EL ANALISIS DE LA COYUNTURA MONETARIA Y FINANCIERA ESPAÑOLA

En este artículo, **Fernando Gutiérrez Junquera** describe cómo se realiza el análisis de la coyuntura monetaria y financiera en el Banco de España, destacando los aspectos sistemáticos del uso de indicadores. Para ello, en primer lugar, señala los cambios principales que ha habido en el entorno de los mercados monetarios y financieros, y las modificaciones de orden general en el esquema del análisis monetario a las que han dado lugar. A continuación, revisa con mayor detalle el papel de las variables monetarias principales en este esquema, y finalmente aplica estos criterios al caso concreto de la coyuntura monetaria española actual, a través de un examen de la información que proporcionan los principales indicadores regularmente utilizados para este propósito.

I. INTRODUCCION

LA coyuntura monetaria y financiera presenta algunos rasgos específicos que diferencian su análisis del examen de otros aspectos de la actividad económica. Entre ellos, se pueden citar:

El hecho de que suele asociarse, en gran medida, a la toma de decisiones de política monetaria, o a la previsión de estas decisiones por parte de otros agentes. A pesar de ello, también debe resaltarse su importancia para el seguimiento y la supervisión de entidades y mercados financieros, y, dentro de un marco más amplio, su papel en el análisis global de la coyuntura económica, y especialmente de la inflación.

En buena medida debido a ese vínculo con la política monetaria, y al impacto que pueden tener, incluso en el muy corto plazo, las alteraciones de los tipos de interés o de cambio sobre determinados agentes, el análisis de la coyuntura monetaria y financiera tiene una vertiente muy importante centrada en el muy corto plazo. Simultáneamente, existen otros aspectos que exigen un análisis orientado al medio y largo plazo; especialmente, aquellos que asocian las variables monetarias y la evolución de los precios.

Otro rasgo característico es la relevancia inmediata que para el análisis de la coyuntura monetaria tienen las variables internacionales. En un contexto de libertad de movimientos de capitales y de creciente integración monetaria y financiera, que incluye el mantenimiento de acuerdos cambiarios, la evolución de las variables monetarias en otros países determina, en gran medida, su evolución en un país determinado.

Por último, un aspecto notable del análisis de coyuntura es la profusión de datos estadísticos y la altísima frecuencia de disposición de datos de algunas variables —sobre todo las de precios—, lo que permite un análisis prácticamente contemporáneo.

El análisis de la coyuntura monetaria y financiera ha experimentado, a lo largo de las últimas dos décadas, una transformación profunda en cuanto a sus métodos, e incluso a su enfoque.

La raíz de estas transformaciones se encuentra en dos aspectos diferentes: en primer lugar, se ha generalizado la opinión entre los bancos centrales, otras instancias de la política económica y los propios agentes de que la estabilidad de precios tiene una altísima prioridad en el diseño de las políticas económicas, y en particular de la política monetaria. Ello ha condicionado la orientación del análisis, e incluso el método y los instrumentos que se utilizan. En segundo lugar, a lo largo de los últimos años, se han producido cambios profundos en el entorno monetario y financiero de los distintos países: los procesos de liberalización financiera y de apertura al exterior de las economías nacionales han vuelto mucho más complejo el análisis de la coyuntura monetaria y financiera, y han introducido en él un número mayor de variables estrechamente conectadas, pero cuyas relaciones no se conocen con excesiva precisión.

La importancia de estos cambios, y la velocidad con la que se han producido en muchos países, ha dado lugar al estudio y rápido desarrollo de nuevos indicadores, que coexisten con los tradicionales, a los que, a su vez, se les han dado diferentes ponderaciones. En este contexto, general en el mundo desarrollado, España no ha sido una excepción.

II. LOS CAMBIOS EN EL ENTORNO MONETARIO Y FINANCIERO

Hasta bastante avanzados los años ochenta, el sistema financiero español, como el de muchos países desarrollados, se caracterizaba por el predominio casi absoluto del sistema bancario en la canalización de los flujos financieros; no existían otras instituciones o mercados alternativos, o se encontraban en un estado muy incipiente de desarrollo. Por su parte, el sistema bancario era relativamente rígido, y el grado de competencia, mucho más reducido que en la actualidad; buena parte de los tipos de interés relevantes se fijaban por la vía administrativa, y la actividad de las entidades se veía coartada por la existencia de coeficientes elevados y normas legales que introducían un grado de segmentación importante entre los distintos tipos de intermediarios. Por último, la economía española era muy cerrada, en lo comercial y en lo financiero; un tupido sistema de controles de cambios aseguraba la autonomía de la política monetaria nacional, en un entorno, primero, de descomposición gradual del sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods y, posteriormente, de generalización de los tipos de cambio flexibles.

En este contexto, la demanda de dinero mantenía una relación muy estable con el gasto nominal (Rojo y Pérez, 1977), lo que permitió, a partir de mediados de los setenta, el desarrollo de un esquema de control monetario «clásico» en dos niveles. En el primero, se perseguía el control del gasto nominal mediante el seguimiento —muy estricto— de un objetivo intermedio de crecimiento de M3. En un segundo nivel, se controlaba M3 a través de la regulación de los activos de caja del sistema bancario (activos mantenidos para el cumplimiento de un elevado coeficiente de caja). Este seguimiento era, también, muy riguroso, lo que implicaba una alta variabilidad de los tipos de interés a corto plazo.

En un esquema como el descrito, el análisis de la evolución de la liquidez en relación con los objetivos definidos constituía el factor primordial en la coyuntura monetaria y financiera. Este análisis incluía la evolución de los distintos agregados monetarios y de sus componentes, así como de sus contrapartidas: la evolución del crédito a los sectores privado y público, y la contribución del sector exterior a la expansión de la liquidez, complementados, a muy corto plazo, por la evolución de los activos de caja. En un plano más secundario, se situaban la evolución de los tipos de interés y la del tipo de cambio.

Este esquema fue, poco a poco, perdiendo su simplicidad: la liberalización financiera, el desarrollo de los mercados, el aumento de la competencia por la captación de recursos y la creciente sensibilidad de los agentes a la remuneración del ahorro, así como la apertura de la economía al exterior, aumentaron la preocupación por la estabilidad de los mercados financieros y por la variabilidad de los tipos a corto plazo: los activos de caja perdieron su carácter de variable instrumental, y el Banco de España pasó gradualmente a ejercer un control más estrecho sobre los tipos de interés a corto plazo (Escrivá y Santos, 1991). En consecuencia, la previsión de los tipos de interés, y la transmisión de los tipos de corto plazo a los tipos relevantes para las decisiones de ahorro y gasto, cobraron una relevancia mucho mayor, y se hizo preciso un análisis más detenido de la evolución de los tipos de interés en distintos mercados.

Simultáneamente, el tipo de cambio ganó importancia a causa de la apertura comercial creciente de la economía y del desmantelamiento paulatino de los controles de cambios. Esta tendencia se agudizó a partir de la entrada de la peseta en el SME, que suponía el mantenimiento del tipo de cambio dentro de unas bandas predeterminadas. De esta forma, las variables asociadas al tipo de cambio tomaron una posición más central en el análisis de coyuntura, y debieron diseñarse y seguirse indicadores que recogieran los distintos determinantes de la evolución del tipo de cambio, así como sus perspectivas y la sostenibilidad del mismo.

En líneas generales, la configuración gradual de un entorno financiero más sofisticado y dinámico planteaba dificultades crecientes para la fijación de reglas sencillas para la ejecución de la política monetaria. La relación entre los agregados monetarios y el gasto nominal tendió a volverse más difusa: en el corto plazo, sobre todo, pero también en el largo plazo, el crecimiento de la liquidez se ha visto afectado por desplazamientos entre instrumentos financieros, y ello por diversos motivos, entre los que pueden destacarse los movimientos de los tipos de interés nacionales, o de los tipos de interés extranjeros, así como las expectativas del tipo de cambio, etc... En este contexto, por otra parte, se ha vuelto cada vez más difícil controlar el crecimiento de la liquidez.

En estas circunstancias, los bancos centrales han tendido a

hacer hincapié en la inflación como objetivo y guía prioritarios de sus acciones, y en una orientación a largo plazo; este enfoque, en el caso español, se ha visto explícitamente refrendado en la formulación de objetivos de la política monetaria para 1995. El resultado de esta tendencia es que el análisis de la coyuntura se ha vuelto más complejo: junto al seguimiento de variables monetarias cuantitativas (que, en el caso español, continúan siendo indicadores muy destacados), del tipo de cambio y de los indicadores relativos a sus determinantes, y de la evolución de los tipos de interés en los distintos mercados, el análisis de la coyuntura monetaria y financiera debe prestar una atención preferente a otra serie amplia de variables: la propia evolución de los precios, de sus componentes y de sus tendencias; otros indicadores de costes (salariales, precios de importación, impuestos indirectos, márgenes empresariales); distintos indicadores acerca de las tensiones inflacionistas latentes y del uso de la capacidad productiva; otros factores, como la política fiscal, que pueden tener impacto sobre la demanda agregada, y, finalmente, indicadores indirectos adicionales de las expectativas de inflación, de entre los que los más contrastados en nuestro país son los asociados a la curva de rendimientos por plazos.

Todos estos indicadores tienen un puesto en el esquema de análisis, más o menos importante según la información que se considera que aportan con respecto a:

— la evolución de los precios;

— la evolución del tipo de cambio, que tiene relevancia por sus efectos sobre la inflación, pero también por sí misma, en la medida en la que existe un compromiso de mantener el tipo de cambio en unas bandas determinadas con respecto a las restantes divisas del Sistema Monetario Europeo;

— la transmisión de la política monetaria a las variables finales.

De esta forma, el análisis de la coyuntura monetaria y financiera cobra un carácter integrado con el análisis global de la coyuntura económica, aunque con un sesgo específico hacia la evaluación de la situación inflacionista y la detección de presiones futuras sobre los precios. El banco central tomará este análisis como un *input* determinante de sus acciones de política monetaria, y el resto de los agentes procurará reproducirlo, con el propósito de anticiparse a estas decisiones en el diseño de estrategias para su actividad.

En los apartados siguientes, se revisa cuál es el papel de las variables e indicadores «tradicionalmente» monetarios en el esquema de análisis, aunque se debe resaltar que éste no puede realizarse en la actualidad sin un examen detenido de la inflación y de sus determinantes no monetarios.

III. LOS AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

Como ya se ha comentado, el papel de los agregados monetarios en el análisis de la coyuntura ha experimentado cambios importantes, asociados a su consideración dentro del esquema de objetivos de la política monetaria. M3 y, posteriormente, ALP fueron objetivos intermedios que se seguían de forma muy estricta, y, por tanto, constituían variables determinantes en el análisis monetario. Posteriormente, su seguimiento fue menos estricto, en la medida en la que su evolución, en el muy corto plazo, se juzgaba menos significativa en relación con la del gasto nominal y, también, en la medida en la que el tipo de cambio, a partir de la entrada de la peseta en el SME, se convirtió en la variable más importante en la gestión a corto plazo de la política monetaria.

En los últimos años ochenta, se apreciaron signos de inestabilidad de la relación de ALP con el gasto nominal. No obstante, los trabajos empíricos realizados por entonces (Dolado, 1988; Dolado y Escrivá, 1991; Cabrero, Escrivá y Sastre, 1992) tendían a mostrar que las inestabilidades de ALP tenían un carácter transitorio, y que la relación entre ALP y el gasto nominal permanecía estable, aunque más mediatizada por la evolución de los tipos de interés. Ello justificaba el que ALP mantuviera su *status* como objetivo intermedio, y continuaron fijándose anualmente bandas para su crecimiento. Con todo, la secuencia de perturbaciones financieras obliga a cualificar cuidadosamente la evolución de ALP. Ello se hacía a través de un análisis de sus componentes, de la evolución de los agregados más estrechos (M3, M2 y M1) y de sus contrapartidas (el crédito interno a los sectores público y privado, y la variación de activos netos frente al exterior), así como a través de un análisis de los flujos financieros en otros mercados de instrumentos no incluidos en ALP (los de deuda pública y pagarés de empresa, particularmente). De esta forma, se intentaba evaluar si una evolución determinada de ALP reflejaba el recrudecimiento de ten-

siones inflacionistas, o bien simples cambios en las preferencias de los agentes en cuanto a su cartera de activos financieros.

En este período, los desbordamientos de la banda de objetivos de ALP fueron muy frecuentes, pero ALP era una variable clave para la utilización del margen de maniobra que dejaba el tipo de cambio en la gestión de la política monetaria. Incluso cuando la restricción cambiaria impedía que la política monetaria reaccionara de acuerdo con la evolución de ALP (siempre valorada con una perspectiva de medio plazo), el agregado monetario proporcionaba una señal significativa acerca del carácter adecuado o inadecuado de la combinación de políticas aplicadas con vistas a la reducción de la inflación (1).

Sin embargo, los últimos trabajos empíricos (Vega, 1994) con datos de la evolución de ALP en 1993 muestran que las relaciones históricas entre ALP y el gasto nominal se han deteriorado, afectando incluso a la relación a largo plazo. O, lo que es lo mismo, en los últimos años se observa un cambio estructural en los factores que determinan la demanda de liquidez por parte del público.

Se han contrastado distintas hipótesis para explicar estos cambios: el aumento reciente de la tasa de ahorro y de la riqueza del sector privado, que podría haber afectado a la elasticidad renta de la demanda de ALP; un aumento de la sensibilidad de la demanda de dinero ante variaciones de los tipos de interés —que estaría asociada al aumento de la competencia bancaria por la captación de depósitos y con el desarrollo de los fondos de inversión—, y, finalmente, la apertura de la economía al exterior y la desaparición de los obstáculos a la libre circulación de capitales, que habrían incrementado la gama de activos —sustitutivos de los incluidos en ALP— a disposición del público.

De estas tres hipótesis, es la tercera la que parece tener una mayor relevancia, de forma que, tomando en cuenta los tipos de interés exteriores en las estimaciones empíricas de la demanda de ALP, ha podido reconstituirse una ecuación que explica satisfactoriamente su evolución en los últimos años.

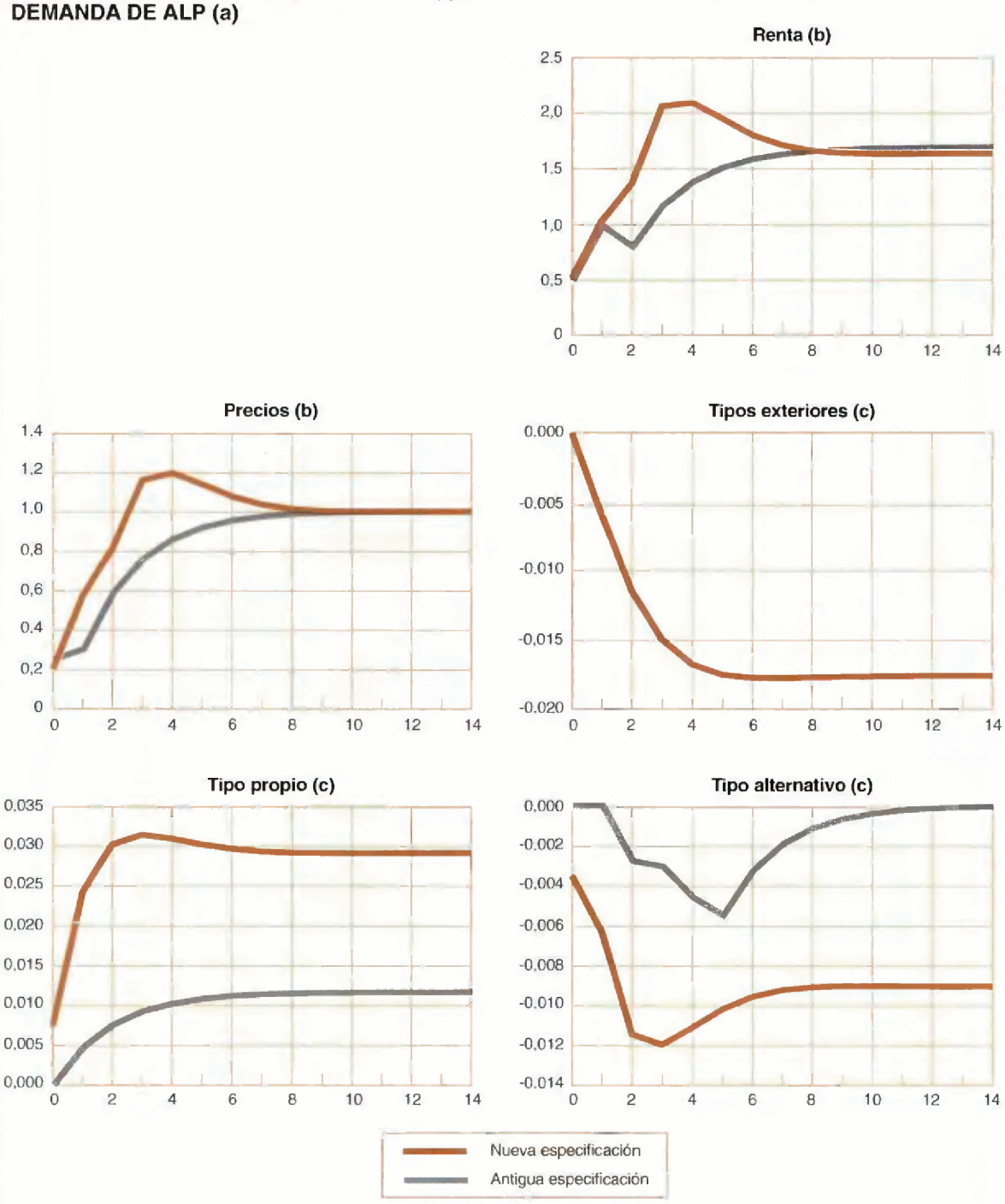
El gráfico 1 muestra las funciones de respuesta de la demanda de ALP a sus distintos determinantes, según las ecuaciones antiguas y las nuevas. Su comparación tiene interés para ilustrar en qué sentido los cambios recientes han afectado a la demanda de ALP. Ambas muestran similitudes altas en los aspectos más sustanciales: el impacto de la renta en la demanda de ALP es muy elevado, y la elasticidad a largo plazo no varía; continúa siendo muy elevada —del orden de 1,6 ó 1,7—, aunque se observa una reacción más rápida en la nueva ecuación. Por lo que se refiere a los precios, la reacción a corto plazo es algo más intensa, pero, a largo plazo, tampoco se aprecian cambios. La nueva ecuación registra, en cambio, impactos más importantes —tanto en el corto como en el largo plazo— de modificaciones del tipo propio y del tipo alternativo. Ambos tienden a compensarse, por lo que estos cambios no tienen un efecto sustancial en el largo plazo, aunque la dinámica de estos impactos es tal que, a corto plazo, tienden a predominar, en mayor medida que antes, los efectos perversos (un aumento de los tipos lleva a una aceleración de ALP). Por último, aparece un término nuevo, los tipos exteriores, que tiene una repercusión significativa sobre ALP, y que representa el elemento diferencial verdaderamente importante entre una y otra ecuación.

Debe señalarse que, habida cuenta de que los tipos de interés son variables altamente correlacionadas —sobre todo, los internos entre sí, pero también, a su vez, con los externos—, la identificación del tipo exterior —que funciona como otro tipo alternativo— tiene efectos sobre los parámetros de los restantes tipos.

En suma, la nueva estimación de la demanda de ALP vuelve a constatar la existencia de una relación estadísticamente robusta con el gasto nominal; sin embargo, esta relación se ve alterada —en el corto plazo, sobre todo, pero también en el largo plazo— por la influencia de otras variables, lo que desaconseja un seguimiento estricto de ALP. Por otra parte, la experiencia pasada de sucesivas alteraciones, que han obligado a cambios y reformulaciones de las ecuaciones que formalizan el vínculo entre ALP y el gasto nominal, induce a un cierto escepticismo sobre la permanencia en el tiempo de la ecuación ahora en uso.

En este contexto, ya en los objetivos de la política monetaria para 1995 la evolución de la liquidez ha pasado a ser un indicador con un carácter menos privilegiado que el de objetivo intermedio, pero muy relevante para juzgar las perspectivas de la inflación, siempre en un análisis a medio plazo conjunto con sus contrapartidas, así como los agregados más reducidos y los factores financieros que puedan llevar a distorsionar su relación con el gasto nominal.

GRAFICO 1
FUNCION DE RESPUESTA ACUMULADA (*)
DEMANDA DE ALP (a)



(*) El periodo temporal de referencia es trimestral.
(a) Incluye pagarés de empresa y deuda especial, para evitar las rupturas de la serie debidas a la restricción crediticia en 1989 y 1990 y al proceso de regularización fiscal de finales de 1991 y comienzos de 1992.
(b) Elasticidades.
(c) Semielasticidades.

Con este propósito, se utilizan, como indicadores convencionales, distintas tasas de crecimiento de los agregados monetarios estándar —ALP2, ALP, M3, M2 y M1 (2)— y de sus contrapartidas (el crédito interno a las administraciones públicas, a las empresas y las familias, y los activos netos exteriores).

Además, y habida cuenta de la importancia de instrumentos altamente sustitutivos con ALP (sobre todo a partir del desarrollo de los fondos de inversión), y de fuentes de financión altamente sustitutivas con el crédito interno, se han construido agregados más amplios que sirven como indicadores complementarios:

- Un agregado amplio de liquidez, que incluye, además de ALP, los pagarés de empresa y los valores públicos a medio y largo plazo en manos del público.
- La financiación a empresas y familias ampliada, que incluye, además del crédito interno, la emisión de pagarés de empresa y los créditos exteriores directos.
- La financiación a las administraciones públicas ampliada, que incluye, además del crédito interno, la financiación exterior (vía créditos y compra de valores públicos por no residentes) y las tenencias en firme de valores a medio y largo plazo de las administraciones públicas en manos del público.

Para un análisis a corto plazo de estas variables, desde el rango mensual al anual, se dispone de modelos univariantes para la previsión de ALP, sus componentes, y el crédito interno a los sectores público y privado (Cabrero y Sánchez, 1993).

Para un análisis más orientado al medio y largo plazo, se dispone de distintas herramientas, construidas a partir de las ecuaciones de demanda de ALP:

a) Simulaciones de la evolución previsible de ALP según distintos supuestos para sus variables determinantes: el PIB real, el IPC, el tipo propio del agregado, el tipo alternativo (en este caso, el tipo de la deuda a largo) y los tipos exteriores a tres meses (media del euromercado para el marco alemán y el dólar).

b) El análisis de la contribución de cada uno de estos factores al crecimiento pasado (y a las previsiones de crecimiento) de ALP.

c) Las desviaciones entre la evolución efectiva de ALP y su senda de largo plazo, según sus determinantes.

Finalmente, para el análisis de la evolución del crédito interno al sector privado, se cuenta con una ecuación de demanda de crédito, que relaciona éste con la demanda nacional privada, su deflactor, el tipo de interés del crédito bancario y el tipo de interés exterior (como tipo alternativo), en la línea descrita en Vega (1992). Esta ecuación permite construir el mismo tipo de herramientas antes señaladas para ALP.

IV. LOS TIPOS DE INTERES

El examen de los tipos de interés constituye una parte integral del análisis de la coyuntura monetaria y financiera. Para la evaluación de las condiciones financieras de la economía, se ha de proceder a un examen de los tipos de interés en los distintos mercados (interbancarios, de valores públicos y privados, y de las operaciones bancarias de activo y pasivo).

Este examen es la base para el estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, de su intensidad y rapidez; una vez establecidas empíricamente las relaciones entre los tipos en unos y otros mercados (véase un ejemplo de ello en Sastre, 1991), el banco central puede evaluar con más precisión los efectos de las acciones de política monetaria sobre las decisiones de gasto y ahorro de los agentes últimos.

El análisis de los tipos de interés, tanto nominales como descontados de inflación, aparte de su utilidad evidente como indicador del grado general de restricción monetaria, proporciona información útil en otros aspectos.

En primer lugar, constituye una variable importante en las ecuaciones en uso de la demanda de dinero, y es, por tanto, un factor explicativo de su evolución. Como se ha señalado, la evolución de los *tipos propios de ALP* (un indicador ponderado de los distintos instrumentos incluidos en esta variable) y del *tipo alternativo* (una media ponderada de la deuda pública a distintos vencimientos superiores a dos años), así como de los *tipos exteriores* (aproximados, en la actualidad, como una media ponderada de los tipos del marco y del dólar), es indispensable para evaluar una evolución determinada de ALP en relación con el aumento del gasto nominal.

De la misma forma, la evolución de los *tipos sintéticos del crédito* (3) —media ponderada de las operaciones de activo de los bancos y cajas—, aparte de ser un indicador agregado de la evolución del coste del crédito bancario, constituye un factor explicativo de la evolución de éste que

ilumina sobre la relación que, en cada momento, existe entre el crédito y la evolución presente y las previsiones de la demanda nacional privada.

Más recientemente, ha cobrado importancia el uso de los tipos de interés en dos frentes distintos.

El primero de ellos es la evaluación de *los diferenciales de tipos con el exterior* como indicador de la sostenibilidad del tipo de cambio, en el contexto de los compromisos cambiarios del SME (aspecto que se verá con más detalle en el apartado siguiente). El segundo es el examen de *la curva de rendimientos* por plazos para obtener información sobre las expectativas de tipos de interés e inflación de los agentes. A este respecto, se han desarrollado indicadores de la evolución de la pendiente de la curva de rendimientos y de tipos de interés esperados en los distintos plazos; también pueden elaborarse en forma de diferenciales con los tipos en otros países. El uso, para este propósito, de los FRA (acuerdos sobre tipos de interés futuros efectivamente negociados) permite corregir buena parte de las deficiencias que presentan habitualmente este tipo de herramientas. De esta forma, el análisis de estos indicadores resulta útil, aparte de para valorar las perspectivas del tipo de cambio, para evaluar la interpretación de los agentes del grado de restricción monetaria instrumentado, y sus expectativas en cuanto a los diferenciales de inflación con dichos países. En el contexto de los Acuerdos de Maastricht, esta información cobra especial relevancia.

V. EL TIPO DE CAMBIO

El análisis del tipo de cambio es esencial, al menos, en dos vertientes distintas, aunque relacionadas. La primera de ellas es el análisis de la competitividad de la economía; la segunda, en cuanto factor que se ve afectado por las acciones de la política monetaria y tiene incidencia sobre los precios, siendo, por tanto, elemento básico del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Es a esta última vertiente a la que se dedica una mayor atención en este artículo, en la medida en que el tipo de cambio recoge información sobre las condiciones monetarias y financieras presentes y futuras de la economía.

La relevancia del tipo de cambio, en una economía como la española, con un grado ya importante de apertura comercial al exterior, con un régimen de plena libertad de movimientos de capitales, y embarcada en un proceso que debe de culminar en una unión monetaria con los restantes países de la UE, es, evidentemente, muy alta. Sin embargo, su papel preciso dentro del análisis de la coyuntura monetaria depende, de manera crucial, del régimen de tipo de cambio existente en cada momento. Así, por ejemplo, a partir de la entrada de la peseta en el SME, se desarrollaron indicadores relativamente complejos que, sobre la base de la paridad descubierta, trataban de evaluar las perspectivas del tipo de cambio y en qué medida los agentes juzgaban sostenibles en cada momento las bandas establecidas. En la medida en la que el tipo de cambio fue, durante esta época, la variable más directamente determinante de la política monetaria en el corto plazo, el seguimiento de estos indicadores ocupaba un papel muy relevante en el análisis de la coyuntura. Tras la ampliación de las bandas, su papel ha continuado siendo significativo, pero no de una forma tan inmediata, en la medida en la que se entiende que la estabilidad del tipo de cambio no es un propósito que dependa exclusivamente de la política monetaria, sino el resultado global de un conjunto de políticas económicas orientadas hacia la estabilidad macroeconómica.

El examen del tipo de cambio incluye, por tanto, el seguimiento de:

- Distintos índices de tipos de cambio nominales y reales, con respecto a distintos países (Alemania, EE.UU.) y agregados de países (países desarrollados, UE, etcétera).

- Sus determinantes más inmediatos: las posiciones de residentes (bancarios, especialmente) en los mercados de divisas, y de los no residentes en los mercados domésticos a corto plazo.

- Las reservas de divisas, y, en su caso, las intervenciones del Banco de España.

- Los diferenciales de tipos de interés con otras monedas a distintos plazos.

- El descuento o la prima de la peseta con distintas monedas en el mercado a plazo.

- Indicadores específicos construidos con estos elementos, entre los que pueden destacarse:

— el horizonte de credibilidad de la peseta, que trata de medir, con base en los diferenciales de tipos y en la posición de la peseta en sus bandas, si los agentes esperan —y en cuánto tiempo—

que la peseta llegue a los límites de fluctuación con respecto a otras monedas del SME (Serrat, 1992);

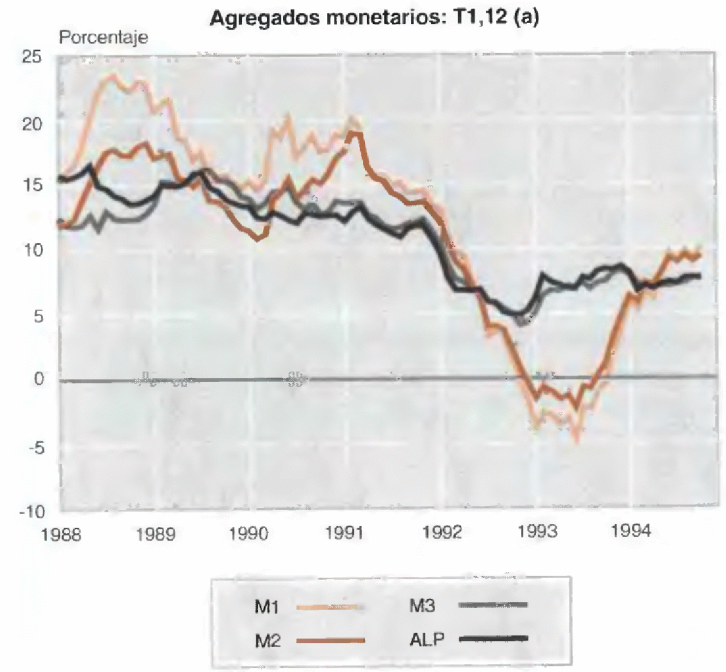
— otras medidas de credibilidad que intentan determinar la tasa esperada de apreciación o depreciación de una moneda, en función de los diferenciales de tipos de interés (Ayuso, Pérez Jurado y Restoy, 1993);

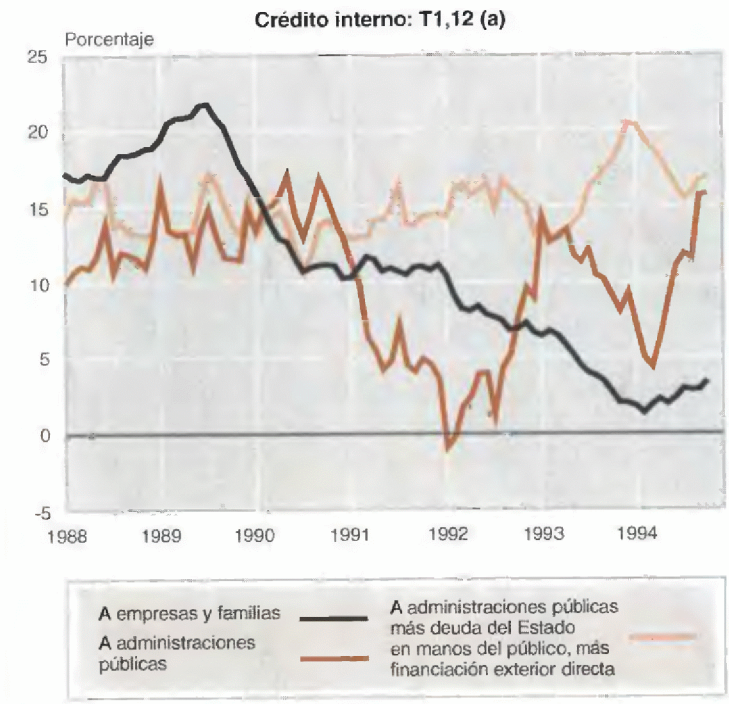
— los tipos de interés y los diferenciales esperados con otros países, construidos con los contratos de futuros (Díaz del Hoyo y Prado, 1994).

VI. LA COYUNTURA MONETARIA AL FINAL DE 1994

En los meses finales de 1994, la economía española parece asentada en una senda de recuperación paralela a la experimentada por la mayor parte de los países europeos. El crecimiento real del PIB, en el último semestre de 1994, podría estar en el entorno del 2 por 100 (en términos interanuales), estimulado principalmente por el sector exterior, mientras que la demanda interna registra tasas de crecimiento muy moderadas. A pesar de esta evolución de la demanda interna, de la transmisión relativamente modesta de las devaluaciones de la peseta a los precios industriales, y de la desaceleración de los precios de los servicios y de los salarios, el crecimiento del índice de precios de consumo muestra una fuerte resistencia a situarse por debajo del 4 por 100, un resultado muy pobre después de haber atravesado una de las recesiones más profundas de la historia económica reciente de España.

GRAFICO 2





(a) Series originales.
Fuente: Banco de España.

En este contexto, las perspectivas sobre la inflación son inciertas; cabe la posibilidad de que la inflación continúe desacelerándose en los próximos meses, sobre todo si se manifiestan los efectos favorables de la reforma del mercado de trabajo, que podrían contribuir a mantener la moderación salarial. No obstante, se advierten riesgos significativos de un estancamiento, o incluso un repunte, de la inflación a lo largo del próximo año, que podría verse alimentada por la recuperación cíclica y por otra serie de factores específicos, como el aumento anunciado del IVA o las medidas, contenidas en la Ley de Presupuestos, de indiciación de las pensiones y aumento de los sueldos de los funcionarios. Existen a este respecto señales preocupantes, provenientes de los precios industriales, de las medidas de tendencia de los precios, así como de las propias variables monetarias: los agregados monetarios y los tipos de interés.

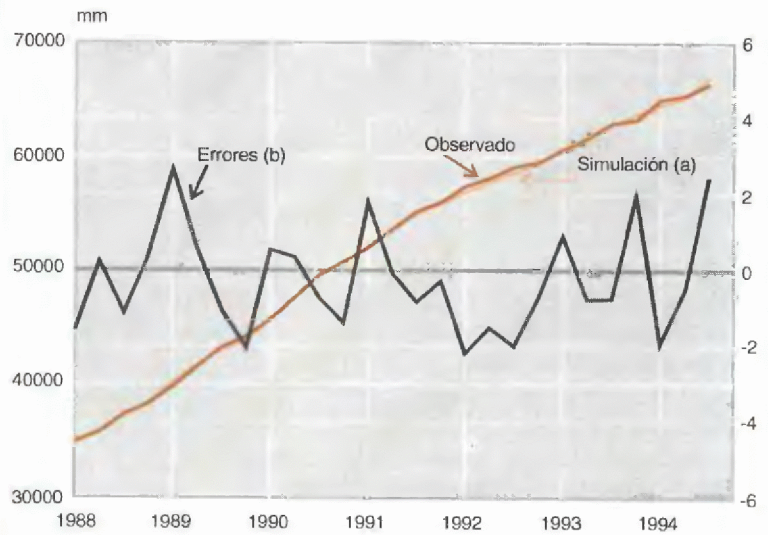
1. Los agregados monetarios

Tomando en consideración los indicadores monetarios, se debe destacar que, desde los meses finales de 1992, ALP viene registrando una expansión rápida, a pesar del aumento moderado que registra el gasto nominal (y muy especialmente su componente real, respecto al cual, según las ecuaciones de demanda en uso, ALP tiene una elasticidad muy superior a la unidad). Así, a lo largo de 1993, ALP creció un 8,6 por 100, por encima de la banda de objetivos (entre el 4,5 y el 7,5 por 100), frente a un 3,2 por 100 del gasto nominal (y una caída, superior a la inicialmente prevista, de 1,1 por 100 del PIB real). En 1994, tras una desaceleración muy acusada en el primer trimestre, ALP ha venido creciendo, en el segundo y el tercero, a tasas del 8,5 y del 12,2 por 100, respectivamente (gráfico 2). Al cierre del tercer trimestre, el crecimiento acumulado se situaba ya en el 6,8 por 100, frente a una banda de referencia entre el 3 y el 7 por 100, y las proyecciones ARIMA arrojaban previsiones de crecimiento en torno al 8 por 100 para el año. Aunque la recuperación del PIB real ha sido, en 1994, más intensa de lo inicialmente previsto, en este contexto se plantea la cuestión de si el aumento de la masa monetaria podría alimentar tensiones inflacionistas futuras.

Una evaluación inicial de esta cuestión la proporciona el gráfico 3, que muestra la evolución de ALP en relación con su senda de crecimiento prevista, de acuerdo con la evolución de sus variables determinantes. Como se puede observar, en el último trimestre de 1993 el nivel de ALP estaba cerca de esa senda, aunque algo por encima; con todo, la desviación era moderada, y fue posteriormente corregida. Una descomposición de los factores que contribuyen a explicar el crecimiento de ALP aparece en el gráfico 4. En él puede observarse cómo buena parte del crecimiento aparentemente excesivo de ALP en 1993, dada la contribución más o menos estable de los precios, y fuertemente negativa de la renta real, se explica por los tipos de interés: mientras que la contribución del tipo pro-

GRAFICO 3

ALP(*): SIMULACION CON LA ECUACION DE DEMANDA Y EVOLUCION EFECTIVA

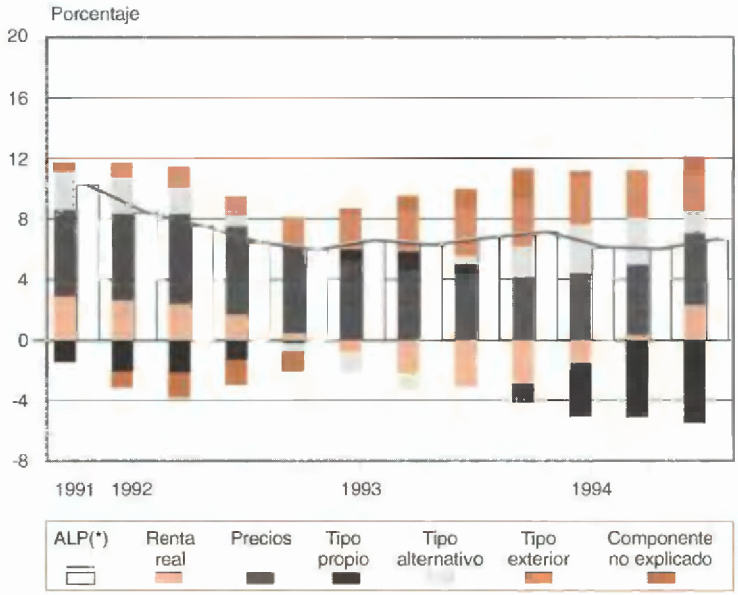


(*) Incluye pagarés de empresa y deuda especial, para evitar las rupturas de la serie debidas a la restricción crediticia en 1989 y 1990 y al proceso de regularización fiscal de finales de 1991 y comienzos de 1992.

(a) La simulación es la predicción, un período por delante, realizada con la ecuación de demanda.

(b) Los errores, normalizados, se corresponden con la escala de la derecha.

GRAFICO 4
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ACUMULADO INTERANUAL DE ALP (*)



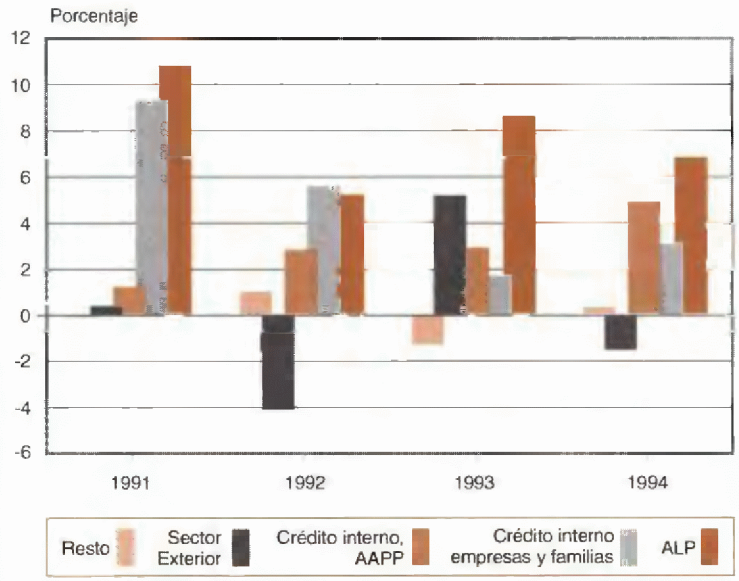
(*) Incluye pagarés de empresa y deuda especial, para evitar las rupturas de la serie debidas a la restricción crediticia en 1989 y 1990 y al proceso de regularización fiscal de finales de 1991 y comienzos de 1992.

pio es moderadamente contractiva —como resultado de la disminución operada en los tipos de interés a lo largo del año—, la contribución conjunta de los tipos alternativos (tipos de la deuda pública y tipos exteriores) es, en conjunto, fuertemente expansiva (superior, por ejemplo, a la de los precios). Ello refleja la fuerte tendencia al descenso de estos tipos en 1993, más temprana que la de los tipos a corto plazo. De esta manera, resta un componente de signo expansivo no explicado relativamente pequeño, que puede atribuirse a distintos motivos: uno de ellos pudo ser la acumulación de un saldo de transacciones para el gasto futuro, pero otros, de menores implicaciones inflacionistas, podrían estar asociados a factores de incertidumbre (la evolución del tipo de cambio, el rápido crecimiento del desempleo, y una política fiscal contractiva que contuvo las transferencias públicas) que pudieron haber inducido, como de hecho ocurrió en 1993, un aumento de la propensión al ahorro; este ahorro, dados los cambios de los tipos de interés anteriormente relatados, habría tendido a concentrarse preferentemente en instrumentos a corto plazo.

Por lo que se refiere a 1994, el análisis del gráfico 3 muestra cómo, tras la moderación del primer trimestre, ALP ha recobrado ritmos de crecimiento más altos, que sitúan a esta magnitud, en el tercer trimestre, por encima de los niveles estimados según su ecuación de demanda. Esta discrepancia, empero, no es mayor que otras registradas con anterioridad. En cuanto al efecto de los distintos determinantes del crecimiento de ALP, se observa el cambio de signo de la contribución de la renta real, que explica una parte significativa de la aceleración de ALP. En cambio, la contribución neta de los tipos de interés se va haciendo más moderada a medida que avanza el año: el tipo propio ejerce un efecto cada vez más contractivo, como resultado de la consolidación de la baja de tipos a corto operada en 1993 y en los primeros meses de 1994, mientras que se estabiliza y luego se reduce el impacto expansivo de los tipos alternativos, evolución que refleja el alza de los tipos a largo plazo a partir del primer trimestre de 1994. De esta manera, y atendiendo a la evolución reciente y esperada de los determinantes de ALP, sería previsible un crecimiento relativamente elevado de ALP en el cuarto trimestre del año, que no necesariamente se asociaría a un aumento de las tensiones inflacionistas, sino al aumento de la renta real y al alza, que comienza a manifestarse, de los tipos de interés propios de ALP, a pesar de la consolidación de los tipos alternativos en niveles altos.

Con todo, la evolución reciente de ALP plantea algunos motivos de preocupación, sobre todo si continuara en los próximos meses, en la medida en que podría estar constituyéndose una acumulación de liquidez que, cuando las expectativas mejoren, podría financiar un aumento brusco del gasto. Por otra parte, la transformación de las carteras de los agentes en 1993 y 1994 hacia una mayor liquidez, aunque recoge saldos mantenidos por motivo de

GRAFICO 5
CRECIMIENTO DE ALP Y CONTRIBUCIONES DE LAS CONTRAPARTIDAS (a)



(a) Tasa acumulada de crecimiento de ALP y contribución de cada contrapartida a dicha tasa. En 1994 sólo hay información hasta septiembre.

ahorro y no parece ligado a transacciones, podría hacer más fácil la materialización del gasto en el momento en el que las circunstancias cambien.

Por su parte, la evolución de los agregados más reducidos (gráfico 2) recoge con mayor precisión la evolución del ciclo, y corrobora la importancia de los desplazamientos financieros en el margen de ALP, aunque debe reseñarse que el rápido crecimiento de los saldos más líquidos dentro de este agregado, desde mediados de 1993, subraya los riesgos antes citados.

Por lo que se refiere a las contrapartidas, la evolución de ALP se explica, desde el lado de la oferta, por la contribución del sector público. El crédito interno a las administraciones públicas no recoge completamente esta contribución, por las razones que luego se comentan, pero, con todo, superó en 1993 a la contribución del crédito al sector privado y, en 1994, representa el factor más importante de generación de liquidez. Como se observa en el gráfico 5, el sector exterior tuvo, en 1993, una contribución intensamente expansiva a la generación de liquidez interna, que en 1994 se ha revertido parcialmente. En gran medida, ello refleja los fuertes cambios de las carteras de deuda pública de no residentes, de manera que un agregado amplio de financiación del sector público, que englobe estas operaciones, muestra crecimientos muy rápidos a lo largo de todo el período y da una medida más fiel de hasta qué punto son las elevadas necesidades financieras del sector público las que están impulsando el crecimiento de la liquidez (gráfico 2).

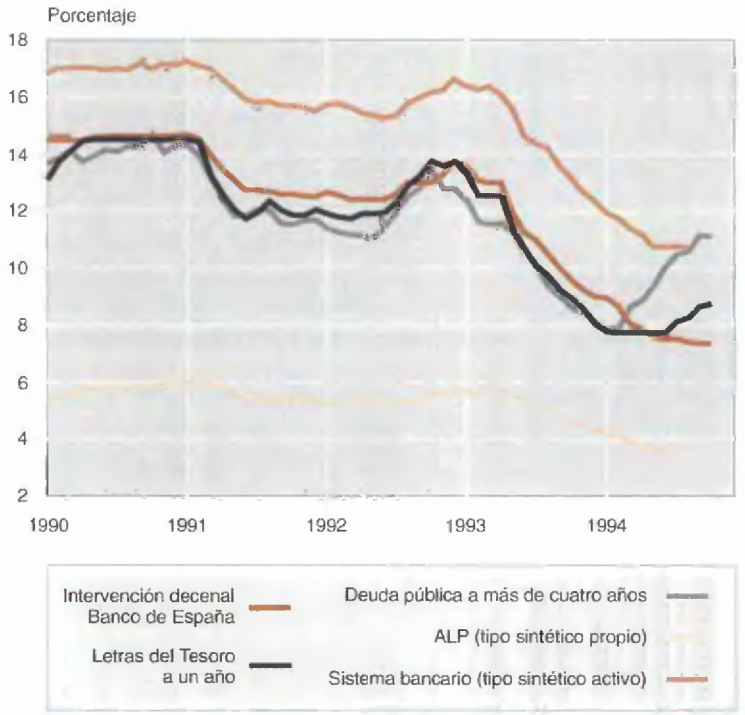
En cambio, el crédito al sector privado, muy deprimido a lo largo de 1993 y con una recuperación muy gradual y modesta en 1994, es un factor de importancia mucho menor, lo que indica la escasa presión del sector de empresas y familias sobre el crecimiento de ALP, y reduce la probabilidad de una brusca e inminente recuperación del gasto privado.

Considerada en su conjunto, la evolución de los agregados monetarios y crediticios disipa, en parte, la evaluación que a primera vista pudiera hacerse del rápido crecimiento de la liquidez como anticipación de un repunte de las tensiones inflacionistas, aunque persiste cierta incertidumbre acerca del alcance, en este sentido, de la aceleración que registra ALP desde mediados de 1994, y acerca del efecto que pudiera tener una recuperación del crédito al sector privado, en un contexto de intensa presión expansiva sobre la liquidez por parte de las administraciones públicas.

2. Tipos de interés

A lo largo de 1993, el Banco de España comenzó un proceso de ajuste de los tipos de interés, que en el período de intensas turbulencias cambiarias habían alcanzado niveles extraordinariamente elevados para la deprimida coyuntura económica y la moderación gradual de las tensiones inflacionistas. Este proceso se desarrolló en consonancia con la evolución en todos los países de la UE y en un marco de intensas expectativas bajistas

GRAFICO 6
TIPOS DE INTERES



sobre los tipos de interés, que se manifestó, muy tempranamente, a través de fuertes caídas de los tipos de interés a largo plazo. Sin embargo, el descenso de los tipos a corto se vio obstaculizado, todavía en la primera mitad de 1993, por la recurrencia de las tensiones cambiarias, que llevaron a la devaluación de la peseta de mayo de 1993 y, por último, a la ampliación de las bandas hasta el 15 por 100 en agosto. De esta manera, a partir del verano de 1993, se acentuó la tendencia bajista de los tipos de interés a corto plazo, mientras continuaba, aunque a menos velocidad, el descenso de los tipos de interés a largo, de forma que la pendiente de la curva de rendimientos, que había llegado a ser muy intensamente negativa, tendió a aplanarse en los meses finales del año. En conjunto, los tipos de interés oficiales bajaron 4,75 puntos en 1993, y en torno a seis puntos los tipos en el interbancario, mientras que los tipos de interés de los valores a medio y largo plazo descendieron hasta cinco puntos, y los tipos de operaciones bancarias registraron descensos de hasta dos puntos en las operaciones pasivas, y de más de cuatro puntos en las activas (véase gráfico 6).

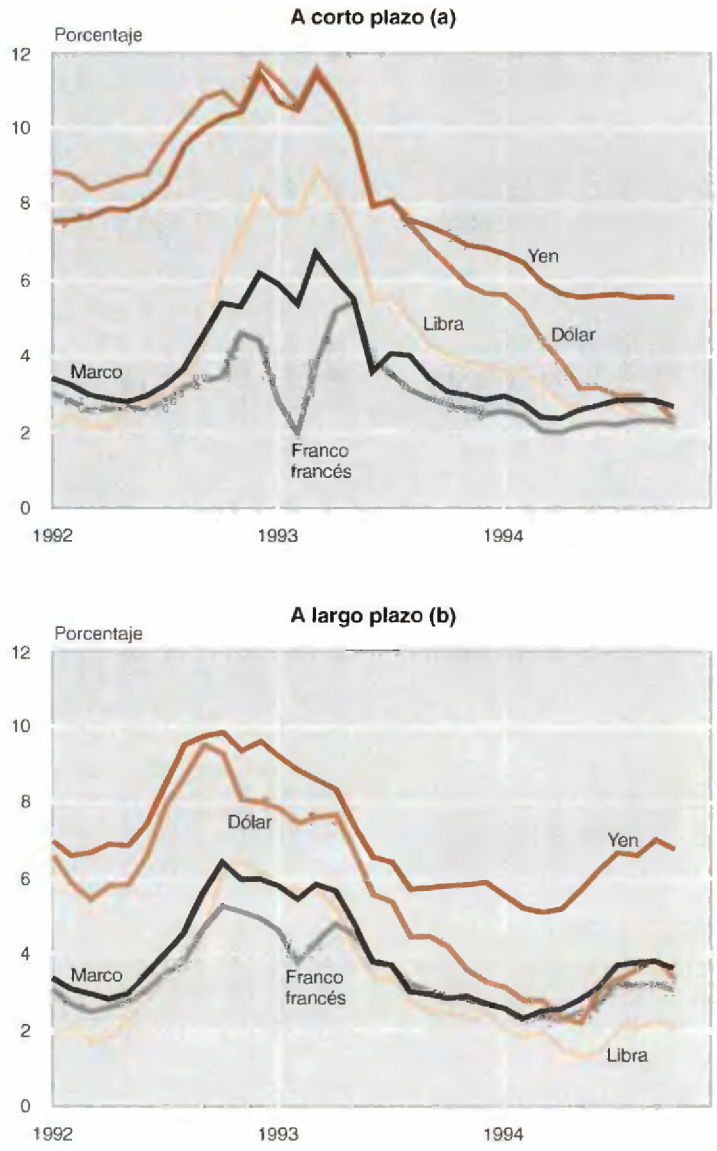
Al propio tiempo, se produjo un descenso muy significativo de los diferenciales de tipos de interés con el exterior, tanto a corto como a largo plazo. Los diferenciales frente a Alemania, que a finales de 1992 se situaban en torno a 4 puntos al plazo de tres meses, y en cerca de 6 puntos al plazo de tres años, se habían reducido, al final de 1993, hasta 2,5 puntos (gráfico 7).

Este descenso de los tipos, común con todos los países europeos, pero más acusado en España que en éstos, reflejaba varios fenómenos concurrentes: uno de ellos era la remisión de las tensiones cambiarias y la reducción de la prima de riesgo exigida, particularmente a las divisas más débiles, en el período de crisis. En segundo lugar, la disminución de la volatilidad de los mercados y la disminución de la prima de riesgo asociada a ella. Finalmente, el cambio de la coyuntura económica internacional, y particularmente de la europea, con una profundización de la fase recesiva y una atenuación de las tensiones inflacionistas.

En los primeros meses de 1994, continuó esta tónica. El Banco de España, al igual que otos bancos centrales europeos, continuó reduciendo los tipos de interés de intervención (1,25 puntos en el primer trimestre). Estos descensos se trasladaron a los tipos de interés en los mercados a corto plazo y, durante las primeras semanas del año, a los mercados a más largo plazo. Sin embargo, a partir del mes de febrero, los tipos de interés a más largo plazo repuntaron decididamente al alza en los principales mercados internacionales y, aun con diversas oscilaciones, una fuerte tendencia en este sentido se ha mantenido hasta el otoño.

A partir de la primavera, se ralentizó considerablemente el descenso de los tipos de interés oficiales en Europa, al tiempo que proseguía la tendencia alcista en Estados Unidos. En esta evolución pesaban distintos factores: una vez situados los tipos de in-

GRAFICO 7
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERES DE LA PESETA



(a) Calculado sobre los tipos nominales a tres meses en los respectivos mercados interbancarios.
(b) Calculado sobre la rentabilidad de la deuda pública a tres años.

Fuente: Banco de España.

terés a corto plazo en niveles más adecuados a la posición cíclica de las economías europeas, la percepción, creciente a lo largo del año, de una recuperación económica más rápida de lo inicialmente previsto hacía temer el reavivamiento de la inflación. Estas expectativas inflacionistas parecían corroborarse por la evolución alcista de los tipos de interés a largo y por los cambios en la curva de rendimientos; junto con el rápido crecimiento de M3 en Alemania, indujeron una mayor cautela en los bancos centrales.

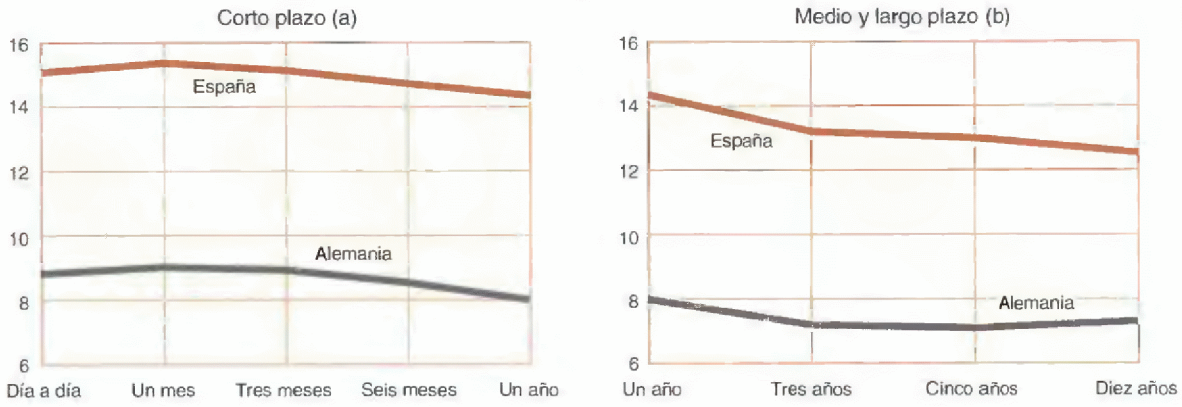
El impacto del cambio de tendencia de los tipos a largo en España fue más acusado que en otros países europeos. Desde febrero hasta noviembre, los tipos de interés de la deuda entre tres y quince años han subido en torno a tres puntos. La tendencia de los tipos a largo se ha transmitido a los plazos superiores del mercado interbancario, donde se han registrado ascensos de en torno a un punto porcentual. Mientras, en el extremo más corto de la curva de rendimientos, el Banco de España redujo los tipos de interés en sólo cuarenta puntos básicos, y no se han producido descensos desde principios del mes de agosto.

De esta manera, en 1994 se ha registrado un pronunciado aumento de la pendiente positiva de la curva de rendimientos, y una ampliación considerable de los diferenciales de tipos a los plazos mayores con los países más estables de Europa. Como resultado, los indicadores de tipos de interés esperados y de diferenciales esperados con otros países se han elevado de manera sensible (gráficos 8 y 9).

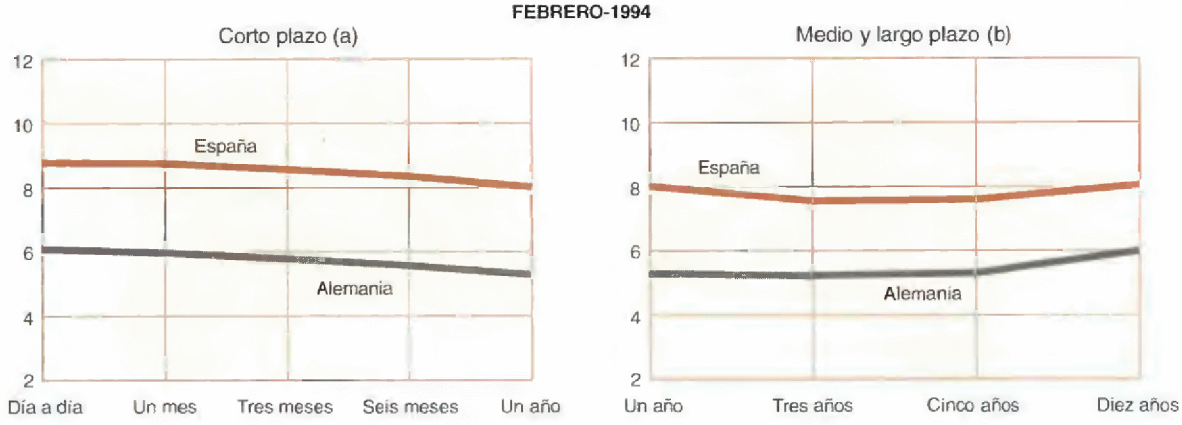
Se han manejado distintas explicaciones para estas diferencias: en cierta medida, la evolución de los tipos de interés en España refleja la corrección de un cierto *overshooting* del proceso anterior de descensos. De hecho, existe una correspondencia muy elevada, considerando un grupo amplio de países, entre la cuantía de los descensos que se registraron en los tipos a largo

GRAFICO 8
CURVAS DE RENDIMIENTO
(En porcentaje)

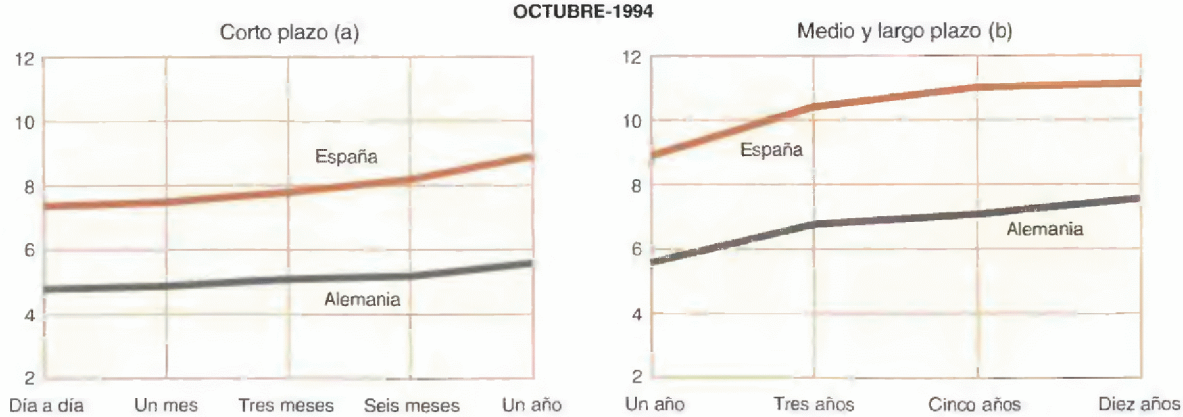
DICIEMBRE-1992



FEBRERO-1994



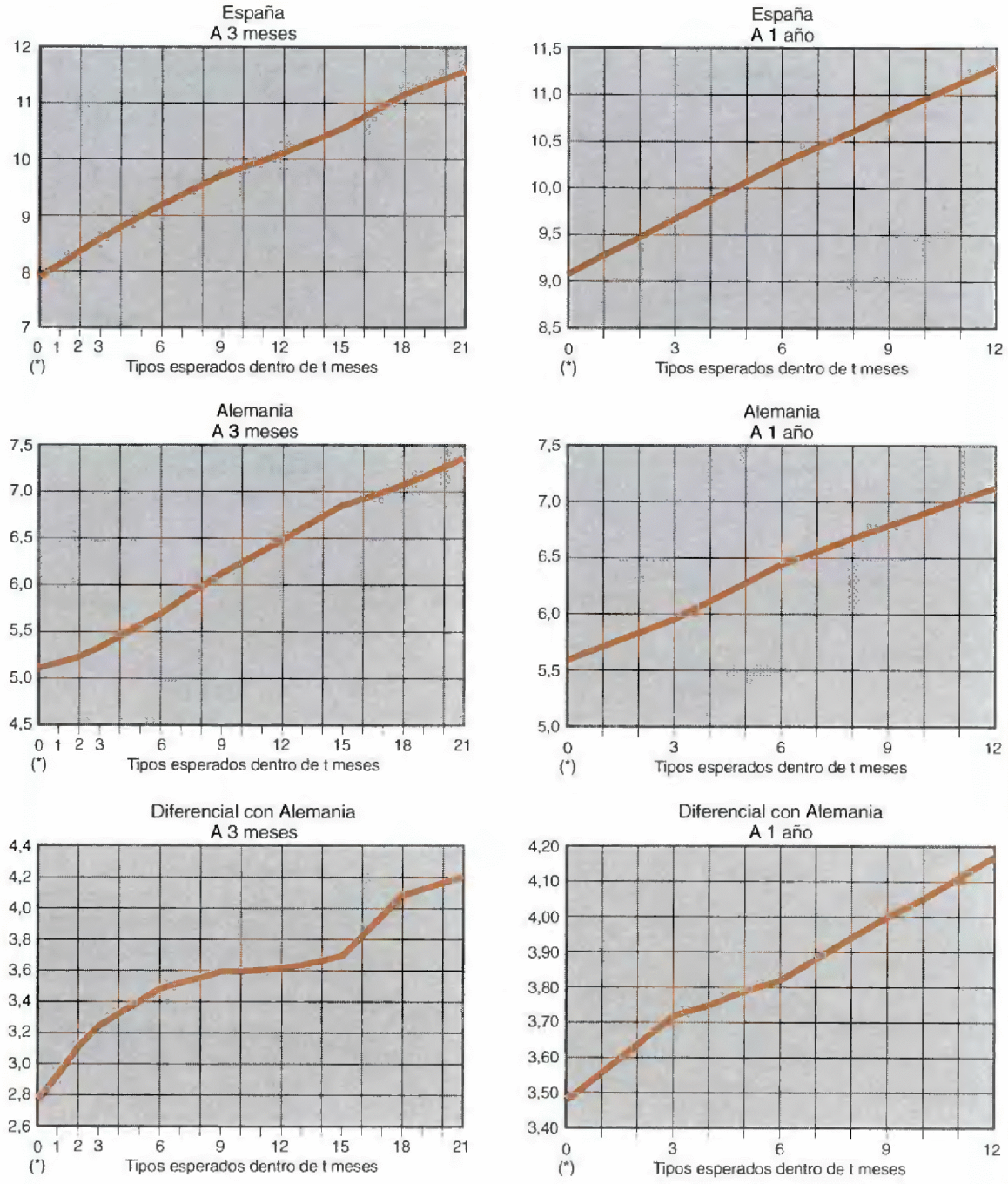
OCTUBRE-1994



(a) Mercado interbancario de depósitos.
(b) Mercado secundario de deuda pública y mercado interbancario de depósitos a un año.

GRAFICO 9

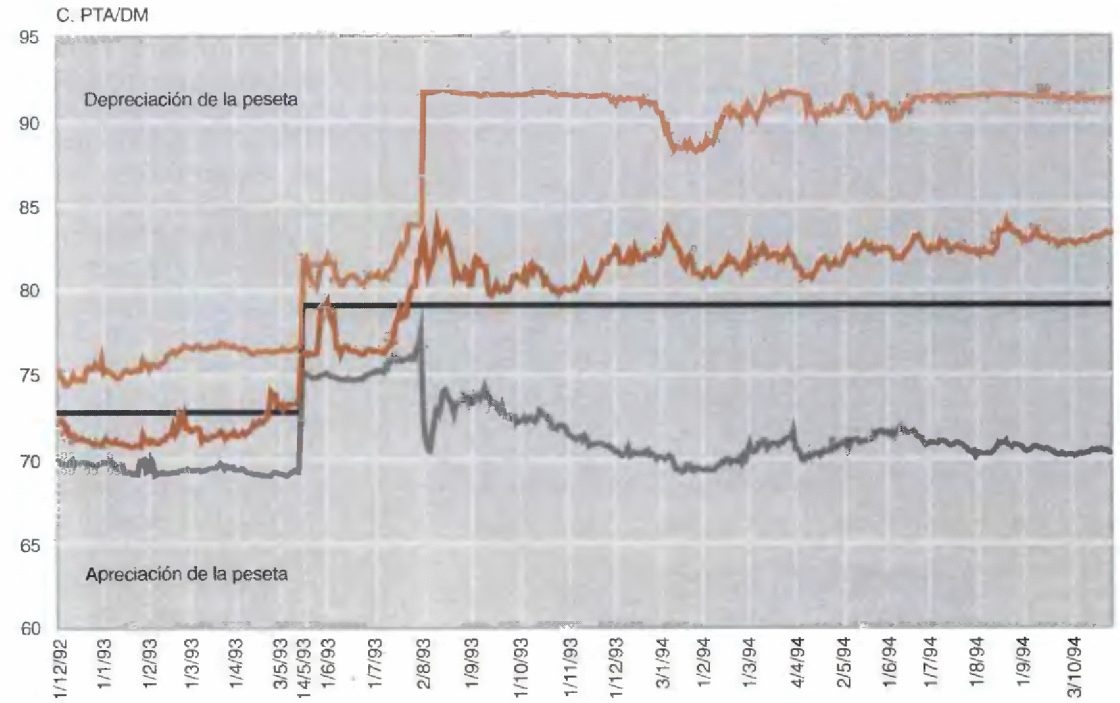
TIPOS DE INTERES ESPERADOS SEGUN LOS MERCADOS DE FUTUROS
(24 octubre-28 octubre 1994)



Datos obtenidos de FRAs en el euromercado.
(*) Tipo a 3 meses (1 año) observado en la fecha indicada.

Fuente: Banco de España.

GRAFICO 10
POSICION DE LA PESETA EN EL SME
(1-Diciembre-1992/26-Octubre-1994)



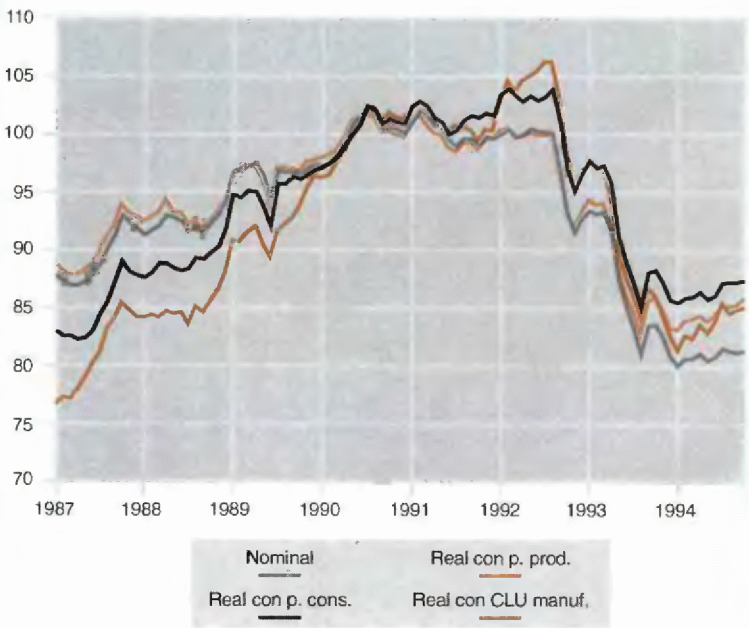
plazo en 1993 y las alzas de 1994, lo que podría indicar que la evolución diferenciada de los tipos de interés en unos y otros países reflejaría, en parte, un fenómeno de carácter más general, asociado a los patrones de comportamiento de los mercados. Por otro lado, algunas características particulares del mercado de deuda español, en el que había aumentado enormemente la participación de los no residentes en muy poco tiempo, y que carece de una base fuerte de inversores institucionales nacionales con una perspectiva de inversión a largo plazo (fondos de pensiones, compañías de seguros), justificarían una evolución caracterizada por mayores oscilaciones de los precios. De esta manera, el comportamiento de los agentes que operan en los mercados a largo plazo estaría contaminado —en distinta medida, según los países— por consideraciones de más corto plazo, lo que podría contribuir a explicar la amplitud de las oscilaciones de los precios.

Sin embargo, parece también claro que la evolución diferencial reciente de los tipos de interés en España está, en parte, determinada por una apreciación menos favorable de las perspectivas de la economía española, en cuanto a inflación y al proceso de consolidación fiscal —que llevaría a tipos de interés nominales más altos en el futuro—, y aboga por la cautela en el manejo de los tipos de interés oficiales, en tanto no mejoren estas expectativas.

3. El tipo de cambio

A partir de la ampliación de las bandas del SME, el condicionante que sobre la política monetaria representa el tipo de cambio se ha hecho mucho menos vinculante a corto plazo. Alteraciones transitorias del tipo de cambio no implican una reacción automática por parte de las autoridades. Aunque la estabilidad del tipo de cambio es un componente esencial de la estabilidad de precios y del proceso de convergencia nominal exigido para el acceso a la Unión Europea, el tipo de cambio se examina en

GRAFICO 11
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DE LA PESETA FRENTE A PAISES DESARROLLADOS (Base 1990=100. Enero 87-Octubre 94)



Fuente: Banco de España.

función de sus tendencias más permanentes, y se entiende que su sostenimiento ha se ser el resultado de un conjunto coherente de políticas económicas, y no de acciones puntuales de la autoridad monetaria.

Desde la citada ampliación de las bandas, en el verano de 1993, el tipo de cambio ha permanecido sustancialmente estable, aun cuando se ha registrado una cierta tendencia hacia la depreciación de la peseta en los últimos meses (gráfico 10). Con todo, esta tendencia se ha producido en un marco de ausencia de tensiones importantes en los mercados cambiarios y de consolidación del nivel de reservas, con un aumento perceptible de éstas en los meses recientes. De esta forma, el tipo de cambio se ha convertido en una variable mucho menos determinante en la gestión de la política monetaria a corto plazo, aunque el alza reciente de los diferenciales de tipos de interés con otros países europeos podría indicar una valoración más pesimista sobre el curso futuro de la peseta.

Por ello, a pesar de la estabilidad reciente de la peseta, resulta obligado preguntarse con algo más de profundidad acerca de sus fundamentos: a finales de octubre de 1994, el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a los países desarrollados se había depreciado, desde agosto de 1992, cerca de un 20 por 100 (un 22 por 100 frente a los países del SME, y un 25 por 100 frente al dólar). Desde junio de 1993 —es decir, desde el momento inmediatamente anterior a la ampliación de la bandas del SME— se ha depreciado en torno a un 7 por 100 con respecto al SME, y se ha apreciado un 2 por 100 frente al dólar.

En términos reales, deflactando los tipos nominales por los costes laborales unitarios, la peseta se ha depreciado en torno a un 18 por 100 con respecto a los países desarrollados desde el período inmediatamente anterior a la crisis cambiaria (gráfico 11). Con ello, el tipo de cambio real de la peseta se sitúa ligeramente depreciado (en torno a un 5 por 100) con respecto a la media del año 1988, que se considera un período de —aproximado— equilibrio del sector exterior y de estabilidad de la peseta. Si a ello se suma la consolidación reciente de la balanza de capitales, con una revisión de los movimientos anteriores de salidas de capitales a corto plazo, y la solidez de la balanza por cuenta corriente, no debiera existir un peligro de debilitamiento de la peseta asociado a un deterioro de la competitividad.

Sin embargo, la depreciación reciente de la peseta, y la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con otros países europeos, aunque en gran parte inducidas por factores de incertidumbre ajenos a la política monetaria, reclaman una actitud prudente y vigilante por parte de ésta.

NOTAS

(1) Una explicación detenida del esquema de control monetario vigente en los últimos años ochenta y primeros noventa se puede encontrar en Escrivá y Malo de Molina (1991). Una revisión que cubre un ámbito temporal más extenso aparece en Ayuso y Escrivá (1993).

(2) La definición precisa de estos agregados se puede encontrar en Cabrero, Escrivá y Sastre (1992).

(3) La construcción de los tipos sintéticos citados en esta sección, y sus series históricas, se recogen en Cuenca (1994).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Ayuso, J., y Escrivá, J. L. (1993), «La evolución del control monetario en España», Banco de España, *Documento de Trabajo,* número 9.325.

Ayuso, J.; Pérez Jurado, M.ª, y Restoy, F. (1993), «Indicadores de credibilidad del régimen cambiario. El caso de la peseta en el SME», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* número 9.307.

Cabrero, A.; Escrivá, J. L., y Sastre, T. (1992), «Ecuaciones de demanda de los nuevos agregados monetarios», Banco de España, *Estudios Económicos,* n.º 52.

Cabrero, A., y Sánchez, I. (1993), «Métodos de predicción de los agregados monetarios», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* número 9.326.

Cuenca, J. A. (1994), «Variables para el estudio del sector monetario: agregados monetarios y crediticios y tipos de interés sintéticos», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* número 9.416.

Díaz del Hoyo, J. L., y Prado, J. (1994), «Los FRAs como indicadores de las expectativas de tipos de interés futuros», Banco de España, *Documento Interno EC,* 1994/27.

Dolado, J. J. (1988), «Innovación financiera, inflación y estabilidad de la demanda de ALP en España», Banco de España, *Boletín Económico,* abril.

— y Escrivá, J. L. (1991), «La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* n.º 9.107.

Escrivá, J. L., y Malo de Molina, J. L. (1991), «La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* n.º 9.104.

— y Santos, R. (1991), «Un estudio del cambio de régimen de la variable instrumental del control monetario en España», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* n.º 9.111.

Rojo, L. A., y Pérez, J. (1977), «La política monetaria en España: objetivos e instrumentos», Banco de España, *Estudios Económicos,* número 10.

Sastre, T. (1991), «La determinación de los tipos de interés activos y pasivos de bancos y cajas de ahorros», Banco de España, *Estudios Económicos,* n.º 45.

Serrat, A. (1992), «Credibilidad y arbitraje de la peseta en el SME», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* n.º 9.223.

Vega, J. L. (1992), «El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria», Banco de España, *Estudios Económicos,* número 48.

— (1994), «¿Es estable la función de demanda a largo plazo de ALP?», Banco de España, *Documentos de Trabajo,* n.º 9.422.