

LA PROGRAMACION MONETARIA DE 1992 Y LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERES

*Analistas Financieros Internacionales, S.A.
(Grupo Ahorro Corporación)
Febrero 1992*

LA PROGRAMACION MONETARIA DE 1992

Hace ya varios años que las magnitudes monetarias dejaron de ser un indicador insesgado del comportamiento de la economía nominal. A pesar del cambio de la definición de los agregados monetarios, parece claro que la intensidad con que determinados elementos puramente financieros influirán en la expansión de aquéllos hace difícil la valoración de los objetivos definidos por el Banco de España para ALP y para M3 en 1992. Las autoridades anunciaron que el crecimiento monetario tendría que situarse entre el 8 y el 11% en términos de ALP -variable intermedia de la política monetaria- y entre el 7 y el 11% en términos de M3 -variable relevante para la armonización de políticas monetarias en Europa- para ser compatible con los objetivos del gobierno para el año, que sitúan el crecimiento nominal de la economía en el 9% (tabla 1).

Según el Banco de España, la parte superior de estas bandas de objetivos -el 11% para ALP y para M3- se corresponde con el crecimiento que los modelos predicen para estos agregados si el PIB crece un 9%. Sin embargo, diversos factores inducen a pensar que la demanda de los agregados pueda ser en 1992 inferior a la prevista por los modelos, es decir, inferior a la "normal" si se mantuvieran las tendencias actuales (tabla 2). El hecho de que la programación monetaria fuera anunciada ya al cierre de 1991 impidió que en el momento de su diseño se conociera el volumen total de pagarés del Tesoro- repo o a vencimiento- afectado por el proceso de canje por deuda Especial que tuvo su última y más significativa oportunidad en el mes de enero. Este volumen se elevó finalmente a 656 m.m. nominales, que al "salir" de ALP han reducido fuertemente la demanda de este agregado. Es por eso que parece razonable partir de la idea de que la senda óptima de crecimiento de ALP deba ajustarse a la mitad inferior de la banda de objetivos anunciada.

Dos elementos adicionales deben ser añadidos como generadores de incertidumbre. De una parte, es difícil prever el efecto que la transformación de un volumen significativo de pasivos bancarios -tradicionales o repos- en participaciones en fondos de inversión en las carteras del público tendrá sobre la demanda de ALP. Los presupuestos monetarios para 1992 no parecen incorporar hipótesis alguna al respecto. Sin embargo, parece razonable pensar que si bien ahora la incidencia de esa transformación sobre la demanda puede ser nula, al no haberse alterado de forma significativa la estructura de las carteras que soportan los Fondos -hegemónicamente invertidas en activos a corto plazo incluidos en la definición de ALP-, en un futuro próximo, al calor de las expectativas de moderación de la pendiente de la curva de tipos de interés que podría tener lugar en 1993, esta incidencia pueda propiciar un desplazamiento de la demanda de ALP hacia abajo, al alargar los Fondos el plazo medio de sus carteras mediante compras de activos a medio y largo plazo, no incluido en ALP.

El hecho de que la reforma de los agregados no haya optado por incluir las participaciones en los Fondos como activos líquidos, no debe, en nuestra opinión, considerarse como definitivo. En un contexto como el descrito habría que prever una nueva reforma en la definición de ALP que incluyera -como ocurre en otros

países, como EE.UU. o Francia- estas participaciones, de indudable naturaleza líquida, al menos en los Fondos que, como los FIM o FIAMM tienen una clara vocación por la renta fija. Cabe pensar que la dificultad de obtención de información sobre la inversión de los Fondos, dependientes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y no del Banco de España, ha podido pesar más que otros argumentos en la decisión final de no incorporar estos activos a la definición de ALP o de ALP2.

Por otra parte, debe también recordarse que 1992 es el primer ejercicio en el que (desde febrero) está en vigor una liberalización efectiva y completa del mercado de capitales y de los depósitos interbancarios. Esta liberalización afectará, sobre todo, a la distribución de las contrapartidas del crecimiento de ALP. Al igual que en 1991 la *internacionalización* del mercado de deuda del Estado permitió una mínima contribución del crecimiento del crédito a las administraciones públicas al crecimiento de ALP2 -sólo 0,9 puntos de los 11 que creció esta magnitud-, una adquisición neta fuerte de pagarés de empresa o de valores a medio y largo plazo privados por parte del sector no residente, podría reducir la demanda relativa del crédito interno de empresas y familias e indirectamente del propio ALP, haciendo el nivel del 10% (12,5% en 1991) que las autoridades consideran compatible con los objetivos monetarios de 1992, un porcentaje demasiado holgado.

EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERES

Las consecuencias directas de la liberalización de los movimientos de capital sobre los flujos de inversión en favor de la peseta y sobre el estrechamiento del diferencial entre el tipo doméstico y el tipo de la peseta, así como el contexto europeo han presionado a la peseta en las últimas semanas con una intensidad significativa, agudizando la contradicción que sigue existiendo entre las condiciones internas de nuestra economía -marcadas por la continuidad de *unas presiones inflacionistas localizadas en el sector servicios* (gráfico 1) y perpetuadas por unas expectativas globales de inflación todavía elevadas en los agentes de la economía- y la propia formación de las expectativas de tipos de interés a lo largo de toda la curva de tipos. Las presiones en favor de la peseta, aunque recientes en su intensidad actual, ponen de manifiesto, en nuestra opinión, el hecho de que los fundamentos de la peseta siguen propiciando su fortaleza relativa en el Mecanismo de Cambios del SME. El hecho de que tal fortaleza pueda volver a constituirse en un "problema" para las autoridades -que, presumiblemente, vuelven a acumular reservas de divisas de manera significativa en las dos últimas decenas- hace relevante un primer análisis de las consecuencias de la liberalización de los movimientos de capitales del 1 de febrero sobre la peseta y la balanza de capitales; un análisis que no debe tampoco pasar por alto ni la importancia creciente de la coordinación entre políticas monetarias en el SME, ni el estrechamiento radical que tras la liberalización ha tenido lugar en el diferencial entre los tipos del depósito interbancario doméstico y los de la europeseta.

En nuestra opinión, la estrategia previsible en la política de tipos de interés de nuestras autoridades sigue siendo la misma: en un contexto en el que las fuerzas del mercado siguen impulsando los tipos a la baja, mantener una política de gestión de los tipos a corto *muy conservadora*, que permita "retrasar" lo más posible la caída de los tipos de interés con el fin de acompañarla al lento proceso de reducción de la inflación de los servicios, y garantice una *credibilidad holgada*, evitando así desequilibrios que distorsionen la estabilidad de la peseta en los mercados de cambios europeos. Tras la liberalización, las presiones sobre el descenso de los tipos de interés a corto se han redoblado. Sin embargo, ello tiene una lectura compleja en términos de política monetaria que repasaremos en este apartado.

Dos elementos clave condicionan, en nuestra opinión, la política de tipos del BE. De un lado, el comportamiento, previsiblemente al alza de la inflación interanual del IPC en los próximos meses. Según nuestras estimaciones, el aparentemente "buen" comportamiento de la inflación del Índice sin alimentos no elaborados ni energía en enero podría estar encubriendo una situación puramente *transitoria*. El descenso de la tasa interanual de la inflación subyacente desde el 6,5% de diciembre al 6,4% en enero podría ser el

resultado más de un "retardo" mayor -todavía normal históricamente- en la materialización del ascenso del IVA sobre los precios de consumo de los bienes industriales, que de una mejora sustancial del comportamiento de estos precios merced a un eventual efecto más favorable de lo esperado del desarme arancelario de enero o de la descontingentación de algunas importaciones en dicho mes. Por otra parte, la caída de la tasa interanual de los precios de los servicios desde el 8,8% de diciembre hasta el 8,2%, similar a la que preveíamos, es también transitoria, en la medida en que entre febrero y abril tendrán lugar ascensos de precios regulados -VPO, transporte aéreo...- que en 1991 fueron ubicados en el mes de enero.

Por otra parte, la fuerte aceleración de los precios alimenticios (gráfico 2) que se ha producido en enero podría interpretarse, como hacen nuestros modelos, como el inicio de un nuevo ciclo al alza de los precios de estos bienes, lo que situaría su inflación, hoy muy por debajo de la media del IPC, en niveles más acordes con ésta. Así, las cosas, en nuestra opinión, el IPC podría acelerar su tasa interanual por encima del 6% a lo largo de los próximos meses, pudiendo incluso llegar a alcanzar niveles en torno al 6,4% entre marzo y abril. Así, en febrero esta tasa podría pasar del 5,9% de enero al 6,1-6,2%.

El problema ante tales tasas de inflación es la previsible resistencia a la baja que se deriva de la coyuntura actual de la economía. Según el BE, el crecimiento del PIB en el último trimestre de 1991 fue del 3,4% real anual sobre el trimestre anterior, lo que sitúa el crecimiento del semestre en el 2,8%, frente al 2,1% del primer semestre (el más bajo de los últimos años). En nuestra opinión, tal expansión no es sostenible -pues no surge de un saneamiento de las condiciones de rentabilidad de las empresas manufactureras ni de una recuperación de la inversión productiva-, pero la "burbuja", bajo la incidencia efímera de los acontecimientos del 92, seguirá retardando la corrección de la inflación -en el mejor de los casos- durante gran parte del año.

La negativa evolución del empleo en el último trimestre del año, con ser mucho mayor de la que esperábamos (-118,2 miles frente a un ligero ascenso), debe analizarse en el contexto de un comportamiento en los trimestres anteriores mejor del previsto. La asimetría entre lo sucedido en el último trimestre y en el resto del año explica este comportamiento. Si en el conjunto del año el empleo ha caído en 61 mil personas, ello ha sido consecuencia del dual comportamiento de la agricultura (-145,9 mil) y la industria (-80,8 mil), por un lado, y los servicios (+145,3 mil) y la construcción (+20,5 mil), por otro. En el último trimestre, sin embargo, el empleo cayó por primera vez en la construcción y en los servicios -así como otra vez en la agricultura-, manteniéndose en contraste con lo sucedido durante el resto del año en la industria. En definitiva podrían interpretarse estos datos como "corrección" de los anteriores trimestres y como muestra de que el proceso de "ajuste vía empleo" que se inició en la industria y en la agricultura -por razones de competitividad coyuntural y de reconversión- se extiende, aunque lentamente, a otros sectores. En este sentido, la vigilancia del sector de la construcción, que aumentó su empleo en casi 200 mil personas en los últimos tres años, resulta fundamental para medir este proceso de "contagio".

El crecimiento monetario, a la luz de las nuevas definiciones de los agregados que sigue el BE, ofrece pocos argumentos que permitan albergar una mayor confianza en una corrección próxima de la tasa de inflación. Si bien el crecimiento de ALP en enero fue moderado -un 10% si se corrige del impacto del canje de los pagarés del Tesoro-, la ausencia de un objetivo nítido con que comparar su tasa -el objetivo 8-11% debe considerarse provisional después del fuerte canje de enero- hace imprescindible en análisis en términos de tendencias. Como puede apreciarse en los gráficos 3 y 4, el crecimiento monetario medido por ALP sigue siendo alto y resistente a la moderación. No obstante, no hay que olvidar que el crecimiento del crédito al sector privado viene registrando tasas relativamente bajas de crecimiento (entre el 5-6% intermensual anualizado) en los meses de noviembre 91 a enero 92.

Un segundo elemento que incide sobre la política de tipos del BE es en nuestra opinión, la elaboración del Plan de Convergencia que debe contemplar, sobre todo, un escenario de corrección del déficit público y, por tanto, de restricción presupuestaria, en el conjunto de las administraciones públicas, desde el 4,4% del

PIB de 1991 (del que 3,2 puntos corresponden a las centrales y 1,2 a las periféricas) hasta un nivel que permita el cumplimiento del requisito de la UEM del 3% en 1996. Este Plan ha de ser aprobado por el Gobierno en la primera quincena de marzo y remitido después a la Cortes y a Bruselas para su discusión.

TABLA 1

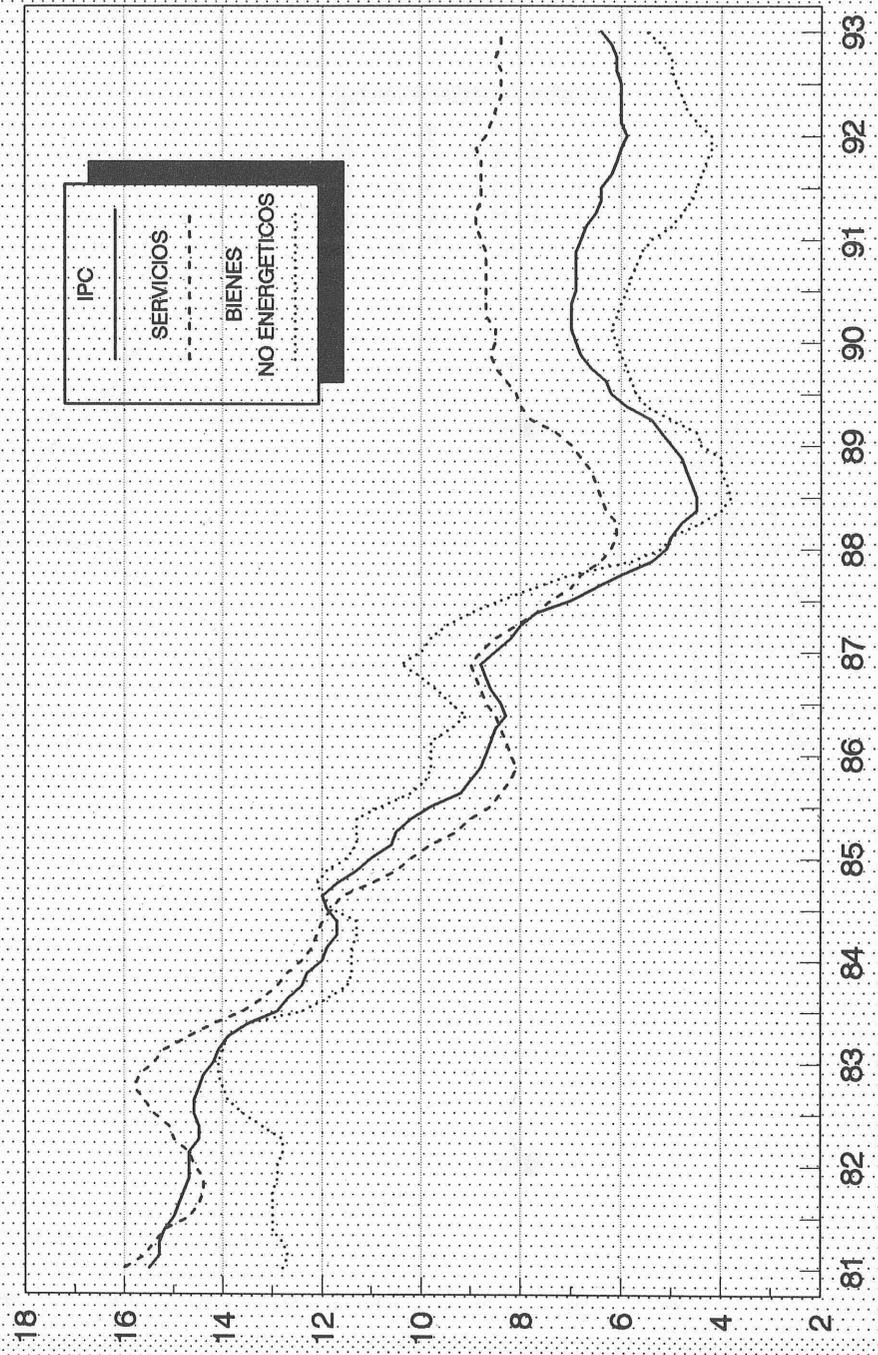
LA PROGRAMACION MONETARIA EN LOS ULTIMOS AÑOS (Tasas de crecimiento)			
	1990	1991	Objetivo 1992
ALP			
Objetivo	6,5-9,5	7,0-11,0	8,0-11,0
Realización			
Antigua definición	9,3	12,6	-
Nueva definición	11,3	11,3	-
ALP + Pagarés de Empresa			
Objetivo	-	7,5-9,5	-
Realización	-	12,0	-
ALP2	13,7	12,9	-
M3			
Objetivo	-	-	7,0-11,0
Nueva definición	13,1	12,7	-
Pro-memoria PIB nominal	11,2	9,2	9,0

TABLA 2

HIPOTESIS DE VELOCIDAD DE CIRCULACION IMPLICITA EN LA PROGRAMACION MONETARIA 1992		
	Velocidad de circulación ^(*)	Variación anual
Para el 8%	1,057	+0,9
Para el 9,5%	1,042	-0,5
Para el 11%	1,028	-1,8
Pro-memoria		
1991	1,047	-1,9
1990	1,068	0,0

(*) La Velocidad de circulación es el ratio PIB/ALP según la nueva definición del agregado. Se supone un crecimiento nominal del PIB del 9%.

GRAFICO N° 1
INFLACION DE LOS SERVICIOS Y DE LOS BIENES NO ENERGETICOS
 Tasa de variación media anual



Previsiones desde febrero de 1992

GRAFICO N° 2
PRECIOS ALIMENTICIOS
Alimentos sin elaborar y elaborados
Tasa de variación media anual

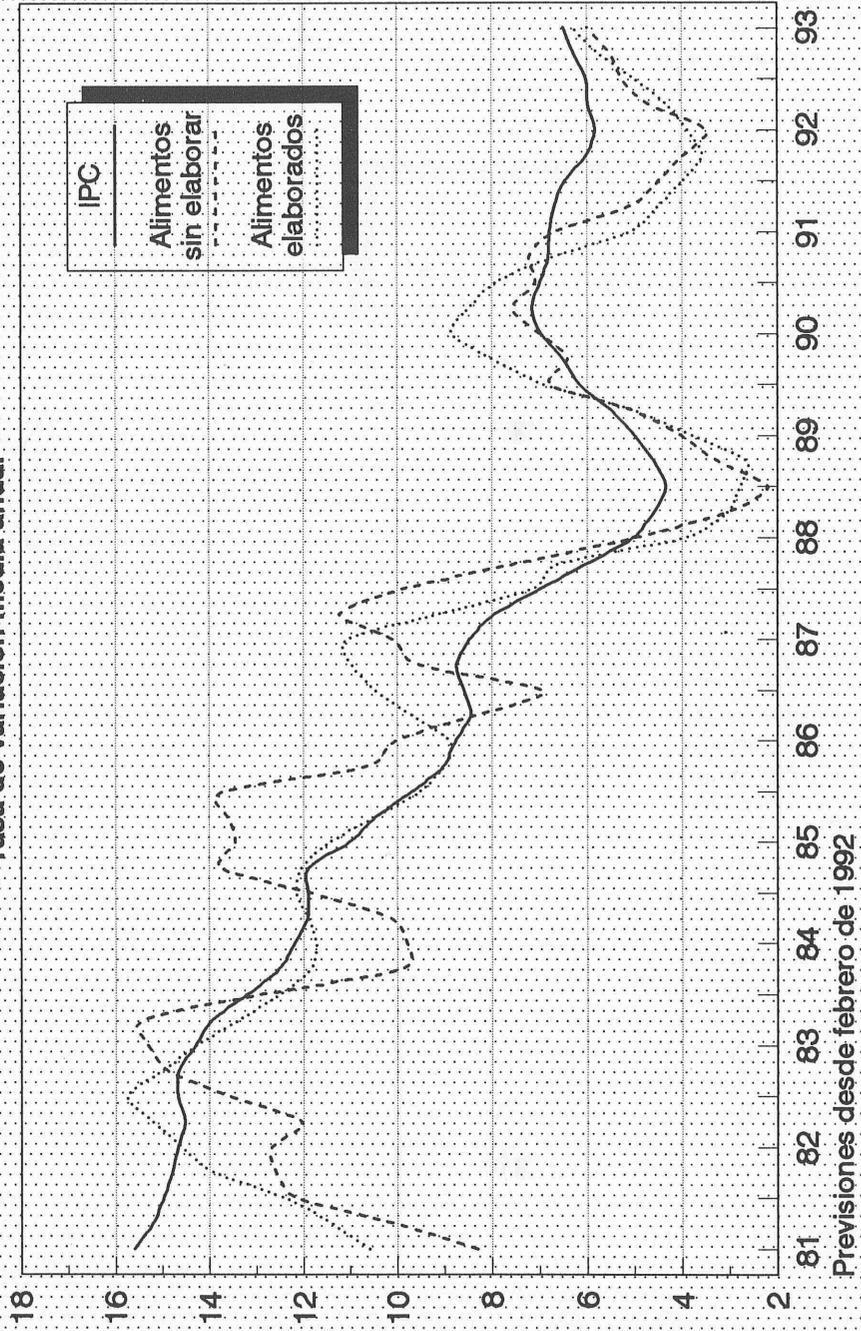


GRAFICO N° 3
EVOLUCION DE ALP Y ALP2
Tasa de variación interanual

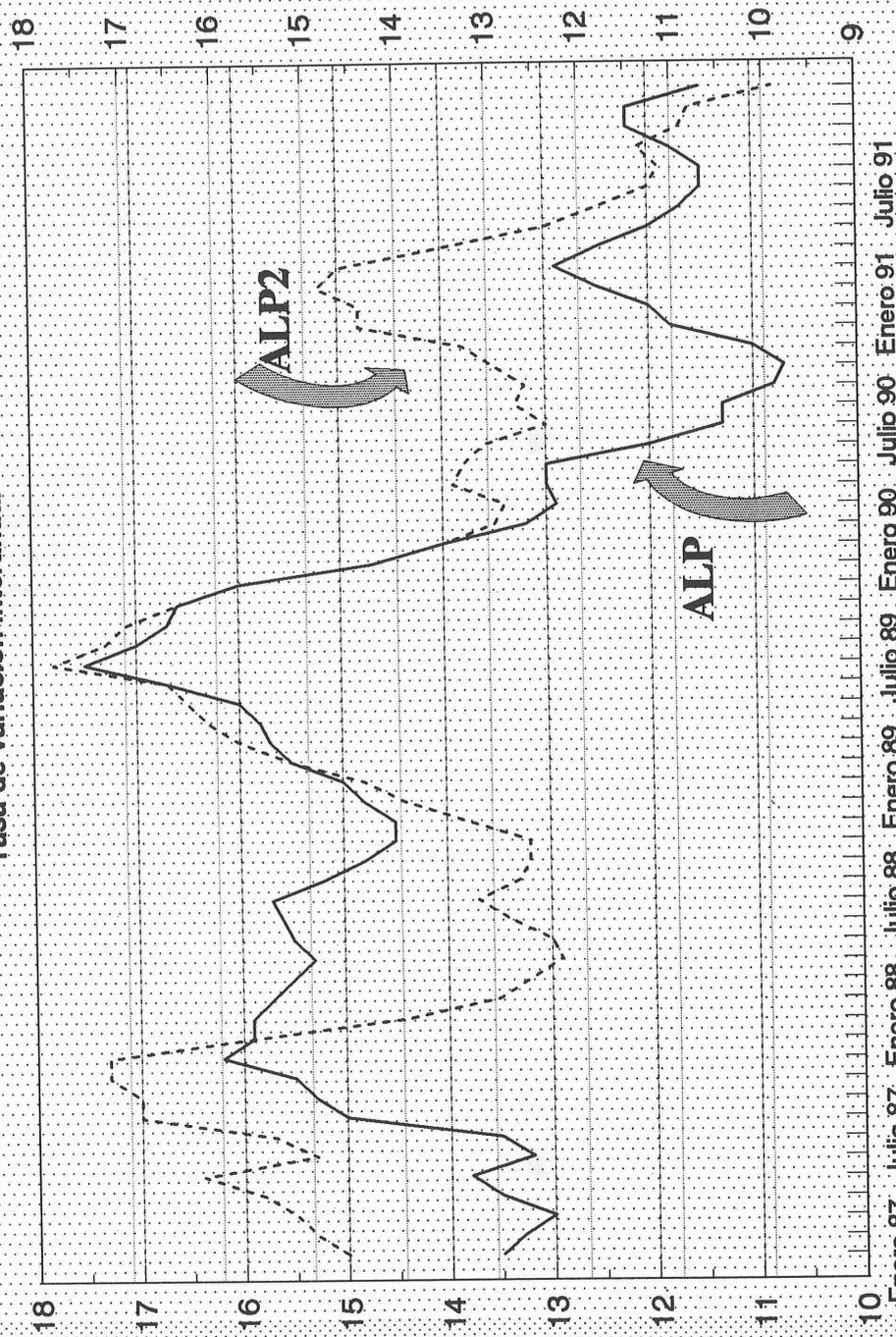


GRAFICO N° 4
EVOLUCION DE ALP Y M3
Tasa de variación interanual

