

PAGARES DE EMPRESA, ALP Y LOS PRESUPUESTOS MONETARIOS 1991

---

La vigencia de los límites al crecimiento del crédito interno al sector privado, implantado en el verano de 1989, a lo largo de todo el año 1990, alteró profundamente la demanda de ALP en relación con el PIB nominal. El proceso de desintermediación financiera que trasvasó financiación empresarial desde los balances bancarios hacia el mercado de pagarés de empresa -"fuera de balance"- tuvo una envergadura sin precedentes. Sin embargo, el acuerdo Estado-diputaciones forales alcanzado mediante el año permitió una reducción del saldo vivo de pagarés forales -no incluidos en ALP- lo que contribuyó al aumento de la demanda de ALP, actuando pues con signo contrario al del efecto desintermediación. Globalmente, el efecto agregado de estos dos grandes movimientos financieros ha hecho aumentar la velocidad de circulación PIB/ALP en un 1,6%, según nuestras estimaciones. Se trata de un ascenso de magnitud similar al que tuvo lugar en 1986, cuando las expectativas a la baja de tipos de interés y el "boom" de los pagarés de empresa redujeron también la demanda de ALP frente al gasto nominal. De hecho, 1986 y 1990 han sido los dos únicos años en que la velocidad PIB/ALP ha aumentado, en la historia monetaria reciente. Nos detendremos en esta nota en las características y consecuencias del proceso de desintermediación de 1990 y trataremos de discutir sus perspectivas de continuidad futura bajo la óptica de los presupuestos monetarios 1991.

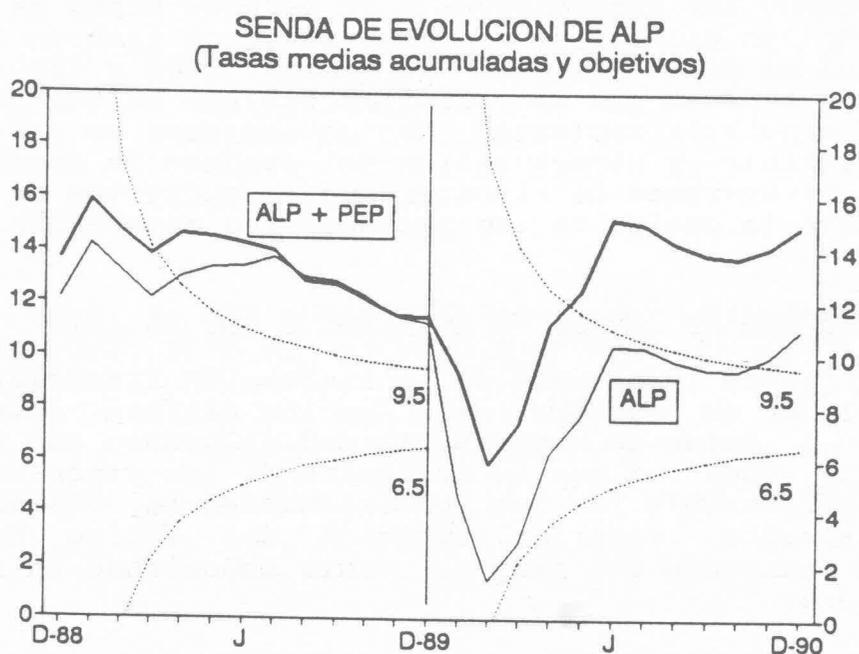
Desintermediación "fuera de balance" y ALP en 1990

Una parte importante de la innovación financiera que se ha desarrollado en nuestro país en los últimos años ha estado dirigida a dotar de mayor movilidad al activo de los balances bancarios, toda vez que la evolución de los tipos de interés ha sido desfavorable a los posicionamientos "largos" que la sustancialmente superior duración del activo bancario, en general, respecto del pasivo, venía suponiendo en las entidades financieras.

En este contexto, los esfuerzos de las autoridades monetarias en el campo del diseño de objetivos han estado dirigidos a controlar aquellas innovaciones financieras surgidas de razones espurias, ligadas a condicionamientos fiscales o a la regulación sobre el coeficiente de caja. Uno de los procesos de este tipo más importantes que han tenido lugar ha sido el de reclasificación a raíz de la Circular 13/1989 de 7 de julio, de operaciones que habían sido consideradas como transferencias de crédito -"fuera de balance" y no incluidas en ALP- en participaciones -pasivo computable incluido en ALP- a raíz de una definición más clara y limitada de las transferencias de crédito. Esta reclasificación pretendía la afloración a los balances

bancarios de una parte importante de los 900 m.m. a que llegó a alcanzar el saldo vivo de transferencias de activo con el público.

Tal afloración, sin embargo, se materializó sólo fugazmente en las participaciones de activo, y en una parte muy inferior a la propia reducción de los saldos de transferencias. De los 715 m.m. en que se redujeron las transferencias de activo como consecuencia de la reclasificación, sólo unos 335 m.m. pasaron a ser considerados, transitoriamente, como participaciones. El resto, o bien quedó disperso en otros pasivos bancarios computables, o bien fue amortizado o transformado en otros títulos "fuera de balance", como los pagarés de empresa. El hecho de que, casi simultáneamente con esta reclasificación, fueran implantados por el Banco de España los controles sobre el crecimiento del crédito bancario, que se prolongarían después durante todo 1991, influyó sin duda, en la no afloración de una parte importante de los fondos que recogían las transferencias de activo.



Aunque la información sobre pagarés de empresa es provisional y muy parcial, sí puede afirmarse que a lo largo de 1990 ha tenido lugar un auténtico "boom" en la emisión y colocación entre el público de estos títulos. El incremento de las carteras del público de pagarés de empresa puede estimarse en unos 1,7 billones de pesetas. De hecho, esta fuerte colocación en el público matiza enormemente los crecimientos registrados por los agregados monetarios en 1990. Así, si ALP creció en tasa interanual un 11% al añadir a ALP los saldos en el público de pagarés -cifra que se eleva a unos 2,4 billones de pesetas- la

OBJETIVOS MONETARIOS 1991 Y PAGARES DE EMPRESA  
(Tasas interanuales y m.m.)

	Banda mínima	Senda central	Banda máxima
ALP	7,0	9,0	11,0
ALP + Pagares de empresa	7,5	8,5	9,5
-----			
Variación interanual de pagares implícita entre objetivos (m.m.)	388,1	-12,0	-460,0

FUENTE: AFI

CRECIMIENTO DE LA VELOCIDAD DE CIRCULACION PIB/ALP  
(Tasas de variación)

	1991 respecto a:			
	Banda mínima	Senda central	Banda máxima	1990
ALP	-1,5	-2,1	-2,8	1,6
ALP + Pagares de empresa	-3,5	-3,8	-4,2	-0,6
-----				
Pro-memoria:				
ALP medio	10,5	11,2	12,0	9,5
ALP + Pagares medio (e)	12,8	13,2	13,6	11,9

(e) Estimación AFI considerando una senda de aproximación gradual hacia los objetivos interanuales.

FUENTE: AFI

tasa se sitúa cerca del 15%. Si el crédito interno concedido al sector privado creció un 10% interanual, la ampliación con la financiación de los pagarés sitúa la tasa cerca del 14,5%.

Además del "boom" de los pagarés de empresa tuvo lugar en 1990 el declive de los pagarés forales. Estos títulos han podido reducir su saldo vivo en poder del público en unos 500 m.m. a lo largo del año. Los fondos liberados se habían materializado en activos incluidos en ALP -fiscalmente opacos o no- o habían sido invertidos en activos reales. Lo relevante en cualquier caso es que si se agregan a los ALP de 1990 los pagarés forales y de empresa en poder del público, la tasa interanual a diciembre se situaría próxima al 13,4%. De hecho, añadiendo los saldos de pagarés forales a ALP, la tasa interanual del agregado -sin pagarés de empresa, implícitos ya en el diseño de objetivos 1990- se reduciría al 9,3% aproximadamente, es decir, se situaría dentro de la banda 6,5%-9,5% objetivo del Gobierno para 1990.

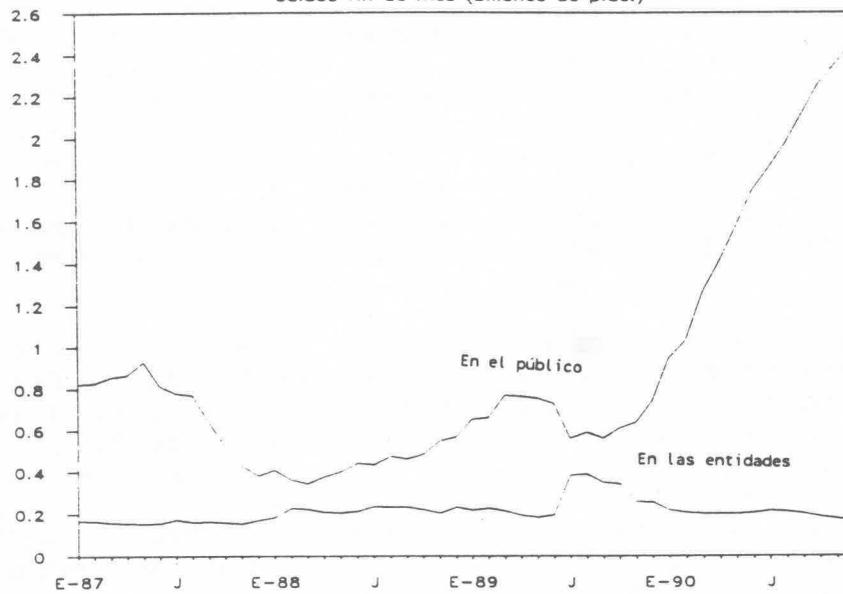
#### Presupuestos monetarios 1991

Tras la fuerte desaceleración monetaria que ha tenido lugar en 1990 -el agregado ALP + pagarés forales pasó de crecer un 15% interanual al cierre de 1989 a un 13,4% en 1990 y, en un contexto de continuidad en las restricciones sobre el crédito externo, el crédito interno al sector privado ampliado con los pagarés de empresa pasó de una tasa interanual del 17,9% a diciembre de 1989 a un 14,5% al cierre de 1990 -el diseño monetario de 1991 resulta sin duda complejo por dos motivos fundamentales. Por una parte, porque existe un elevado grado de incertidumbre sobre cuál será el rumbo del saldo de los pagarés de empresa en 1991, después de la fuerte expansión de 1990. Por otra, porque la probabilidad de que en 1991 el Gobierno liberalice una parte importante de las trabas actuales al endeudamiento exterior -el depósito del 30%, sobre todo-, como incluso ha sido anunciado "oficiosamente", a lo largo del segundo trimestre, es elevada. Nos detendremos sólo en la primera cuestión aquí.

El Gobierno, a través del Banco de España, ha anunciado ya sus objetivos monetarios para 1991. Estos objetivos se expresan en términos de tasas interanuales sobre ALP y ALP más pagarés de empresa. Si hasta ahora la información que obtenía el Banco de España sobre los pagarés de empresa intermediados por las entidades era parcial y estaba sometida a un retraso de un mes, a partir de enero de 1991 las autoridades dispondrán de información contemporánea sobre los saldos de pagarés. El hecho de que por primera vez se fijan objetivos monetarios sobre ALP ampliado con estos títulos llama la atención. En nuestra opinión, considerando que el Banco de España ya incluyó las transferencias en enero de 1990, después de un proceso de unos meses de seguimiento del agregado "ALP más transferencias", y que estas transferencias tienen una naturaleza similar a la de los pagarés -están fuera de los balances bancarios-, es probable que el Banco incluya

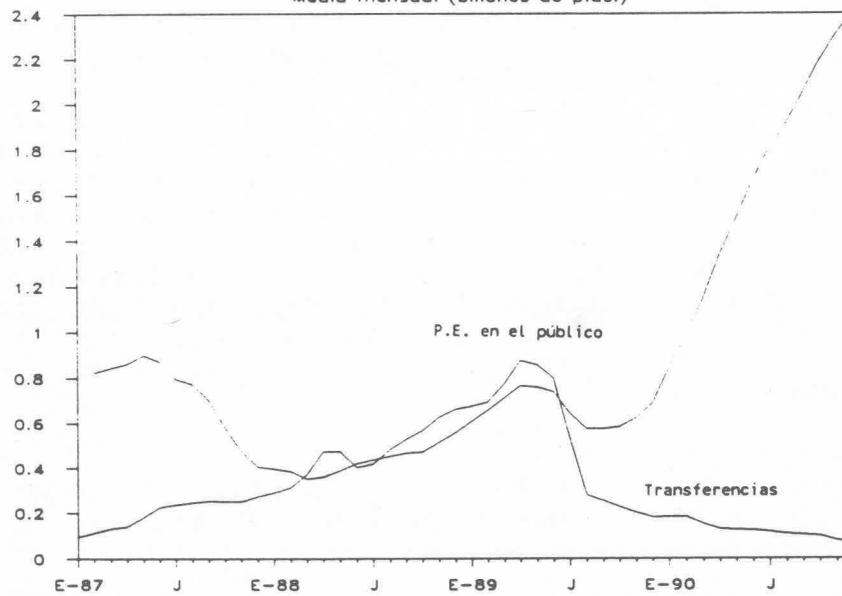
PAGARES DE EMPRESA

Saldos fin de mes (billones de ptas.)



PAGARES DE EMPRESA Y TRANSFERENCIAS

Media mensual (billones de ptas.)



definitivamente los saldos de estos títulos en poder del público dentro de ALP en un plazo corto de tiempo si se verifica la fiabilidad de la información obtenida.

El Gobierno considera objetivo compatible con los crecimientos previstos del PIB -un 2,9% real- y del deflactor del PIB -un 5%- para 1991, un crecimiento de ALP en la banda -excepcionalmente ancha- del 7,0%-11,0%. Para ALP más pagarés de empresa el Gobierno fija una banda del 7,5-9,5%, incluida en la banda de ALP y coincidente prácticamente en su extremo inferior con la del agregado ALP, lo que considera coherente con un crecimiento del crédito interno al sector de empresas no financieras y familias ampliado con pagarés de empresa del 11% y una expansión del crédito interno a las administraciones públicas del 5%.

Los crecimientos del saldo vivo de pagarés de empresa implícitos en estos objetivos son muestra de la incertidumbre que pesa sobre el futuro de estos títulos. Siguiendo la tabla 1, la diferencia entre el máximo de crecimiento de ALP, el 11%, y el máximo del agregado ampliado, el 9,5%, supone una caída de los pagarés de empresa en las carteras del público de unos 460 m.m. de pesetas. Sin embargo, la diferencia entre el 7,0% mínimo de la banda de ALP y el 7,5% mínimo de la banda del agregado ampliado supone un ascenso de las carteras de pagarés del público de 388,1 m.m. Las sendas centrales de las bandas implican, por su parte, un mantenimiento del saldo vivo de pagarés en poder del público.

Las autoridades monetarias parecen pues anticipar un mantenimiento fuera de los balances bancarios de una parte importante de los 1,7 billones en que se han incrementado en 1990 las carteras del público de pagarés de empresa. En nuestra opinión, si bien una parte de este ascenso podría consolidarse fuera del crédito, el hecho de que las emisiones sean básicamente a corto plazo y el que los emisores que han alimentado el "boom" sean riesgos nuevos en el tradicional mercado de pagarés de empresa permite albergar dudas sobre la permanencia de estos saldos fuera de los balances bancarios en un contexto, como podría ser el de 1991, de expectativas de descenso significativo en los tipos de interés de los mercados. En todo caso, la información de los primeros meses del año podría aclarar los términos en que este saldo de pagarés de empresa podría comportarse en 1991.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, S.A.  
(GRUPO AHORRO CORPORACION)