

## DEVALUACION DE LA PESETA Y COMPETITIVIDAD: 1992<sup>(\*)</sup>

---

*Philippe Bacchetta*

*Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC) y ESADE*

y

*David Vegara*

*Banco de Sabadell y Universitat Pompeu Fabra*

### INTRODUCCION.

Después de un período de estabilidad de más de cinco años, el Sistema Monetario Europeo (SME) vivió unas semanas dramáticas durante el segundo semestre de 1992, con la salida de dos de sus monedas de su mecanismo de cambios y con la devaluación de otras dos. Dichos acontecimientos pusieron en peligro la supervivencia del SME y el proceso de integración monetaria europea.

La peseta fue unas de las principales víctimas de esta crisis y fue devaluada dos veces, el 17 de septiembre y el 21 de noviembre, con un reajuste de casi 11% de su paridad central en el SME. Esta doble devaluación fue acompañada por una subida de los tipos de interés en España y por la introducción temporal de controles de capitales.

A principios de 1993, el centro de la tempestad parece haberse alejado y la divisa española se encuentra en aguas más calmas. Parece, por lo tanto, un buen momento para empezar a realizar un balance de los acontecimientos de 1992 y evaluar la situación competitiva de la economía española.

Una posible interpretación de los hechos es que el otoño 1992, aunque negativo por su inestabilidad, ha permitido un reajuste necesario de la paridad de la peseta<sup>(1)</sup>. De hecho, la depreciación ha sido en general bien recibida en los medios económicos. Podría parecer, pues, que este reajuste pone la economía española en la posición adecuada para afrontar el reto de la futura Unión Monetaria Europea.

En este trabajo, intentamos evaluar la posición de la economía española, y en concreto su competitividad después de la devaluación. Nuestro análisis es obviamente preliminar (y parcialmente especulativo) ya que los datos que permiten evaluar las consecuencias de la devaluación son todavía escasos. Una perspectiva adicional de varios meses será necesaria para un análisis más sistemático y riguroso.

---

<sup>(\*)</sup> Agradecemos la colaboración y los comentarios de Esther Gordo y Miguel Sebastián.

<sup>(1)</sup> En los meses anteriores a la crisis se podía oír numerosas opiniones a favor de una devaluación.

Desafortunadamente nuestra evaluación de la competitividad española es bastante pesimista. El ajuste de 1992 ha sido menor de lo que parece y es totalmente insuficiente para resolver el desequilibrio externo de la economía española. En términos reales la devaluación de la peseta sólo ha sido de un 5% en 1992, lo que sólo podrá contribuir a una pequeña reducción del déficit por cuenta corriente (superior al 3% del PIB).

En la siguiente sección examinamos detenidamente la evolución de la peseta en 1992, así como la reacción de los tipos de interés. En la sección 2, examinamos el impacto de la devaluación sobre el comercio exterior y los precios. Finalmente, en la sección 3 analizamos la competitividad de la economía española en los próximos años.

## 1. LA EVOLUCION DE LA PESETA EN 1992.

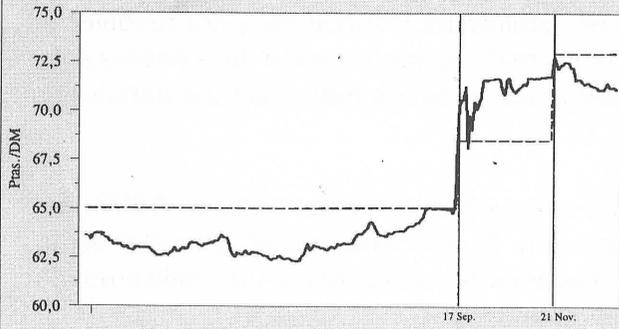
Durante los últimos meses hemos asistido a un período de turbulencias en los mercados de divisas que ha desembocado en la mayor crisis del mecanismo de cambios del SME desde su creación en 1979. Durante el mes de agosto, el incremento del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y Alemania incrementó la demanda de activos financieros denominados en la divisa germánica, con la consecuente apreciación de ésta. La negativa danesa al tratado de Maastricht y la publicación de los primeros sondeos desfavorables sobre el referendun francés -con lo que se ponía en entredicho la convergencia entre los países del SME cara a la unión monetaria europea- se añadieron a estos hechos e hicieron insostenibles las tensiones en los mercados cambiarios, provocando la devaluación de la peseta en un 5% y la salida del sistema de cambios de la libra esterlina y de la lira italiana a mediados de septiembre. Posteriormente, el 21 de noviembre, nuestra moneda, juntamente con el escudo portugués, fue devaluada otro 6%.

En esta sección se comenta la evolución del tipo de cambio nominal de la peseta con respecto a las principales divisas y del tipo de cambio nominal efectivo, para después hacer algunas consideraciones a la vista de la evolución del tipo de cambio efectivo real. Finalmente, se examina la evolución de los tipos de interés en relación con las devaluaciones.

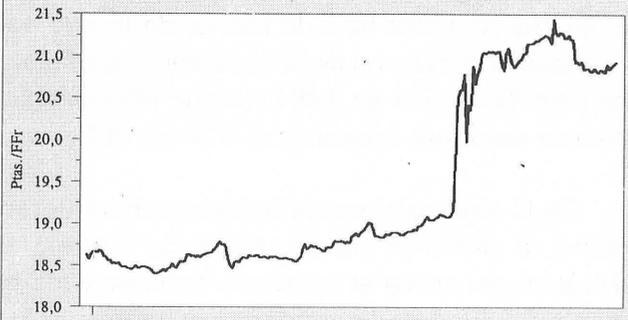
### Tipos de cambio nominales.

En el gráfico 1 se puede examinar la evolución diaria en 1992 del tipo de cambio de la peseta con respecto a cinco monedas importantes para España. El comportamiento de la peseta frente al *marco alemán* en 1992 (gráfico 1.1) muestra una leve tendencia apreciatoria a lo largo del primer semestre del año, por debajo de su paridad central en aquel momento (65 ptas./DM) que se rompe a partir de la negativa danesa a Maastricht (2 de junio). La primera devaluación, el 17 de septiembre, no fue considerada "suficiente" por los mercados cambiarios, aún viniendo acompañada por la circular 16/1992 del Banco de España que limitaba fuertemente las posibilidades de especulación contra nuestra moneda, y la peseta se acercó peligrosamente a su nueva banda de máxima depreciación (72,62 ptas./DM). Mientras la primera devaluación sí tuvo efectos importantes sobre el nivel de tipo de cambio, no ocurrió lo mismo con la segunda, el 21 de noviembre, principalmente debido a que ésta vino acompañada de una subida de los tipos de intervención del Banco de España en los mercados monetarios, que supuso una elevación general de los tipos de interés en el mercado interbancario. Desde la segunda devaluación, la peseta se ha quedado sistemáticamente por debajo de su paridad central.

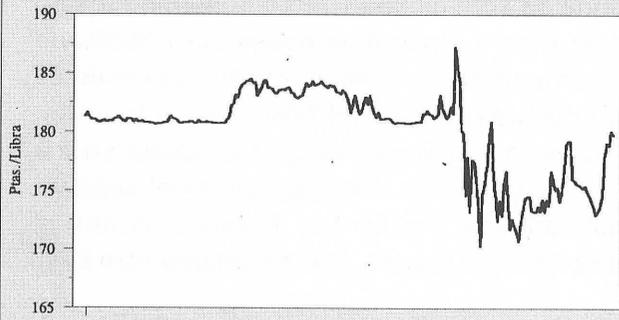
**GRAFICO 1.1.**  
**MARCO**



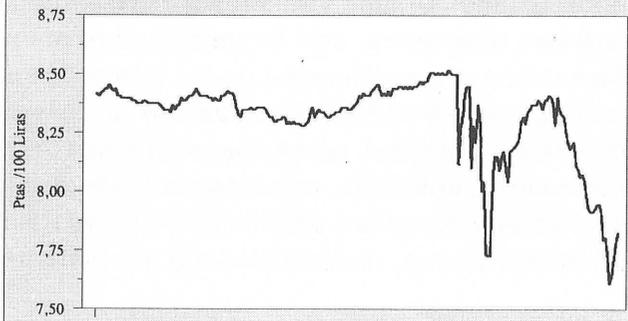
**GRAFICO 1.2.**  
**FRANCO FRANCES**



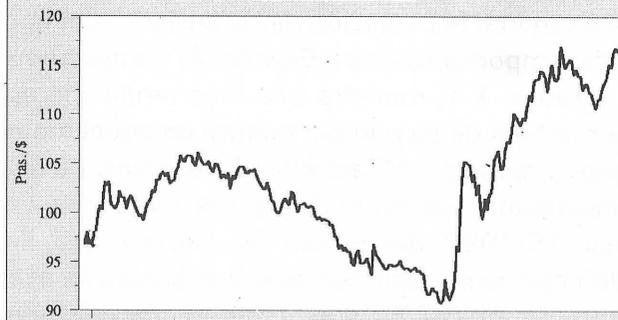
**GRAFICO 1.3.**  
**LIBRA ESTERLINA**



**GRAFICO 1.4.**  
**LIRA**



**GRAFICO 1.5.**  
**DOLAR**



En cuanto a su evolución global para 1992, la comparación de las medias mensuales de datos diarios entre diciembre de 1991 y diciembre de 1992 muestra que la apreciación del marco fue del 12,0%.

El perfil de la evolución del *franco francés* (gráfico 1.2) es muy parecido a la del marco alemán, lo que no es sorprendente al pertenecer las dos monedas a la llamada "banda estrecha del SME" y al no haber cambiado las paridades centrales entre ellas. Comparando también las medias mensuales diciembre 91/diciembre 92 el franco se apreció un 12,2% respecto a la peseta.

El comportamiento de la *libra esterlina* y de la *lira italiana* (gráfico 1.3 y 1.4 respectivamente) fue muy distinto a las dos divisas anteriores. La salida de ambas monedas del mecanismo de cambios provocó una depreciación de éstas con respecto a la peseta (3,9% para la libra esterlina y 5,2% para la lira italiana en medias diciembre 91/diciembre 92) y un importante incremento de su volatilidad.

Respecto a la evolución del *dólar* norteamericano (gráfico 1.5), cabe destacar su depreciación con respecto a la peseta hasta principios de septiembre, fruto de la apreciación del marco frente a la divisa americana. A partir de septiembre, la mejora en las perspectivas económicas de los Estados Unidos y la alta volatilidad de las divisas del SME (que resaltó el dólar como "valor refugio") rompieron esta tendencia y la divisa americana se apreció alrededor de un 26% entre principios de septiembre y finales de año. En el conjunto del año, comparando medias diciembre 91/diciembre 92 la apreciación del dólar con respecto a la peseta fue del 12,7%.

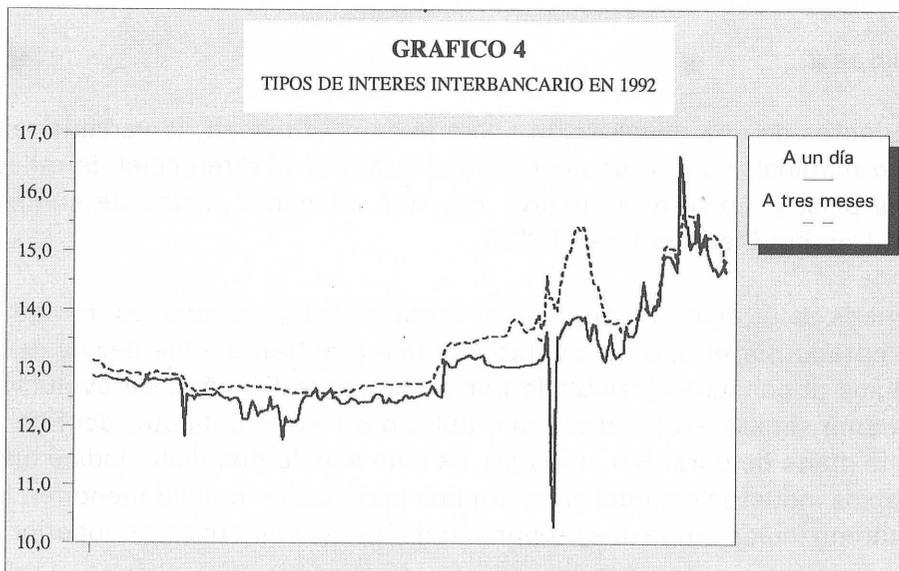
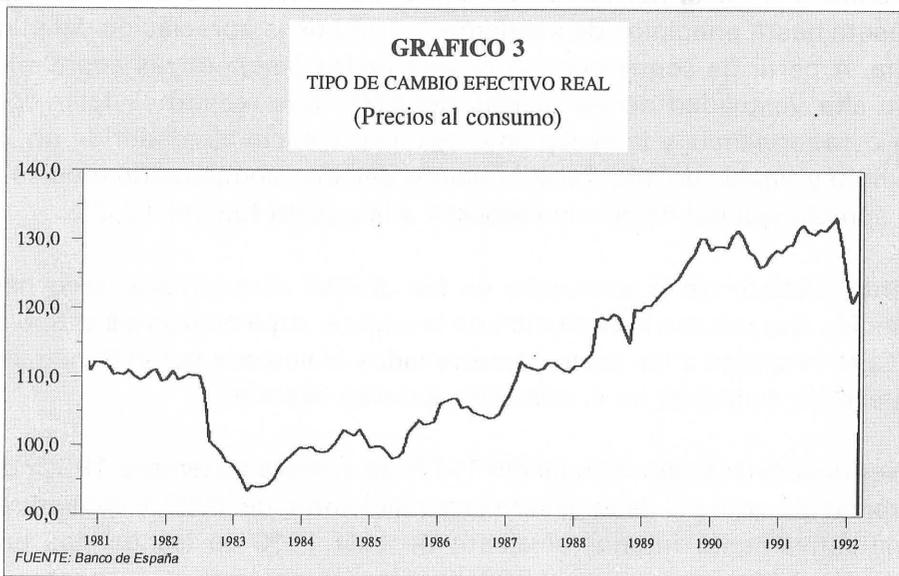
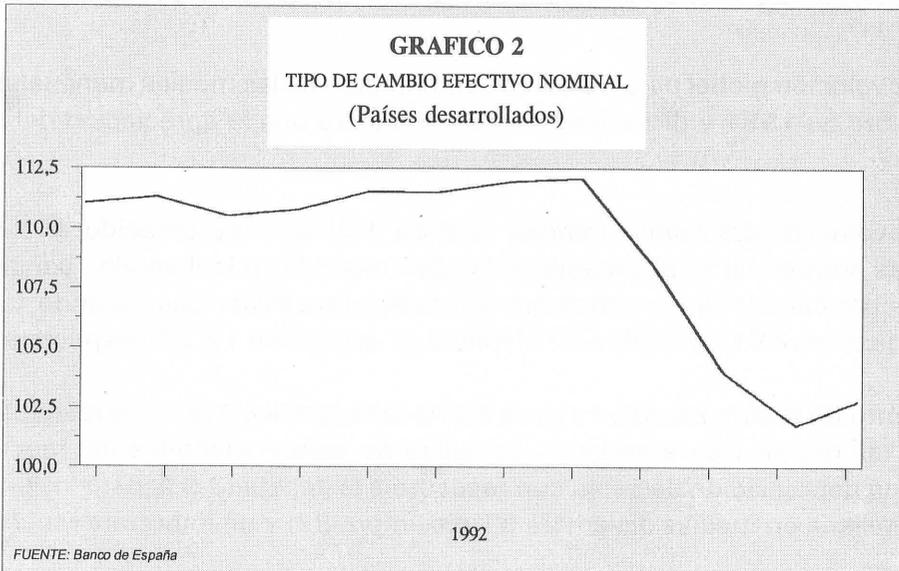
El comportamiento distinto de la evolución de las divisas comentadas hace necesaria la utilización de una medida que resuma la evolución de la peseta. Aquí utilizamos el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) respecto a los países desarrollados (calculado por el Banco de España), ponderando por el peso de cada país en el comercio exterior español.

El gráfico 2 presenta la evolución mensual del TCEN de enero a diciembre 1992. Este índice muestra que la depreciación nominal de la peseta entre diciembre de 1991 y diciembre de 1992 fue del 7,2%, significativamente inferior al ajuste de casi 11% de las bandas en el SME. Comparando el máximo y el mínimo de 1992 (agosto y noviembre respectivamente) la depreciación sería del 8,4%.

### **El tipo de cambio real.**

Al analizar los efectos de una devaluación sobre la competitividad, la variable relevante no es el tipo de cambio nominal, ya que es necesario ajustar por el diferencial de inflación entre España y los demás países. En otros términos, hay que examinar el tipo de cambio real, en particular el Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER).

Existen varias medidas de tipo de cambio real según el índice de precios que se utilice. En este trabajo, se ha optado por el tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados medido por los precios al consumo (calculado por el Banco de España). La evolución de este índice es históricamente similar a los índices que utilizan o bien el deflactor del PIB, o bien los costes unitarios de la mano de obra. Sin embargo, es bien sabido que dicho índice discrepa con el basado en los precios industriales, cual presenta una apreciación mucha menor en los últimos años. Aunque este último índice tenga una proporción de bienes comerciables superior a otro tipo



de índice, es más restrictivo al considerar únicamente productos industriales y utilizar el índice con precios al consumo nos parece más adecuado.

La evolución del TCER entre enero 1981 y diciembre 1992 se puede observar en el gráfico 3. La depreciación real de la peseta entre diciembre de 1991 y diciembre de 1992 ha sido solamente del 5,2%. La diferencia entre esta depreciación del TCER y la del TCEN (7,2%) cabe buscarla en una negativa evolución del índice de precios al consumo español en relación a los países desarrollados.

Más significativo es quizás el hecho de que el TCER a diciembre del pasado año se situaba en el mismo nivel que el de diciembre de 1989, año en que el déficit por cuenta corriente español llegó al 2,9% del PIB. En otros términos, la depreciación de 1992 sólo ha compensado la apreciación ocurrida en 1990 y 1991 y no la apreciación previa desde el 1984. Entre diciembre del 1983 y agosto del 1992, el TCER se había apreciado del 40%.

### **Los tipos de interés.**

Resulta muy instructivo examinar la evolución de los tipos de interés en España durante 1992, ya que es un fiel reflejo de los problemas que sufrió nuestra moneda en los mercados cambiarios internacionales.

Al paulatino descenso de los tipos de interés de los depósitos interbancarios y, en general, de los activos financieros denominados en pesetas a lo largo de 1991 y principios de 1992, fruto principalmente de las expectativas de convergencia económica y monetaria, siguió un período de aumento de éstos coincidiendo con la negativa danesa al Tratado de Maastricht.

Como puede observarse en el gráfico 4 fue a principios del mes de agosto del pasado año, justo cuando empezaron las tensiones en el SME, cuando los tipos de interés interbancarios españoles empezaron a subir dadas las fuertes peticiones de endeudamiento en pesetas para su venta al contado e inversión en activos denominados en otras monedas. La fuerte especulación sobre la peseta provocó subidas en los tipos interbancarios, mientras las masivas ventas de deuda pública española por parte de no residentes incrementaron de forma muy importante las tasas internas de rendimiento de éstos activos.

Aunque el Banco de España no modificó sus tipos de intervención hasta la segunda devaluación, sí se vio obligado a intervenir en las subastas diarias con volúmenes muy importantes para evitar mayores alzas en los tipos de interés. La imposición de controles a los movimientos de capital permitió un relajamiento temporal de los tipos interbancarios después de la primera devaluación.

La segunda devaluación vino acompañada de un incremento de 0,75% en el tipo de las subastas decenales con CBE's que realiza el Banco de España, hasta el 13,75%, y de la desaparición de los controles. El aumento generalizado de los tipos de interés permitió a nuestra moneda permanecer estable en su nueva banda de fluctuación e incluso mostrarse como una de las divisas más fuertes del SME.

En definitiva, no sólo fue necesaria una doble devaluación para conseguir devolver la estabilidad a nuestra moneda, sino también un aumento sustancial de los tipos de interés, sólo relajados parcialmente a mediados de enero del 1993, cuando la autoridad monetaria decidió bajar

en 0,5% su tipo de intervención decenal. Esto podría ser una indicación de que después de cada devaluación la nueva paridad no era creíble y que los mercados descontaban una posible devaluación adicional.

Un incremento de los tipos de interés representa un coste importante de una devaluación poco creíble, es decir, insuficiente según los mercados. A la experiencia española, se puede comparar la del Reino Unido e Italia. Ambos países salieron del mecanismo de cambio del SME y sus monedas experimentaron una depreciación mayor que la Española. En ambos casos, sin embargo, la devaluación fue creíble ya que bajaron los tipos de interés, sobre todo en Gran Bretaña donde el tipo interbancario a tres meses pasó de más de 10% en agosto a unos 7% a finales de 1992.

## 2. EL IMPACTO DE LA DEVALUACION.

Cuando se escriben estas líneas, sólo han pasado dos meses desde la segunda devaluación de la peseta en el SME. Por consiguiente, una evaluación de sus consecuencias es bastante prematura. No obstante, en esta sección examinamos los primeros datos disponibles en cuanto a precios y comercio exterior e intentamos sacar unas conclusiones provisionales.

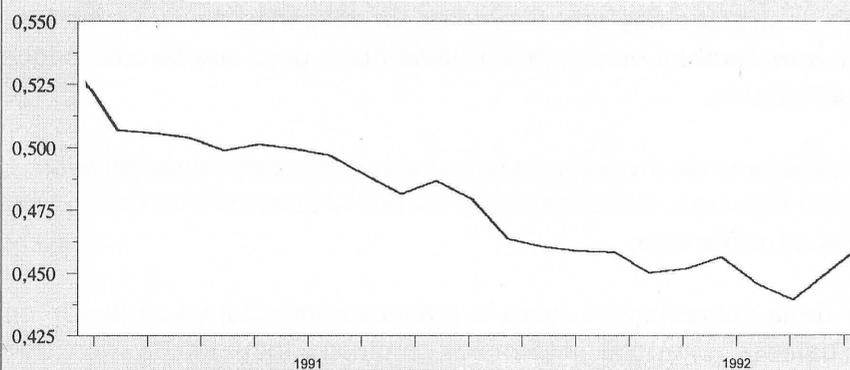
Una dificultad adicional del análisis es que, aunque una devaluación represente un cambio importante de una variable económica, no se trata de un experimento de laboratorio y se ve generalmente acompañada de cambios en otras variables. En 1992, el mayor cambio ha sido la llegada de una recesión a Europa y, en particular a España, con un descenso marcado de la demanda interna. Dicho cambio tiene dos implicaciones. Por un lado, dificulta el análisis de las consecuencias de una devaluación, especialmente para el comercio exterior. Una devaluación tiende a mejorar la balanza por cuenta corriente por el cambio de precios relativos. Una recesión tiene el mismo efecto, ya que una disminución de la demanda interna implica un descenso en las importaciones. Por consiguiente, es difícil separar el efecto del ciclo del efecto de la depreciación.

La segunda implicación de una recesión es que modifica el impacto de la devaluación. Sabemos que en una economía de pleno empleo, una devaluación tendrá principalmente un impacto sobre los precios, y escasas consecuencias sobre cantidades. En cambio, en una situación de sobre capacidad (de tipo keynesiana), una devaluación aumenta la demanda exterior neta y tiene poco efecto sobre los precios. Entrar en una recesión es similar a pasar de la primera situación a la segunda. Por lo tanto, se puede anticipar que el impacto de la devaluación sobre los precios será menor en 1992 que hubiera sido en 1991, por ejemplo. De hecho, la evolución del IPC a finales de 1992 no parece mostrar que los precios se hayan visto muy afectados por la devaluación.

Lo que sí está claro es que el precio de los bienes importados debe aumentar. El gráfico 5 muestra la evolución del ratio de los precios a la importación (índice de valor unitario) con respecto al IPC desde enero 1991 hasta noviembre de 1992. Se aprecia claramente un aumento en los precios a la importación en los meses de octubre y noviembre. Sin embargo, este cambio es pequeño y sólo consigue compensar parcialmente el descenso ocurrido en los meses anteriores. Esta evolución se puede explicar por dos razones. Por un lado, como ya se ha comentado, la devaluación efectiva de la peseta ha sido pequeña. Por otro, los precios a la importación suelen ajustarse lentamente y de manera parcial a cambios en los tipos de cambio ya que no hay competencia perfecta en la mayoría de los sectores de importación.

### GRAFICO 5

PRECIOS A LA IMPORTACION VS PRECIOS AL CONSUMO  
(Enero 91 - Noviembre 92)

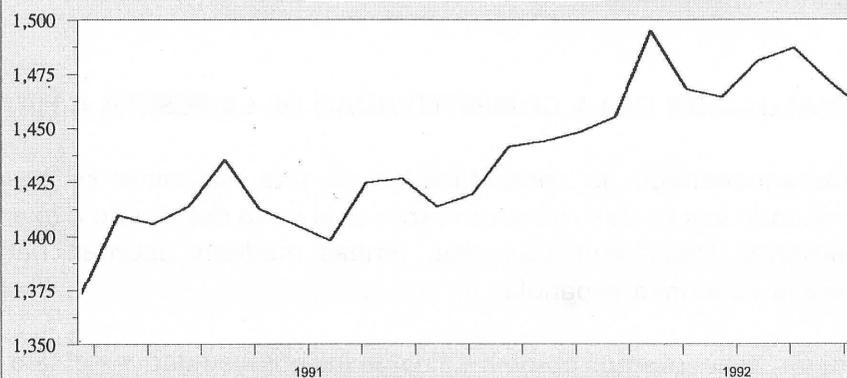


Indice de valor unitario a la importación/IPC (1985 = 1)

FUENTE: Dirección General de Previsión y Coyuntura y Banco de España.

### GRAFICO 6

TERMINOS DE INTERCAMBIO  
(Px/Pm)



Indice de valor unitario de exportaciones/importaciones (1985 = 1)

FUENTE: Dirección General de Previsión y Coyuntura.

La competitividad de los bienes comerciables españoles se puede analizar mediante el ratio de los precios a la exportación con los precios a la importación, o los términos de intercambio. El gráfico 6 demuestra que hay efectivamente un descenso de este ratio (un empeoramiento de los términos de intercambio) en octubre y noviembre, pero que ha sido pequeño y no compensa los aumentos anteriores.

Es preciso esperar unos meses para que el efecto de la devaluación sobre los precios relativos sea completo. Sin embargo, dado el tamaño de la devaluación efectiva, no prevemos un impacto mucho mayor al ya observado.

El impacto de la depreciación sobre la balanza comercial ya se puede apreciar. El gráfico 7 muestra que la balanza comercial en términos nominales (acumulada sobre doce meses, utilizando datos de la Dirección General de Aduanas) mejora a partir de septiembre, mientras en el gráfico 8 se puede apreciar que la balanza comercial en términos reales (en volumen) también mejora, pero sólo a partir de octubre.

La evolución de la balanza comercial en los últimos meses merece algunos comentarios. En primer lugar, su reacción a la depreciación de la peseta ha sido muy rápida. En segundo lugar, aunque haya habido un cambio de tendencia, la reducción del déficit ha sido pequeña. En tercer lugar, no se puede observar el fenómeno de curva en J que sigue típicamente a una devaluación. Según dicho efecto, la balanza comercial nominal tendría que empeorar durante unos meses antes de mejorar, ya que las cantidades reaccionan antes que los precios. Lo que es más sorprendente es que la balanza nominal se ajusta antes y en mayor medida que la balanza real. Serán necesarios más datos para poder entender esta posible paradoja. Además, tal y como se ha mencionado anteriormente, el efecto del ciclo económico en España y en el resto del mundo puede ser tan importante como el efecto de los precios relativos. De hecho, la disminución del déficit comercial en los últimos meses puede haber tenido su razón fundamental en la disminución de la demanda interna española.

### 3. UNA EVALUACION DE LA COMPETITIVIDAD DE LA PESETA A FINALES DE 1992.

A nivel macroeconómico, la competitividad de una economía se puede evaluar de dos maneras: examinando sus costes relativos respecto al resto del mundo o examinando su balanza por cuenta corriente. Desafortunadamente, ambas medidas apuntan hacia una desventaja competitiva para la economía española.

En primer lugar, si aceptamos como medida de los costes relativos el tipo de cambio efectivo real presentado en la sección 1, su mejora ha sido sólo de 5,2% para el año 1992. Esta depreciación contrasta con una apreciación de 27% entre desde 1986 hasta 1991. De hecho, el nivel del tipo de cambio real es parecido al de principios de 1990. En ese momento ya se puso de manifiesto que "el valor excesivamente alto del tipo de cambio actual aconseja que se considere la posibilidad de reajustar la paridad central ..... antes de considerar avances decisivos hacia la unión monetaria ..."<sup>(2)</sup>

En junio 1991, se presentó el trabajo "Porque es necesaria una devaluación de la peseta" (Bacchetta, 1991) donde se avanzan numerosas razones en favor de una devaluación. En

---

<sup>(2)</sup> Bacchetta y Caminal (1990), p. 34.

diciembre 1992, el tipo de cambio real se ha depreciado sólo de 2,8% con respecto a junio 1991! Esto significa obviamente que gran parte del análisis presentado entonces se sigue considerando válido.

El otro indicador de la posición competitiva de la economía española es la balanza por cuenta corriente. Dicha balanza presenta actualmente un déficit superior al 3% de PIB, uno de los mayores de los países desarrollados. Es obvio que la pequeña mejora en la balanza comercial presentada en la sección anterior no puede eliminar este déficit. Es posible que también mejore la situación del turismo, pero esta mejora en la balanza de servicios puede ser compensada por el aumento progresivo en los pagos de intereses a no residentes causado por el aumento de la deuda con el exterior durante los últimos años. En resumen, la balanza por cuenta corriente puede mejorar ligeramente en los próximos meses pero seguirá mostrando un déficit importante.

Un déficit por cuenta corriente no se puede mantener para siempre ya que representa un endeudamiento continuo con el exterior. Por lo tanto, la pregunta es ¿cómo se puede restablecer el equilibrio externo de la economía española?. La solución menos costosa sería un aumento de la productividad combinado con una moderación de los costes de producción. Ambos elementos deberían ser superiores a los observados en los demás países. No parece que éste vaya a ser el caso español en un futuro próximo, por lo que tan sólo nos quedan las soluciones "costosas": una mayor devaluación o un descenso de la inflación causado por una recesión.

¿Para cuándo la próxima devaluación? sería una pregunta natural después de este análisis. Obviamente, no vamos a contestar a esta pregunta. Lo que se puede decir es que es muy probable que una devaluación adicional ocurra en condiciones similares a las anteriores, es decir forzada por los mercados financieros. Es verdad que peseta tiene un cierto margen dentro de la banda del SME y que se podría depreciar un 10% adicional. Sin embargo, la experiencia de 1992 nos demuestra que ni este margen ni una cantidad enorme de reservas en el Banco de España permite resistir ataques especulativos.

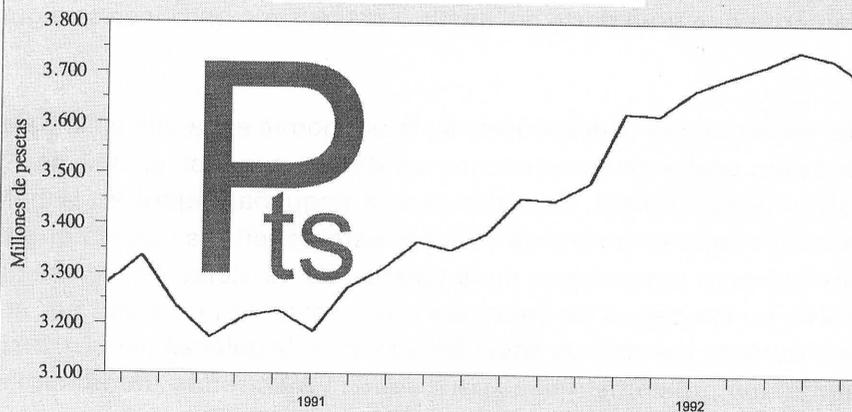
Es importante mencionar que la crisis del otoño 1992 ha aumentado el coste de cualquier ajuste del tipo de cambio. Por ejemplo, en Bacchetta (1991) se propone acompañar una devaluación con un plan más global de estabilización. De esta forma, se hubiera podido minimizar los costes de la devaluación, sobre todo en términos de credibilidad. Esta vía ya no es posible, y un reajuste del tipo de cambio implicará probablemente una subida de los tipos de interés, es decir un coste en términos de credibilidad.

La otra pregunta clave es ¿en que medida tendría que devaluarse la peseta para devolver el equilibrio externo a la economía española?. La respuesta a esta pregunta es especulativa y depende del modelo que uno tenga de la economía<sup>(3)</sup>. Ciertos modelos implican que una devaluación nominal no puede tener ningún efecto sobre el tipo de cambio real de una moneda. Estos modelos, sin embargo, no pueden generalmente explicar la "sobrevaloración" de una moneda y por lo tanto no parecen ser los más adecuados. En otros modelos, una devaluación nominal de una moneda tiene un efecto siempre y cuando el tipo de cambio real se devalúe. Dado que el tipo de cambio real es una variable endógena al sistema económico, otras variables aparte del tipo de cambio nominal deben verse modificadas.

---

<sup>(3)</sup> Para una discusión de la relevancia de los distintos modelos de ajuste de la balanza de pagos en el caso de los Estados Unidos, véase Krugman (1992).

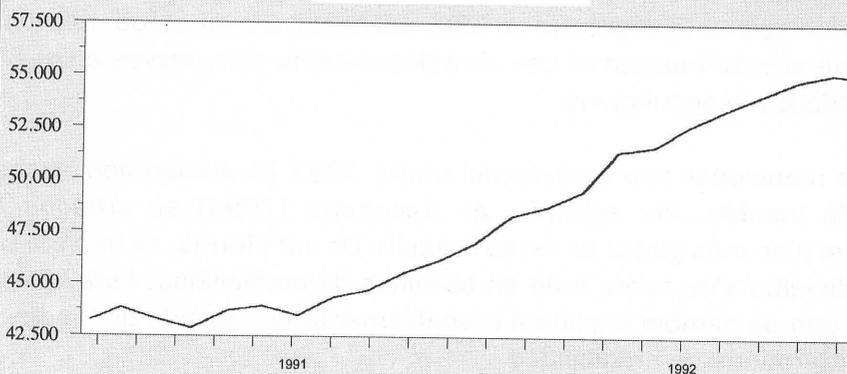
**GRAFICO 7**  
DEFICIT COMERCIAL NOMINAL



Suma acumulada de los 12 últimos meses, importaciones-exportaciones.

FUENTE: Dirección General de Aduanas

**GRAFICO 8**  
DEFICIT COMERCIAL REAL  
(Volumen)



Suma acumulada de los 12 últimos meses, volumen importaciones-exportaciones.

FUENTE: Dirección General de Aduanas y de Previsión y Coyuntura.

En la práctica, la relación entre tipo de cambio y balanza por cuenta corriente se examina a través de estimaciones empíricas bastante sencillas. En estas, se utiliza la elasticidad tipo de cambio para estimar el impacto de una devaluación. En el caso de Estados Unidos se ha estimado mediante modelos econométricos, que una depreciación real del dólar de 20% puede mejorar la balanza por cuenta corriente en un 1.5% del PIB después de cinco años (véase Bryant y otros, 1988). Extrapolando y aplicando estos datos para España, sería necesaria una devaluación real de un 40% para eliminar el déficit por cuenta corriente, es decir volver al nivel real de la peseta de 1983.

Sería interesante hacer un ejercicio similar para la economía española. Aplicando unas ecuaciones "típicas" de comercio exterior, como en Sebastián (1991), una devaluación tiene efectos ligeramente inferiores a los estimados en Estados Unidos. Los resultados parecen indicar que una devaluación del 10% supondría una mejora del saldo nominal de la balanza de bienes y servicios de 0,5% del PIB. Esto implicaría una devaluación mayor que la mencionada. Sin embargo, un análisis más detenido es necesario antes de sacar conclusiones cuantitativas útiles.

En todo caso, queda claro que la devaluación de un 5% en términos reales en 1992 sólo podrá contribuir a reducir mínimamente el déficit por cuenta corriente (seguramente menos de 0,5% del PIB). Por consiguiente, el desequilibrio externo será uno de los problemas más graves de la economía española en los próximos años.

## REFERENCIAS

---

- Bacchetta, Ph. (1991), "Por qué es necesaria una devaluación de la peseta", FEDEA. También publicado en J. Pérez-Campanero (ed.); *El tipo de cambio de la peseta ante el mercado único*, Mundi-Prensa y Fedea, 47-62, 1992.
- Bacchetta, Ph. y R. Caminal (1990), "Política macroeconómica y mercado único"; *Hacienda Pública Española*, Monografías N° 1/1990.
- Bryant, R. C., G. Holtham, y P. Hooper (eds.) (1988); *External Deficits and the Dollar: the Pit and the Pendulum*, Brookings Institution, Washington.
- Krugman, P. (1992), *Has the Adjustment Process Worked?*, Policy Analyses in International Economics 34, Institute for International Economics, Washington.
- Sebastián, M. (1991), "Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas"; *Información Comercial Española* 699, noviembre, 9-23.