenta la inflación y se cambia de escenario ($\uparrow i \Rightarrow \downarrow I \Rightarrow \downarrow$ Crecimiento)*