BOLETIN IPC

Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico

Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economía • Universidad Carlos III de Madrid

Director: Antoni Espasa

Nº 11, Agosto 1995

INFORME:

Resumen

I Evaluación de las innovaciones contenidas en los precios al consumo de julio. . . . . pg. 3

II Predicciones de inflación para 1995 y 1996. . . . . pg. 7

III Expectativas de inflación y tipos de interés . . . . . pg. 7

Apéndice . . . . . pg. 12

SPANISH INFLATION REPORT . . . . . pg. 16

LOS EFECTOS ANTIINFLACIONISTAS DE LA POLITICA MONETARIA EMPIEZAN A APRECIARSE: LA POSIBLE BAJADA DE LOS TIPOS DE INTERES DEPENDIENTE DEL IPSEBENE DE AGOSTO.

Resumen

Los datos de precios al consumo correspondientes a julio han supuesto en todos los índices intermedios básicos innovaciones -discrepancia entre lo observado y la predicción- muy favorables. En el índice global, IPC, se ha observado un crecimiento del 0.02% frente a una predicción del 0.50%. Con ello las expectativas de inflación a corto plazo en el IPC se reducen en medio punto porcentual. En el IPSEBENE, índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos -índice que refleja el núcleo inflacionista en la economía española-, la innovación ha sido menor: un crecimiento del 0.20% frente a una predicción del 0.41%, con lo que la mejora en sus expectativas es, aproximadamente, la mitad que en el IPC.

El crecimiento acumulado anual en el IPC se predice en el 4.91% para diciembre de 1995 y en 4.29% para marzo de 1996. Tales predicciones en el IPSEBENE son del 5.25 y del 5%, respectivamente. El hecho de que para los próximos meses las expectativas de inflación del IPSEBENE se encuentren por encima del IPC indica que el problema inflacionista en la economía española es más grave de lo que se deriva del IPC, ya que para más allá de marzo de 1996 las predicciones del IPC tenderán a acercarse a las del IPSEBENE.

../...

Depósito legal: M22 938-1995

* Este informe y las predicciones utilizadas en su elaboración han sido realizados por Antoni Espasa, Fernando Lorenzo y Eva Senra. La composición ha sido realizada por Magdalena Nantes.

../...

Las expectativas de inflación en la economía española han venido decreciendo desde mayo de 1995, pero el problema inflacionista es todavía importante, ya que los valores hacia los que tiende el IPC en 1996 y 1997 se encuentran por encima de las expectativas de inflación para Europa y de los objetivos oficiales de inflación.

Las innovaciones favorables en los datos correspondientes a julio de 1995 se han centrado en el índice de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE) que no ha experimentado el crecimiento estacional habitual del mes de julio y en el índice de precios al consumo de bienes manufacturados no alimenticios (IND) que no ha registrado en dicho mes la aceleración que continúa presente en los correspondientes precios al por mayor. Estas innovaciones y la mejora que han producido en las expectativas inflacionistas han venido propiciadas por la política monetaria restrictiva de 1995. Tal política ha inducido y afianzado una reciente apreciación de la peseta respecto a sus valores en los meses precedentes y ha alentado una mayor contención del consumo privado, como reflejan las cifras de la contabilidad nacional trimestral correspondientes al primer trimestre de 1995.

La política monetaria está causando los efectos antiinflacionistas pertinentes y tales progresos parciales plantean la cuestión de cuándo podrá relajarse dicha política. Las expectativas de inflación para 1996 y 1997 son todavía altas, por lo que posibles bajadas en los tipos de interés no podrán producirse antes de que se conozcan nuevos datos de precios al consumo. Además, una relajación de la política monetaria sólo podrá realizarse si por parte del gobierno y de la oposición se dan decisiones firmes y determinantes para diseñar y ejecutar, sea quien sea el que tenga la responsabilidad política para ello, unos presupuestos para 1996 en el que el correspondiente déficit público no sea superior al 4.4% del PIB. Si tal política fiscal aparece garantizada y si las próximas cifras de los precios al consumo referentes al mes de agosto no modifican al alza las predicciones del IPC y reducen las del IPSEBENE, el Banco de España podría a mediados de septiembre reducir hasta en 100 puntos básicos su tipo de interés de referencia. Acciones más definitivas por parte del Banco de España dependerán mucho más de la evolución de los tipos de interés extranjeros y requerirán progresos antiinflacionistas más contundentes, que difícilmente podrán evaluarse antes de los últimos dos meses de 1995.

El crecimiento mensual del IPC en agosto se predice en el 0.57%, con un crecimiento estacional del 3.49% en el ANE y un crecimiento moderado del 0.20% en el IPSEBENE.

I EVALUACIÓN DE LAS INNOVACIONES CONTENIDAS EN LOS PRECIOS AL CONSUMO DE JULIO.

El IPC en julio ha registrado una innovación -discrepancia entre el 0.02% observado y el 0.50% predicho- muy favorable y se ha producido con órdenes de magnitud diferentes en todos sus componentes básicos. Con ello las expectativas de inflación a corto plazo se reducen en medio punto porcentual.

Los datos de inflación correspondientes al mes de julio han sido especialmente buenos. La discrepancia -error de predicción- entre el valor observado (0.02%) y la predicción (0.50%) ha sido grande -véase cuadro 1 y gráfico 1- y discrepancias de tal magnitud se producen raras veces. Además, lo observado ha estado por debajo de la predicción en todos los componentes básicos del IPC. De dichos componentes destacan los precios de los alimentos no elaborados (ANE) y los precios de los bienes manufacturados excluida la alimentación, los denominados bienes industriales no energéticos (IND).

El índice de precios ANE tiene un pico estacional que abarca cada uno de los tres meses del tercer trimestre. Sin embargo, en julio de 1995 en vez de registrar un crecimiento mensual -el año pasado

Cuadro 1

Componente innovador (errores de predicción) en los datos del IPC de Julio de 1995

Indices de Precios al Consumo (IPC)	*Crecimiento observado en el mes de Julio*	*Predicciones con información hasta Junio (a)*	*Comportamiento de Indicadores Adelantados*
(1) AE (17,47%)	*0,07*	*0,21*	-
(2) IND (32,88%)	***0,19***	***0,58***	*innovación al alza*
IPBENE [1+2] (50,35%)	*0,15*	*0,45*	-
(3) SERV(30,64%)	*0,28*	*0,37*	-
IPSEBENE [1+2+3] (80,99%)	*0,20*	*0,41*	-
(4) ANE (11,88%)	***-0,63***	***1,67***	-
IPCNE [1+2+3+4] (92,88%)	*0,10*	*0,57*	-
(5) ENE (7,12%)	*-1,08*	*-0,30*	-
IPC [1+2+3+4+5] (100%)	***0,02***	***0,50***	-

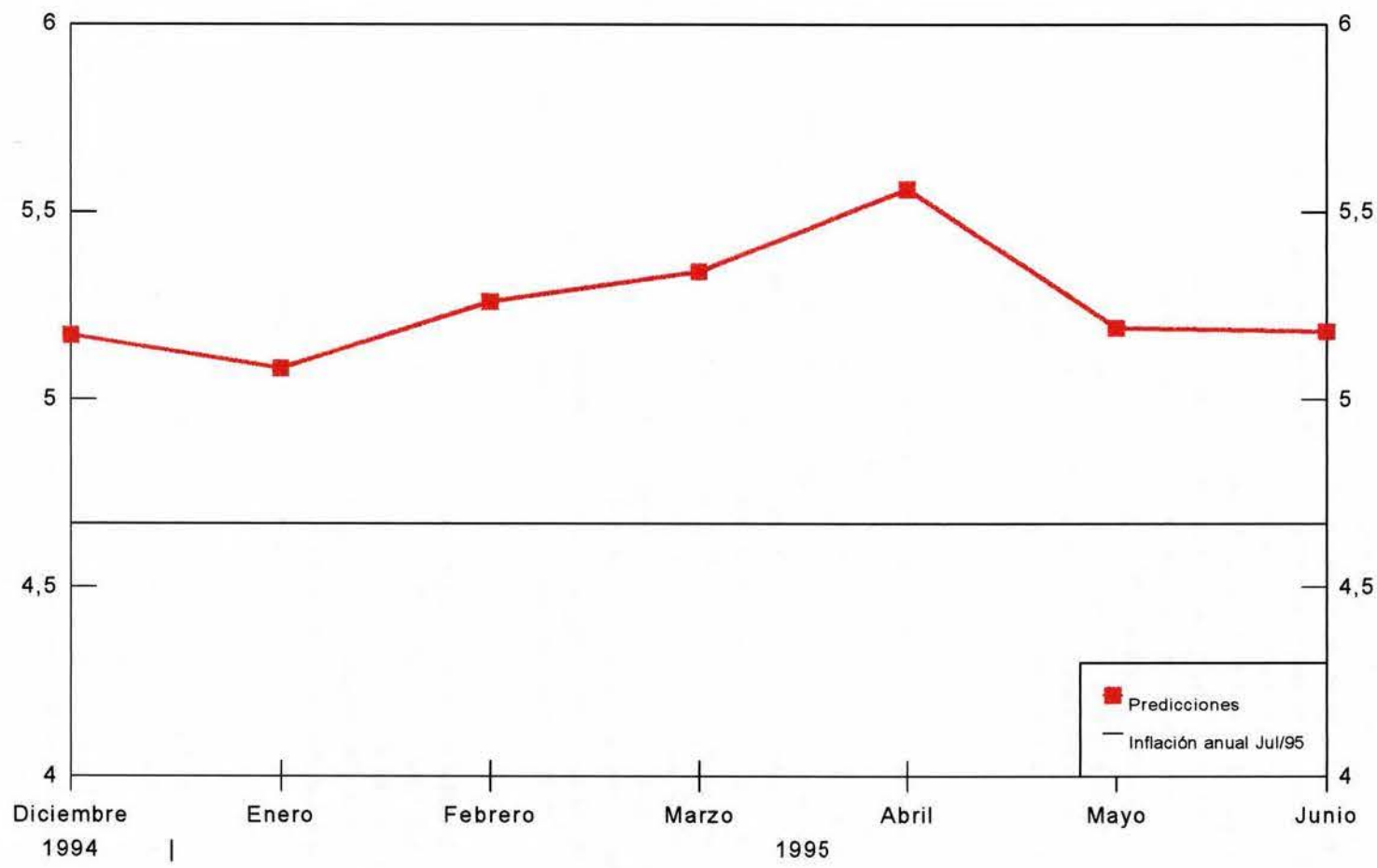
(a) Intervalos de confianza indicativos para todas las partidas menos (4) están alrededor de +/- 0,20. Para (4) el intervalo indicativo se puede situar en +/- 1,00%.

AE = alimentos elaborados, IND = bienes industriales no energéticos,
IPBENE = bienes elaborados no energéticos, SER = servicios,
IPSEBENE = servicios y bienes elaborados no energéticos,
ANE = alimentos no elaborados, IPCNE = productos no energéticos,
ENE = productos energéticos y IPC = índice general de precios al consumo.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 11 de agosto de 1995.

Gráfico 1

Predicciones de Inflación Acumulada Anual en Julio de 1995 realizadas desde Diciembre de 1994



dicho crecimiento mensual fue del 2.54%- ha experimentado una caída de 0.63 puntos porcentuales. La predicción era de una subida mensual del 1.67%. Esta discrepancia se debe a errores de predicción en los tres grandes grupos que configuran el ANE: (a) los precios de las patatas que tuvieron una caída mensual del 15.48% frente a un decrecimiento previsto del 9.4%, (b) los precios de las frutas y hortalizas frescas que descendieron un 0.44%, frente a una predicción al alza del 0.3% y (c) los precios de las carnes y los pescados, que subieron un 0.47%, frente a una predicción del 2.4%. Este comportamiento en julio de los precios que componen el ANE es atípico y sería conveniente investigar en los datos de importaciones correspondientes a los meses de junio y julio si se han producido incrementos especiales en los volúmenes importados de dichos bienes. Ciertamente la reciente apreciación de la peseta respecto a sus valores anteriores habrá estado propiciando la posibilidad de mayores importaciones inmediatas en este tipo de bienes perecederos. El error de predicción cometido en el ANE es responsable del 56% del error de predicción cometido en el global del IPC.

El 56% de la innovación en el IPC de julio se debe al comportamiento de los precios de los alimentos no elaborados (ANE), que lejos de experimentar una subida estacional prevista en el 1.67% bajaron un 0.63%.

En el índice de precios al consumo de bienes manufacturados no alimenticios (IND) se ha observado en julio un crecimiento mensual del 0.19%, cuando la predicción era de 0.58%. El indicador adelantado de este índice lo constituye el índice de precios de producción industrial de manufacturas de consumo (IPRIM), cuyo valor correspondiente al mes de junio se publicó un día antes de aparecer el dato del IPC de julio. Para el IPRIM de junio se observó un crecimiento mensual del 0.43%, frente a una predicción del 0.17%. Es decir el indicador adelantado IPRIM continúa mostrando una aceleración que en julio no ha sido seguida por el índice de precios al consumo IND. El error de predicción cometido en el IND ha sido responsable del 27% del error cometido en el IPC.

En los bienes manufacturados excluída la alimentación, los precios al por mayor se continúan acelerando, pero tal comportamiento no se ha trasladado en julio a los correspondientes precios al consumo -índice de precios IND-. En el IND de julio se produjo una subida del 0.19% frente a una predicción del 0.58%.

Los errores de predicción cometidos en los índices de precios al consumo de alimentos elaborados (AE) y de servicios (SERV) entran dentro de la magnitud de oscilación mensual habitual de estos índices y no son, por tanto, estadísticamente significativos, pero en ambos índices las observaciones de julio también han estado por encima de sus respectivas predicciones.

Como conclusión de lo anterior hay que decir que los datos del IPC de julio contienen importantes innovaciones que reducen en, aproximadamente, medio punto porcentual las expectativas de inflación a corto plazo en el IPC (véase cuadro 2 y cuadro 2 extendido). Estas innovaciones se centran principalmente en los precios de los alimentos no elaborados que, quizás debido a un mayor recurso hacia las importaciones propiciado por la apreciación reciente de la peseta, no han experimentado el pico estacional habitual del mes de julio y en los precios al consumo de los bienes industriales que, al menos en julio, han dejado de seguir la aceleración que muestran los precios correspondientes a pie de fábrica. Como se comenta más adelante tales innovaciones pueden ser consecuencia de la política

La ruptura del comportamiento estacional del ANE y el no seguimiento en julio por parte del índice IND de la aceleración presente en sus correspondientes precios al por mayor deben estar relacionados con la reciente apreciación de la peseta y, en definitiva, con la política monetaria restrictiva de 1995.

Cuadro 2

Tasas de crecimiento de los diferentes índices de precios para diciembre de 1995 sobre diciembre de 1994, según se han ido prediciendo desde julio de 1994 a julio de 1995*.

	1995**							1994**					
	julio	junio	mayo	abril	marzo	febrero	enero	diciembre	noviembre	octubre	septiembre	agosto	julio
IPSEBENE [1+2+3]	4,89	5,19	5,18	5,72	5,32	4,94	4,68	4,52	4,36	4,02	3,83	3,58	3,02
IPC [1+2+3+4+5]	4,43	4,95	5,19	5,49	5,09	4,86	4,53	4,32	4,48	4,02	3,83	3,45	3,21

* *Estas predicciones no contemplan los efectos de los cambios en la imposicón indirecta y cotizaciones a la seguridad social producidas en Enero de 1995.*

** *Las predicciones mensuales que aparecen en el cuadro 2 se realizaron con información del IPC hasta el mes anterior al que aparece referido en la cabecera.*

Cuadro 3

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC (1)

Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^{1})

	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Ene96 / Ene95 (2)	Marzo96/ Marzo 95 T_{12}^{1}
IPSEBENE (índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos) (80,99%)	1994	5.09	4.90	4.93	4.63	4.61	4.43	4.29	4.52	4.51	4.52	4.44	4.51	4.93	5.00
	1995	4.52	4.74	4.75	5.07	5.09	5.19	5.24	4.99	5.09	5.09	5.19	5.25		
IPC (100%)	1994	5.02	5.03	5.00	4.95	4.86	4.71	4.75	4.80	4.53	4.36	4.36	4.34	4.47	4.29
	1995	4.36	4.82	5.08	5.24	5.07	5.06	4.67	4.59	4.83	4.95	4.97	4.91		

* *La tasa T_{12}^{1} normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.*

(1) *A partir de agosto de 1995 los datos son predicciones.*

(2) *En esta columna se produce una caída debido a que la tasa T_{12}^{1} ya se calcula sobre dos meses en los que ambos están afectados por los cambios en la imposición indirecta que tuvieron lugar en enero de 1995.*

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 11 de agosto de 1995.

En el IPSEBENE, índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos, frente a una predicción del 0.41% se ha registrado un crecimiento del 0.20%, con lo que la mejora en las expectativas de inflación de este índice es, aproximadamente, la mitad que en el IPC.

El crecimiento acumulado anual se predice en 4.91% para diciembre de 1995 y en 4.29% para marzo de 1996. Tales predicciones en el IPSEBENE son 5.25% y 5%, respectivamente, y reflejan con claridad el problema inflacionista de la economía española.

El crecimiento mensual del IPC en agosto se predice en el 0.57%, debido a un crecimiento estacional en el ANE del 3.49% y a un crecimiento moderado del 0.20% en el IPSEBENE. Los corespondientes crecimientos acumuados anuales en agosto predicen en el 4.59% para el IPC y en el 4.99%en el IPSEBENE.

monetaria restrictiva acentuada en el mes de junio. En cualquier caso la reducción de expectativas en el índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) es inferior -aproximadamente la mitad- a los del IPC.

II PREDICCIONES DE INFLACION PARA 1995 Y 1996

En el gráfico 2, cuadro 3 y cuadro 3 extendido se dan las predicciones mensuales para 1995 y principios de 1996 de los crecimientos acumulados en 12 meses en el IPC y sus componentes básicos. La predicción del IPC para diciembre de 1995 es del 4.91% y para marzo del 4.29%. En el IPSEBENE la predicción para diciembre, 5.25%, es algo superior a la del IPC, pero, sobretodo, es bastante superior la correspondiente a marzo, 5%. Esto indica la importancia que todavía tiene el problema inflacionista en la economía española.

En la composición del IPSEBENE se tiene que la inflación acumulada anual en los precios de los servicios se predice en el 5.42% para diciembre y en el 5.85% para marzo y la inflación de los bienes -índice de precios BENE- en el 5.15% en diciembre y en el 4.46% en marzo. Es decir, mientras en el corto plazo la inflación de bienes tiende a desacelerarse muy ligeramente no ocurre lo mismo en la inflación de servicios y ambas tienden a estabilizarse en valores altos, de modo que las expectativas sobre el IPSEBENE se sitúan próximas al 5%. Las expectativas sobre el IPC son algo mejores, pero se basan en una evolución muy favorable en los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, que son precios muy volátiles.

Las predicciones de crecimientos mensuales se dan en el cuadro 4 y cuadro 4 extendido. El crecimiento mensual previsto para el IPC de agosto es del 0.57%, formado por un crecimiento estacional fuerte en los precios de los alimentos no elaborados (3.49%), un crecimiento del 0.31% en los precios de los bienes energéticos y un crecimiento mensual moderado en el IPSEBENE del 0.20%. El crecimiento de este último índice se compone de una subida del 0.30% en los servicios y del 0.12% en los bienes.

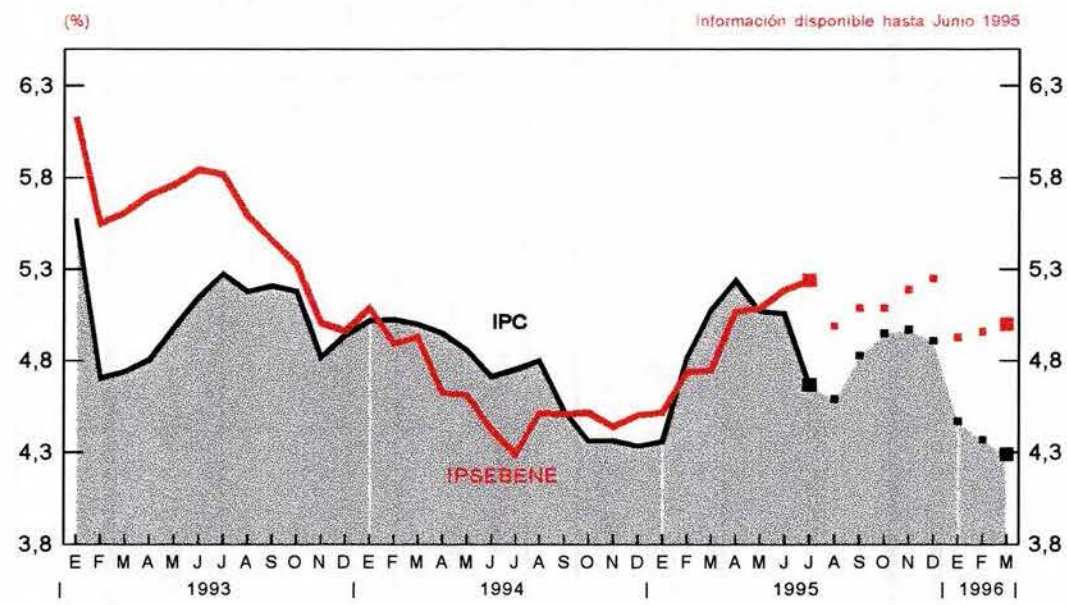
III EXPECTATIVAS DE INFLACION Y TIPOS DE INTERES

En el número 10 del **BOLETIN IPC** se analizaban las expectativas de inflación estimadas desde julio de 1994 y se observaba que los movimientos de tipos de interés por parte del Banco de España estaban muy relacionados con la evolución de tales expectativas.

En el gráfico 3 se dan las expectativas de la inflación acumulada anual en diciembre de 1995 tal como se vienen estimando en el **BOLETIN IPC** desde julio de 1994, para el IPC, IPSEBENE y ANE. Tales expectativas no incluyen los efectos en los precios de

Gráfico 2

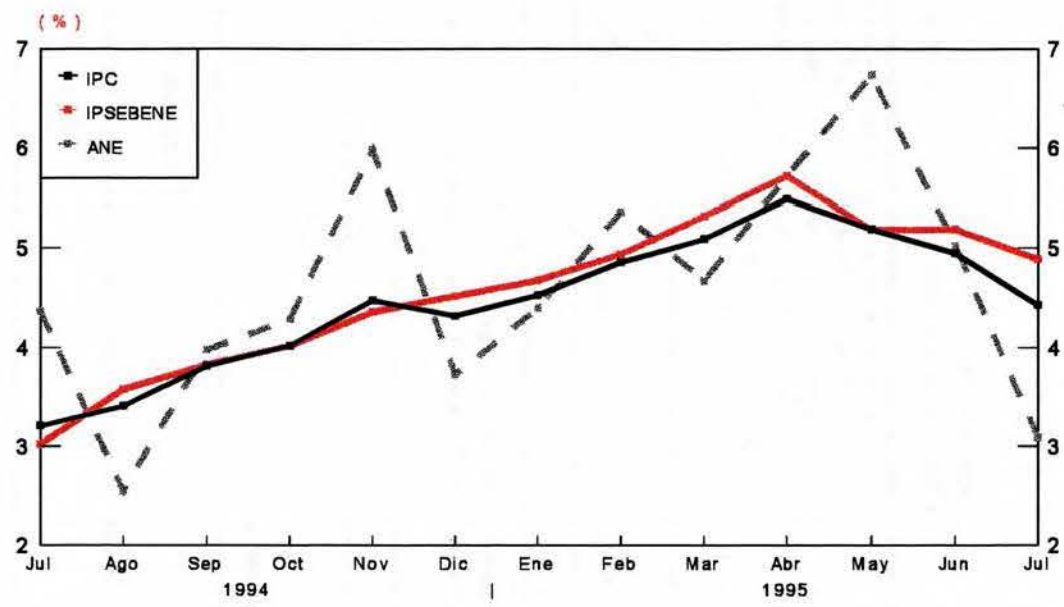
Indice de Precios al Consumo (IPC) e
Indice de Precios de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos (IPSEBENE)
Crecimiento acumulado en doce meses



Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid.
Fecha de elaboración: 11 de agosto de 1995.

Gráfico 3

Predicciones de la inflacion acumulada anual en 1995.
Realizados desde julio de 1994 a junio de 1995 (*)



(*) Estas predicciones no contemplan los efectos de los cambios en la imposición indirecta y cotizaciones de la Seguridad Social en enero de 1995.

Cuadro 4

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO

Concepto (*)		*E*	*F*	*M*	*A*	*M*	*J*	*J*	*A*	*S*	*O*	*N*	*D*	*D94 / D93 (1)*	*MED95 / MED94 (2)*	*D95 / D94 (3)*
IPSEBENE (Servicios y bienes elaborados no energéticos) (80,99%)	*1994*	*0.93*	*0.38*	*0.47*	*0.27*	*0.28*	*0.20*	*0.15*	*0.43*	*0.35*	*0.43*	*0.21*	*0.29*			
	1995	*0.95*	*0.60*	*0.47*	*0.58*	*0.30*	*0.29*	*0.20*	***0.20***	***0.45***	***0.44***	***0.30***	***0.34***	*4.51*	***5.02***	***5.25***
IPC GENERAL (100%)	*1994*	*1.01*	*0.05*	*0.32*	*0.39*	*0.20*	*0.11*	*0.39*	*0.65*	*0.31*	*0.22*	*0.17*	*0.44*			
	1995	*1.04*	*0.49*	*0.58*	*0.53*	*0.03*	*0.10*	*0.02*	***0.57***	***0.54***	***0.34***	***0.19***	***0.38***	*4.34*	***4.88***	***4.91***

(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general.
(1) Crecimiento de diciembre de 1994 sobre diciembre de 1993.
(2) Crecimiento del nivel medio de 1995 sobre el nivel medio de 1994.
(3) Crecimiento de diciembre de 1995 sobre diciembre de 1994.
(4) A partir de agosto de 1995 los datos son predicciones.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 11 de agosto de 1995

los cambios en la imposición indirecta efectuados en enero de 1995, que se evalúan en 0.48 puntos porcentuales en el IPC.

El hecho de que para los próximos meses las expectativas de inflación del IPSEBENE están por encima de las del IPC supone una dificultad adicional para consolidar en horizontes algo más lejanos las expectativas a corto plazo del IPC.

En el gráfico destaca la enorme oscilación en las expectativas de los precios de los alimentos no elaborados (ANE) que imprime una volatilidad adicional a las expectativas del IPC sobre las del IPSEBENE. Conviene señalar que las oscilaciones del ANE son alrededor del IPSEBENE, en consecuencia, a medio plazo la diferencia entre las tendencias del IPC y del IPSEBENE sólo se deben a los precios de los bienes energéticos que sólo ponderan un 7.12% en el IPC. Por tanto, a no ser que la inflación en los precios de los bienes energéticos discrepe mucho de la inflación en el IPSEBENE la tendencia del IPC tenderá a converger sobre el IPSEBENE. Así pues, si para un determinado momento, dígase diciembre de 1995 o marzo de 1996, las expectativas del IPC están por debajo de las del IPSEBENE, como es el caso actual, es más difícil que dichas expectativas se consoliden en momentos posteriores, que cuando las expectativas del IPC están por encima de las del IPSEBENE.

Desde mayo de 1995 las expectativas de inflación en el IPC vienen decreciendo, pero el problema inflacionista continúa siendo importante. Así,

(1) La probabilidad de alcanzar el objetivo inflación del 4% en marzo de 1996 es inferior al 50% y

(2) Las expectativas de inflación del IPC más allá de marzo de 1996 no mejoran sobre el valor esperado para dicha fecha.

El gráfico 3 muestra que a partir de mayo de 1995 se ha producido una caída importante en las expectativas del IPC. Sobre esta caída hay que puntualizar dos cosas. Una consiste en que incluso con la mejora mencionada en las expectativas, la inflación acumulada anual en el IPC para marzo de 1996 es del 4.29%. Es decir, las probabilidades de alcanzar el objetivo de inflación del 4%, establecido para esa época por parte del Banco de España, son inferiores al 50%. Otra, se refiere al hecho de que, al menos en estos momentos, las expectativas sobre el IPC más allá de marzo de 1996 no mejoran sobre el mencionado valor del 4.29%. Más bien al contrario, dado que las expectativas sobre el IPSEBENE se mantienen altas es muy probable que la inflación en el IPC empeore algo a partir de marzo de 1996.

Todo lo anterior indica que se ha producido una mejora en las expectativas de inflación situando tales expectativas al nivel que tenían aproximadamente en diciembre de 1994 -pocos días antes de que el Banco de España elevara por primera vez en 1995 su tipo de interés de referencia-, pero la situación actual es peor que la de entonces, ya que en aquellas fechas las expectativas sobre el IPC e IPSEBENE eran similares (véase cuadro 2) mientras que ahora discrepan en medio punto porcentual. La economía española ha registrado una mejora en sus expectativas de inflación pero esta no es todavía suficiente y no es previsible que el Banco de España modifique su política de tipos de interés sin que se conozcan nuevos datos sobre el IPC.

Por todo lo anterior no es previsible que el Banco de España modifique su tipo de interés de referencia antes de que se conozcan nuevos datos sobre el IPC.

Las innovaciones ocurridas en los datos del IPC de julio pueden asociarse a los efectos que la política monetaria restrictiva está produciendo. En efecto, la subida de los tipos de interés ha inducido una apreciación de la peseta que parece consolidarse para los próximos meses. Esto ha podido permitir un mayor recurso a las importaciones de alimentos, bajando la inflación en estos bienes, incluso rompiendo el pico estacional de precios del mes de julio. Asimismo, tal apreciación de la peseta ha abaratado también los

precios de la competencia internacional en los bienes no alimenticios y ha debido de provocar una contención de los márgenes comerciales en dichos bienes -con su correspondiente efecto en el IPC-, como lo indica el hecho de que los precios al consumo de estos bienes manufacturados no hayan experimentado en julio la aceleración que con datos hasta junio continúan mostrando los correspondientes precios al por mayor. Junto a tales efectos, la política monetaria restrictiva ha producido una contención en el crecimiento del consumo privado en los últimos meses, como lo demuestran los datos de la contabilidad nacional trimestral correspondientes al primer trimestre de 1995, lo cual debe estar frenando también a la inflación.

La reciente mejora de las expectativas inflacionistas ha venido propiciada por la política monetaria restrictiva que ha inducido y afianciado una reciente apreciación de la peseta y alentado una mayor contención en el crecimiento del consumo privado

En resumen, la política monetaria seguida en 1995 parece estar dando sus frutos en la contención de la inflación, aunque las expectativas existentes son todavía altas respecto a la inflación europea y respecto a los objetivos de inflación establecidos oficialmente. En esta situación, para que la política monetaria se pueda relajar es imprescindible que la política fiscal deje de ser tan expansiva como ha venido siendo y se afiance el objetivo de déficit público para 1995 y se den señales inequívocas por parte del gobierno y de la oposición de que aprobarán y ejecutarán unos presupuestos para 1996 en los que el déficit público no supere el 4.4% del PIB. Esto último, además, debería conseguirse sin mermar la adecuada expansión de los gastos de inversión y de formación en capital humano y sin contabilizar como ingresos corrientes los flujos procedentes de las privatizaciones.

Dado el problema inflacionista todavía existente, la relajación de la política monetaria no podrá realizarse sin acciones firmes y determinantes en la política fiscal, que garanticen el cumplimiento de los objetivos de déficit público en 1995 y 1996.

Si tal política fiscal se presenta como firme y segura, y si a nivel empresarial se consolida una actitud de negociar salarios y fijar precios que permita mantener y ampliar las cuotas de mercado en cada empresa y si se promueven las medidas legislativas que favorezcan la competencia interna en el sector de servicios, de modo que la inflación en dicho sector converja a la inflación en los mercados de bienes, la política monetaria compatible con los objetivos de inflación podría permitir una bajada de los tipos de interés que los situaran a los niveles de finales de 1994. Si las condicionantes mencionadas no se producen, bajadas apreciables en los tipos de interés por parte del Banco de España pondrían en serio peligro el logro de los objetivos de inflación en 1996 y 1997.

Si aparece garantizado una adecuada política fiscal y si con las cifras de los precios al consumo de agosto las predicciones del IPSEBENE se reducen hacia el 4.5%, el Banco de España podría reducir a mediados de septiembre el tipo de interés de referencia hasta en 100 puntos básicos.

La acción que pueda emprender el Banco de España en los próximos dos meses dependerá mucho de la evolución del IPSEBENE en agosto y septiembre. Si con las cifras de agosto las expectativas de inflación en el IPSEBENE se reducen hacia el 4.5%, acercándose a las del IPC, el Banco de España podría a mediados de septiembre reducir en 100 puntos básicos sus tipos de interés de referencia.

APÉNDICE

Cuadro 2 extendido

Tasas de crecimiento de los diferentes índices de precios para diciembre de 1995 sobre diciembre de 1994, según se han ido prediciendo desde julio de 1994 a julio de 1995*.

	1995***							1994***					
	julio	junio	mayo	abril	marzo	febrero	enero	diciembre	noviembre	octubre	septiembre	agosto	julio
(1) AE	4,04**	4,58**	4,79**	5,58**	5,39**	4,74**	4,33	4,22	3,74	2,72	2,62	1,66	1,08
(2) IND	4,85	5,25	5,02	5,73	4,84	4,32	3,81	3,37	3,55	3,29	3,49	3,16	3,24
(3) SERV	5,42	5,48	5,56	5,79	5,79	5,69	5,76	5,84	5,51	5,48	4,89	5,06	3,86
IPSEBENE [1+2+3]	4,89	5,19	5,18	5,72	5,32	4,94	4,68	4,52	4,36	4,02	3,83	3,58	3,02
(4) ANE	3,09	5,03	6,74	5,72	4,67	5,36	4,40	3,73	5,98	4,29	3,98	2,55	4,37
(5) ENE	2,68	3,17	3,06	2,78	3,37	3,17	2,90	3,06	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
IPC [1+2+3+4+5]	4,43	4,95	5,19	5,49	5,09	4,86	4,53	4,32	4,48	4,02	3,83	3,45	3,21

* *Estas predicciones no contemplan los efectos de los cambios en la imposicón indirecta y cotizaciones a la seguridad social producidas en Enero de 1995.*

** *En esta tasa 0'58 puntos porcentuales son debidos a la fuerte predicción al alza, confirmada posteriormente, que se realiza para febrero en los precios del aceite de oliva.*

*** *Las predicciones mensuales que aparecen en el cuadro se realizaron con información del IPC hasta el mes anterior al que aparece referido en la cabecera.*

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha de elaboración: 11 de agosto de 1995.

Cuadro 3 extendido

Crecimientos anuales (1)
Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^{1})

	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Ene96 / Ene95 (2)	Marzo96/ Marzo 95 T_{12}^{1}
(1) AE	1994	5.09	5.18	5.48	5.60	5.67	5.50	5.50	5.43	5.23	4.92	4.92	4.97		
(17,47%)	1995	5.43	6.08	6.15	6.31	6.49	6.66	6.64	6.61	6.40	6.20	5.89	5.67	3.80	3.02
(2) IND	1994	3.76	3.70	3.68	3.47	3.55	3.34	3.26	3.19	3.35	3.52	3.54	3.59		
(32,88%)	1995	3.22	3.25	3.34	3.84	4.00	4.17	4.27	4.28	4.50	4.51	4.63	4.85	4.96	5.26
BENE	1994	4.22	4.22	4.30	4.20	4.28	4.15	4.03	3.97	4.00	4.03	4.02	4.07		
[(1)+(2)] = (50,35%)	1995	3.99	4.24	4.32	4.71	4.87	5.03	5.10	5.10	5.17	5.10	5.07	5.15	4.55	4.46
(3) SERV	1994	6.49	5.99	5.92	5.30	5.03	4.87	4.69	5.40	5.33	5.28	5.11	5.22		
(30,64%)	1995	5.35	5.53	5.42	5.65	5.46	5.43	5.46	4.81	4.97	5.09	5.38	5.42	5.54	5.85
IPSEBENE	1994	5.09	4.90	4.93	4.63	4.61	4.43	4.29	4.52	4.51	4.52	4.44	4.51		
[(1)+(2)+(3)]=(80,99%)	1995	4.52	4.74	4.75	5.07	5.09	5.19	5.24	4.99	5.09	5.19	5.19	5.25	4.93	5.00
(4) ANE	1994	3.47	5.16	5.47	7.15	6.21	6.80	8.54	9.14	6.82	5.61	6.09	4.72		
(11,88%)	1995	3.75	5.77	7.77	6.31	5.39	5.08	1.83	3.32	4.09	4.64	4.11	3.09	3.36	1.17
(5) ENE	1994	6.72	6.42	5.07	5.18	5.63	4.86	4.22	1.41	1.15	0.81	0.96	1.75		
(7,12%)	1995	3.48	4.11	4.70	5.31	4.28	3.53	2.67	2.14	3.16	3.92	3.88	4.08	1.10	1.23
IPC	1994	5.02	5.03	5.00	4.95	4.86	4.71	4.75	4.80	4.53	4.36	4.36	4.34		
(100%)	1995	4.36	4.82	5.08	5.24	5.07	5.06	4.67	4.59	4.83	4.95	4.97	4.91	4.47	4.29

* *La tasa T_{12}^{1} normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.*

(1) *A partir de agosto de 1995 los datos son predicciones.*

(2) *En esta columna se produce una caída debido a que la tasa T_{12}^{1} ya se calcula sobre dos meses en los que ambos están afectados por los cambios en la imposición indirecta que tuvieron lugar en enero de 1995.*

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 11 de agosto de 1995.

Cuadro 4 extendido

Crecimientos mensuales del índice de precios al consumo

Concepto (*)			*E*	*F*	*M*	*A*	*M*	*J*	*J*	*A*	*S*	*O*	*N*	*D*	*D94 / D93 (1)*	*MED95 / MED94 (2)*	*D95 / D94 (3)*
Alimentos elaborados	***(17,48%)***	*1994*	*1.56*	*0.48*	*0.30*	*0.23*	*0.08*	*0.09*	*0.08*	*0.24*	*0.41*	*0.37*	*0.57*	*0.46*			
		1995	*2.01*	*1.09*	*0.37*	*0.38*	*0.26*	*0.25*	*0.07*	*0.21*	*0.20*	*0.19*	*0.27*	*0.25*	*4.97*	*6.21*	*5.67*
Industriales no energéticos	***(32,88%)***	*1994*	*0.68*	*0.26*	*0.32*	*0.27*	*0.23*	*0.21*	*0.09*	*0.07*	*0.36*	*0.55*	*0.30*	*0.18*			
		1995	*0.32*	*0.29*	*0.40*	*0.76*	*0.38*	*0.37*	*0.19*	*0.08*	*0.57*	*0.56*	*0.42*	*0.39*	*3.59*	*4.08*	*4.85*
Bienes elaborados no energéticos	***(50,35%)***	*1994*	*0.99*	*0.34*	*0.32*	*0.25*	*0.19*	*0.17*	*0.08*	*0.13*	*0.38*	*0.50*	*0.39*	*0.27*			
		1995	*0.92*	*0.58*	*0.39*	*0.62*	*0.34*	*0.33*	*0.15*	*0.12*	*0.45*	*0.43*	*0.37*	*0.35*	*4.07*	*4.82*	*5.15*
Servicios	***(30,64%)***	*1994*	*0.86*	*0.46*	*0.71*	*0.30*	*0.45*	*0.26*	*0.25*	*0.92*	*0.32*	*0.33*	*-0.08*	*0.31*			
		1995	*1.01*	*0.63*	*0.61*	*0.52*	*0.26*	*0.24*	*0.28*	*0.30*	*0.47*	*0.44*	*0.19*	*0.34*	*5.22*	*5.33*	*5.42*
Servicios y bienes elaborados no energéticos	***(80,99%)***	*1994*	*0.93*	*0.38*	*0.47*	*0.27*	*0.28*	*0.20*	*0.15*	*0.43*	*0.35*	*0.43*	*0.21*	*0.29*			
		1995	*0.95*	*0.60*	*0.47*	*0.58*	*0.30*	*0.29*	*0.20*	*0.20*	*0.45*	*0.44*	*0.30*	*0.34*	*4.51*	*5.02*	*5.25*
Alimentos no elaborados	***(11,88%)***	*1994*	*1.26*	*-2.16*	*-0.18*	*1.34*	*-0.87*	*-0.68*	*2.54*	*2.00*	*0.64*	*-0.81*	*-0.13*	*1.78*			
		1995	*0.31*	*-0.25*	*1.70*	*-0.03*	*-1.72*	*-0.98*	*-0.63*	*3.49*	*1.39*	*-0.28*	*-0.63*	*0.78*	*4.72*	*4.57*	*3.09*
Energía	***(7,12%)***	*1994*	*1.51*	*-0.16*	*-0.57*	*0.25*	*0.84*	*0.30*	*-0.25*	*0.83*	*-0.77*	*-0.52*	*0.26*	*0.03*			
		1995	*3.24*	*0.44*	*0.00*	*0.83*	*-0.14*	*-0.42*	*-1.08*	*0.31*	*0.22*	*0.22*	*0.22*	*0.22*	*1.75*	*3.77*	*4.08*
IPC GENERAL	***(100%)***	*1994*	*1.01*	*0.05*	*0.32*	*0.39*	*0.20*	*0.11*	*0.39*	*0.65*	*0.31*	*0.22*	*0.17*	*0.44*			
		1995	*1.04*	*0.49*	*0.58*	*0.53*	*0.03*	*0.10*	*0.02*	*0.57*	*0.54*	*0.34*	*0.19*	*0.38*	*4.34*	*4.88*	*4.91*

(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general.
(1) Crecimiento de diciembre de 1994 sobre diciembre de 1993.
(2) Crecimiento del nivel medio de 1995 sobre el nivel medio de 1994.
(3) Crecimiento de diciembre de 1995 sobre diciembre de 1994.
(4) A partir de agosto de 1995 los datos son predicciones.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha de elaboración: 11 de agosto de 1995

SPANISH INFLATION REPORT

The anti-inflationary effects of monetary policy are beginning to be felt: The possible reduction of interest rates in September depends on de CPI for August.

In all the basic intermediate indices, consumer price data for July have shown some very favourable changes -difference between forecast and outcome-. In the overall index, CPI, there is a 0.02% increase against the forecasted 0.50%. And so the short term expectations for CPI inflation go down by half a percentage point. In the CPISNEMG, consumer price index of services and non-energy manufatured goods -an index that shows the inflationary core of the Spanish economy-, the changes have been less: 0.22% against the forecasted 0.41%, which means that the improvement over expectations is, approximately, half that of the CPI.

Annual accumulated CPI growth is forecasted at 4.91% for December 1995 and at 4.29% for March 1996. The same predictions for the CPISNEMG are 5.25% and 5% respectively. The fact that for the coming months inflation expectations for the CPISNEMG are above those of the CPI indicates that the problem of inflation in the Spanish economy is more acute than the CPI shows, since for after March 1996 CPI forecasts will tend towards those of the CPISNEMG.

Inflation expectations in the Spanish economy have been going down since May 1995, but the problem of inflation is still significant, since the CPI in 1996 and 1997 tends towards values above the expectations for inflation for Europe and the official objectives for inflation.

The favourable changes in the data for July 1995 centre around the consumer price index for non processed foods (NPF) which has not seen the habitual seasonal July growth, and around the consumer price index for manufactured goods other than foods (IND) which this month has not recorded the acceleration still present in the corresponding wholesale prices. These developments, together with the improvement they have brought about in inflation expectations, have been favoured by the restrictive monetary policy in 1995. This policy has induced and secured a recent appreciation of the peseta with regard to the values of the previous months and has encouraged greater restraint in private consumption, as shown by the of the quarterly national accounts figures relating to the first quarter of 1995.

Monetary policy is brigining about the appropiate anti-inflationary effects, and this partial progress raises the question of when it will be possible to relax the above mentionated policy. Expectations for inflation for 1996 and 1997 are still high, and consequently any possible lowering of interest rates will not be able to take place before the new consumer prices are known. Besides,

a relaxation of monetary policy will only be able to materialize if both the government and the opposition take firm and resolute decisions to design and implement, no matter which of them has the political responsibility for it, a budget for 1996 whose corresponding public deficit is no higher than 4.4% of GDP. If such fiscal policy is guaranteed, and if the figures for consumer prices for August do not push up the CPI forecasts but reduce those of the CPISNEMG, the Bank of Spain could, midway through September, reduce its reference interest rate by up to 100 basis points. More definitive action on the part of the Bank of Spain will depend much more definitive anti-inflationary progress, which it will be difficult to evaluate before the last two months of 1995.

Montly CPI growth in August is forecasted at 0.57%, with seasonal growth of 3.49% in the NPF and moderate growth of 0.20% in the CPISNEMG.

Table 1

ANNUAL RATES OF GROWTH ON CPI AND CPISNEMG [1]

	Rate	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Jan96 / Jan95	Mar96/ Mar95
CPISENMG	1994	5.09	4.90	4.93	4.63	4.61	4.43	4.29	4.52	4.51	4.52	4.44	4.51		
	1995	4.52	4.74	4.75	5.07	5.09	5.19	5.24	**4.99**	**5.09**	**5.09**	**5.19**	**5.25**	**4.93**	**5.00**
CPI	1994	5.02	5.03	5.00	4.95	4.86	4.71	4.75	4.80	4.53	4.36	4.36	4.34		
	1995	4.36	4.82	5.08	5.24	5.07	5.06	4.67	**4.59**	**4.83**	**4.95**	**4.97**	**4.91**	**4.47**	**4.29**

(1) *From August 1995 the figures are forecasted values.*

Date: August 11th 1995

Table 2

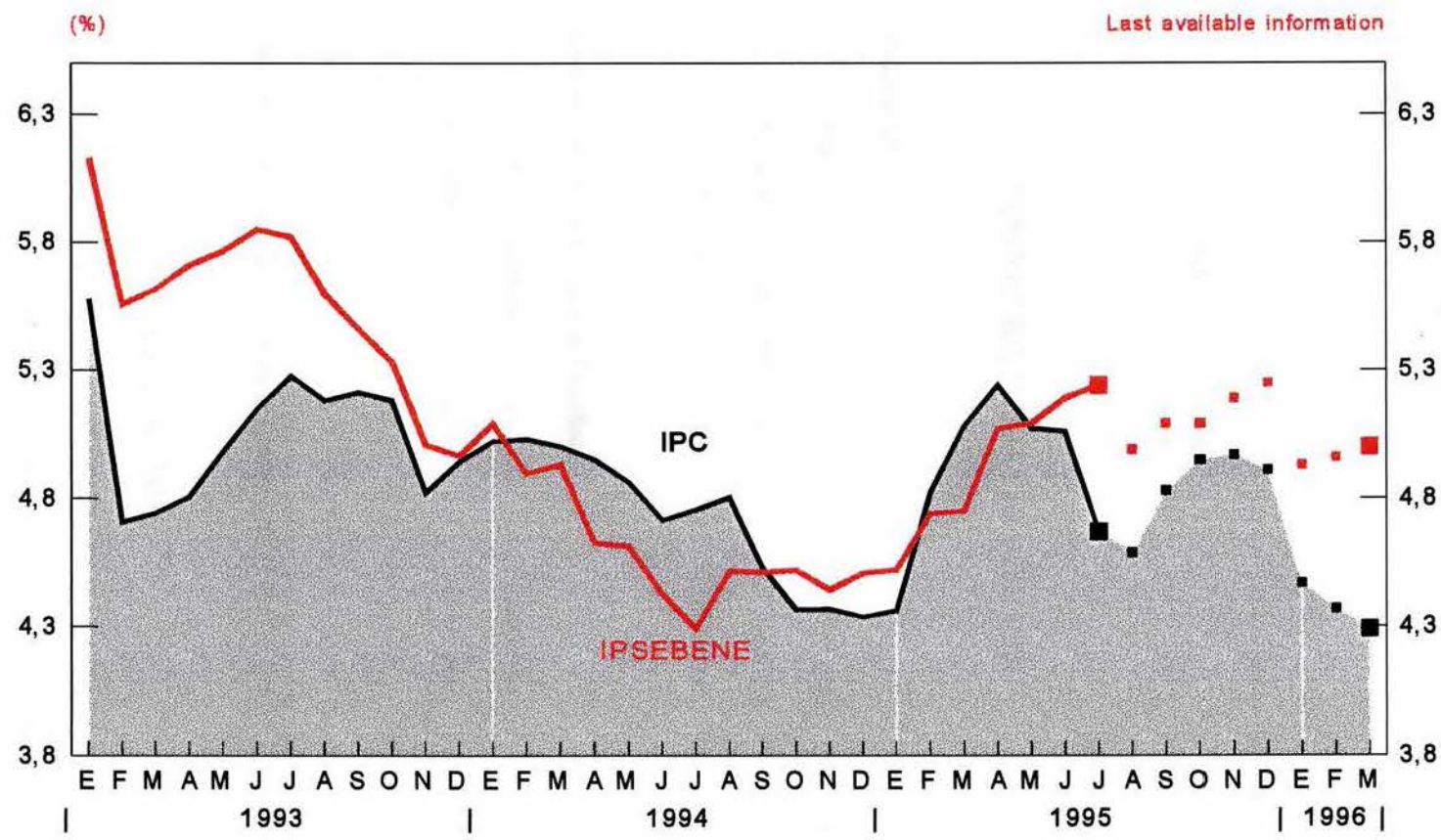
MONTHLY RATES OF GROWTH ON CPI AND CPISENMG [1]

		Observed							Forecasts					D94	AVEG95	D95
	Rate	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	D93 (2)	AVEG94 (3)	D94 (4)
CPISENMG	1994	0.93	0.38	0.47	0.27	0.28	0.20	0.15	**0.43**	**0.35**	**0.43**	**0.21**	**0.29**			
	1995	0.95	0.60	0.47	0.58	0.30	0.29	0.20	**0.20**	**0.45**	**0.44**	**0.30**	**0.34**	4.51	**5.02**	**5.25**
CPI	1994	1.01	0.05	0.32	0.39	0.20	0.11	0.39	**0.65**	**0.31**	**0.22**	**0.17**	**0.44**			
	1995	1.04	0.49	0.58	0.53	0.03	0.10	0.02	**0.57**	**0.54**	**0.34**	**0.19**	**0.38**	4.34	**4.88**	**4.91**

(1) *From August 1995 the figures are forecasted values.*
(2) *Annual rate of growth in December 1994 over December 1993.*
(3) *Average annual rate of growth 1995.*
(4) *Annual rate of growth in December 1995 over December 1994.*

Date: August 11th 1995

Consumer Price Index (CPI) and
Consumer Price Index of Services and Non-energy Manufactured Goods (CPISNEMG)
Annual Growth Rate



Source: INE and Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico,
Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid.
Date: August 11th 1995.

Temas tratados en números anteriores del BOLETIN IPC:

* Cálculo de los efectos teóricos sobre el IPC de los cambios del IVA e impuestos indirectos especiales en enero de 1995. (**BOLETIN IPC**, nº4)

* Estimación de los efectos en el IPC de la subida de los precios del aceite de oliva en febrero de 1995. (**BOLETIN IPC**, nº5)

* ¿Existe actualmente contradicción entre las conclusiones de un análisis causal de la inflación y de un análisis basado en el comportamiento de los indicadores adelantados? (**BOLETIN IPC**, nº6)

* Valoración del impacto de los cambios en la imposición indirecta y en las contribuciones a la seguridad social. (**BOLETIN IPC**, nº6)

* Probabilidad de alcanzar los objetivos de referencia del Banco de España sobre inflación y medidas antiinflacionistas necesarias. (**BOLETIN IPC**, nº7, pg. 9)

* Los errores en la predicción del IPC cometidos en los dos últimos años. (**BOLETIN IPC**, nº7, pgs. 15-18)

* Importancia de la composición del crecimiento mensual del IPC. (**BOLETIN IPC**, nº8, pgs. 8-10)

* Predicciones de inflación (para 1995 y primeros meses de 1996), aplicando correciones a los modelos. (**BOLETIN IPC**, nº9, pgs 6-11)

* Expectativas, medidas monetarias y fiscales, cláusulas de indiciación y objetivos de inflación. (**BOLETIN IPC**, nº9, pgs. 11-15)

* Evolución de las perspectivas inflacionistas para 1995 estimadas en el **BOLETIN IPC** y la política de tipos de interés seguida por el Banco de España. (**BOLETIN IPC**, nº10, pgs. 16-20)

Otras públicaciones sobre inflación realizadas por el "LABORATORIO DE PREDICCION Y ANALISIS MACROECONOMICO" de la Universidad Carlos III de Madrid:

* Espasa, A. y F. Lorenzo (1995a), "Una propuesta de análisis desagregado de la inflación a través de indicadores adelantados", ***Papeles de Economía Española,*** 62, pgs. 308-320.

* Espasa, A y F. Lorenzo (1995b), "El empresario y el directivo ante los datos sobre inflación", publicado en ***El Anuario del Empresario***, 1995.

* Espasa A., F. Lorenzo y C. Escribano (1995), "La predicción de la inflación como base para un diagnóstico actualizado. Un análisis sobre la inflación española". ***Revista del Instituto de Estudios Económicos***, nºs 1 y 2: El problema de la inflación en España; pgs. 331-336.

* Espasa, A. y F. Lorenzo (1995c), "Convergencia con Europa en la tasa de inflación: importancia, perspectivas y medidas económicas necesarias", de próxima publicación en ***Papeles de Economía***.

Publicaciones recientes sobre temas macroeconómicos realizadas por el "LABORATORIO DE PREDICCION Y ANALISIS MACROECONOMICO" de la Universidad Carlos III de Madrid:

* Espasa, A. (1995), "A stable growth around three per cent depending on the recovery of consumption", ***Economic Forecasts***, agosto.

* DIAGNOSTICO DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA, nº1, "El potencial de crecimiento y los riesgos en la evolución de la economía española", mayo 1995. Autores: M. Boldrin, C. Escibano, A. Espasa y J. Urrutia. (Publicación semestral, véase el impreso de subscripción adjunto al final del **BOLETIN IPC**).

UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID
Calle Madrid,126 - 28903 Getafe
MADRID - ESPAÑA