

concreto de acción sectorial pero sí es posible esbozar una serie de recomendaciones que tienen, precisamente, en cuenta todo lo que hasta aquí hemos señalado respecto a nuestra posición exterior:

a) El sector pesquero y el agrícola, hoy acosados desde muchos ángulos, deberían transformarse a la mayor celeridad posible: es preciso evitar los graves problemas que plantea el hecho de que dos tercios de nuestras capturas se efectúen en caladeros extranjeros; es necesario utilizar, de verdad, el potencial agrícola que España tiene, especialmente en toda una serie de producciones hortofrutícolas.

b) En los sectores más afectados por la competencia de los países de reciente industrialización debe buscarse un fuerte aumento de la productividad, que se traduzca en reducción de costes, y un salto cualitativo hacia técnicas y productos más complejos.

c) Es necesario empujar la industria electrónica, trampolín y cabecera de la reindustrialización.

d) Debe impulsarse, por todos los medios posibles, la producción cultural, en su sentido más amplio: no puede desdeñarse la ventaja comparativa que entraña la difusión del idioma español.

e) Repetimos la necesidad de apoyarse en la inversión extranjera —es decir, en las empresas multinacionales— para impulsar el cambio y provocar, en toda nuestra estructura industrial, el giro necesario que nos asiente en toda una serie de mer-

cados en los que hoy nuestra presencia es apenas perceptible.

NOTAS

(1) Estimación efectuada a partir de los datos del World Development Report 1980 (Banco Mundial), págs. 110 y 111.

(2) Según *El Comercio Internacional 1978-79*, del GATT, la evolución de las exportaciones mundiales desde 1963 ha sido la siguiente:

	AÑOS							
	1963-73	1973-78	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Porcentajes de variación en volumen	8,5	4	-3	11	4,5	6	5	2,5 (previsión)

(3) FUENTES QUINTANA, E., Prólogo a *Política Económica de España*, coordinado por Luis Gámir (Alianza Universidad, Madrid, 1980), pág. 12.

(4) *The Balance of Payments* (Oxford University Press, Londres, 1962. Edición primera de 1951). En especial véase el capítulo X.

(5) Recordemos que el Banco Mundial (World Development Report, 1980) nos coloca, junto con Israel, en la puerta de entrada del grupo de países industrializados occidentales pero formando parte, todavía, de los países en desarrollo.

(6) Véase *La crisis industrial actual y la*

competencia de los países de Extremo Oriente, «Coyuntura Financiera», noviembre de 1980), pág. 34.

(7) *Ibidem*, pág. 36.

(8) Véase, por ejemplo, *Pour un nouveau protectionisme*, de Jean-Marcel Jeanneney (Seuil, París, 1978). En este caso se trata de un proteccionismo a escala europea, destinado a contrarrestar la competencia exterior y a reforzar el peso económico y político de Europa. Evidentemente, Jeanneney no ha olvidado a List y a la Alemania del siglo diecinueve.

(9) Datos del Ministerio de Comercio.

(10) Según J. L. DÍAZ FERNÁNDEZ (*La crisis energética*, PAPELES DE ECONOMÍA ESPA-

NOLA, n.º 1) para 1987, y de acuerdo con los datos disponibles y un crecimiento del PIB del 4 por 100 anual de 1979 a 1987 (supuesto optimista a estas alturas) nuestra oferta de energía primaria cubrirá el 30 por 100 de nuestra demanda. En ese documentado trabajo se calcula que el precio del barril de petróleo alcanzará los 29 dólares barril (en dólares de 1979) en 1987. La segunda crisis del petróleo ha venido a demostrar, una vez más, que cualquier previsión queda muy por debajo de la realidad: en 1980 ya se ha superado ese precio.

(11) Véase, sobre este punto, *L'an 2000. Apotheose ou apocalypse?*, de Jean-Paul Simeray (Económica, París, 1980). Especialmente los capítulos III, IV y V.

ALGUNOS DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO EN ESPAÑA *

Guillermo DE LA DEHESA

EL ESTADO TEORICO DEL PROBLEMA

EXISTEN una serie de versiones, que podríamos llamar básicas, sobre la determinación de los tipos de cambio.

La primera es la de la teoría clásica de la paridad del poder adquisitivo, elaborada originalmente por Gustav Cassel, que establece que el tipo de cambio se mueve en el tiempo de tal manera que compensa los mo-

vimientos divergentes en los niveles de precios nacionales, es decir, que los movimientos en el tipo de cambio entre dos países deben igualar, en porcentaje, a los cambios en las relaciones de sus índices de precios.

Esta teoría plantea una serie de problemas. En primer lugar, la posibilidad de desviaciones, respecto de la norma, derivadas de la existencia de bienes no comerciales, o de los movimientos de capital o de los desequilibrios por cuenta corriente. En segundo lugar, el problema de cómo se realiza el ajuste de precios, ya que debe de partir del supuesto de que los bienes de ambos países son total o parcialmente sustituibles.

La segunda versión es la de la teoría de la Balanza de Pagos, que establece que los tipos de cambio se mueven de tal manera que equilibran ofertas y demandas de monedas, es decir, ingresos y pagos por unidad de tiempo derivados del comercio internacional de bienes y servicios y de los movimientos autónomos de capital. La teoría centra, sin embargo, la atención en las ofertas y demandas flujo por transacciones comerciales que son las que muestran unas claras y elevadas elasticidades respecto al tipo de cambio. Esta teoría ha estado muy de moda durante el período de vigencia del Sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijos pero ajustables, pero hoy en día no es tan fácil suscribir, sin ciertas cualificaciones, la noción de que las transacciones comerciales dominan los movimientos del tipo de cambio y que las fluctuaciones de éste dependen en alto grado de los valores de las elasticidades de las ofertas y demandas de divisas con origen en el comercio internacional.

La influencia de la balanza comercial sobre los tipos de cambio es una relación mucho más complicada en la que intervienen, además, otras partidas de la balanza de pagos.

La tercera versión es la de la teoría de la paridad de tipos de interés, asociada con la teoría de mercados a plazo de divisas, ambas debidas a Keynes, que parte de la posibilidad de elección que tiene un inversor entre activos financieros denominados en moneda nacional y denominados en otras monedas, con sus correspondientes rendimientos medidos en términos de tipos de interés.

Esta teoría establece que el porcentaje de prima a plazo sobre la moneda nacional, es decir, el porcentaje por el cual el precio a plazo de la moneda nacional excede del precio al contado, se ajustará al exceso del tipo de interés extranjero sobre el nacional, cuando los tipos de interés estén expresados en tanto por ciento por el mismo plazo al que se aplica el tipo de la moneda nacional a plazo, y sin tener en cuenta otros elementos de riesgo. Los arbitrajistas de intereses serán los encargados de mantener la paridad de tipos de interés, ya que siempre que la diferencia entre los tipos al contado y plazo entre dos monedas, medidos en porcentaje, sea mayor o menor que la diferencia entre los tipos de interés entre ambos países, se podrán realizar beneficios moviéndose de una moneda a otra.

La cuarta versión, más moderna, está basada en el examen de los mercados de activos financieros, y concibe el tipo de cambio como el precio de un activo. Este precio, como el de todo activo, se mueve en fun-

ción de las expectativas de su valor futuro, expectativas que recogen numerosos factores y que se ven continuamente modificadas por la recepción de nuevas informaciones.

Sobre estas versiones básicas se han ido elaborando una serie de modelos explicativos de los movimientos del tipo de cambio.

a) El modelo Mundell-Fleming, basado en la teoría de la balanza de pagos sobre el tipo de cambio, a la que añade el papel de los flujos de capital en la determinación del tipo de cambio. Este sigue siendo uno de los modelos macroeconómicos de una economía abierta más completa. Se establece que el tipo de cambio influye en la determinación de la demanda agregada, ya que afecta a la competitividad. Por lo tanto, una depreciación hace las veces de una política de estímulo de la demanda, en el sentido de que desvía la demanda mundial hacia los productos del país que deprecia. El modelo supone perfecta sustituibilidad entre activos financieros nacionales y extranjeros y absoluta movilidad del capital; así, una expansión monetaria en un país, resultante en una baja en los tipos de interés y un aumento del diferencial con otros países, supondrá una salida de capital y viceversa. En un caso extremo este modelo apunta a la absoluta limitación de la política monetaria (con tipos de cambio fijos) para actuar como instrumento autónomo sobre la demanda interna.

b) Los modelos monetaristas del tipo de cambio, como los de Frenkel y Johnson, Mussa, Bilson, etc., que combinan la teoría cuantitativa del dinero, es decir, precios totalmente flexibles de-

terminados por la demanda real de dinero y la oferta nominal de dinero, con la teoría de la paridad del poder adquisitivo, para llegar a una teoría de la determinación del tipo de cambio.

De acuerdo con estos modelos, las variaciones en la renta real de dinero, o en los tipos nominales de interés, ambos determinantes de la demanda real, o las variaciones en la oferta de dinero, afectan al tipo de cambio.

De esta manera, un aumento en la renta real de un país llevará consigo una apreciación del tipo de cambio, ya que aumentará la demanda real de dinero, que será compensada por un descenso en el nivel de precios para elevar el valor real de la oferta nominal de dinero existente, y un aumento de los tipos de interés, por el contrario, conducirá a una depreciación del tipo de cambio al reducir la demanda real de dinero. Un aumento en la oferta monetaria doméstica llevará asimismo a una depreciación equiproporcional.

c) Los modelos de diversificación y equilibrio de carteras de Branson, Boyer, Porte, etc. Estos modelos representan un paso más frente a los anteriores, ya que, por un lado, no consideran perfecta la sustituibilidad entre activos financieros domésticos y extranjeros, debido a la diversificación de carteras provocada por la incertidumbre en los rendimientos, lo que hace que las demandas de activos vengan determinadas por sus diferenciales de rendimientos reales o por los diferenciales de sus riesgos. Por otro lado, consideran que la demanda de dinero no depende sólo de la renta (flujo), sino también de la

riqueza (fondo). De ahí que el tipo de cambio es una variable que, juntamente con los rendimientos de los activos financieros, ayuda a alcanzar un equilibrio entre las demandas y ofertas de dichos activos, o lo que es lo mismo, las ofertas relativas de activos nacionales y extranjeros determinan, juntamente con el stock de dinero, los tipos de interés y el tipo de cambio en equilibrio.

d) Los modelos de expectativas racionales se concentran en la información, en las noticias, como el determinante de las variaciones no anticipadas del tipo de cambio. Información sobre desarrollos monetarios o sobre la situación de la demanda, o cualquier otra magnitud, llevan a variaciones inmediatas en el nivel y desarrollo del tipo de cambio. Este modelo explica de esta manera los *overshootings*, es decir las variaciones del tipo de cambio, aunque temporalmente, más allá de su nivel de equilibrio. Esto es debido fundamentalmente a que la información y el juego de expectativas hacen que los mercados de activos financieros se ajusten más rápidamente que los mercados de bienes y servicios.

Se pueden resumir brevemente estos modelos teniendo en cuenta sus distintas concepciones del tipo de cambio: para unos es un precio relativo de bienes y servicios; para otros es un precio relativo de monedas; y para otros es un precio relativo de activos financieros.

Esto no quiere decir que estas concepciones, aun siendo diferentes, sean contrapuestas, son más bien complementarias, lo que pasa es que sus diferencias surgen de una serie de puntos de

vista diferentes en la teoría económica. Los modelos monetaristas y de balanza de pagos son análisis de equilibrio parcial mientras el de Mundell-Fleming y los de activos son de equilibrio general.

Pero lo más importante es que unos modelos, especialmente los monetaristas y de activos con expectativas racionales, tienen como perspectiva el corto plazo, mientras los de balanza de pagos y de la paridad del poder adquisitivo tienen como punto de mira el largo plazo. Ello viene fundamentalmente determinado por la diferente reacción de los mercados a la hora de ajustarse. Como ya he dicho, los mercados de activos financieros se ajustan rápidamente mientras que los de flujos de mercancías y servicios lo hacen lentamente.

De ahí que existan algunos modelos como los de Kouri, Branson, Dornbusch, que tienen en cuenta la dinámica a corto y largo plazo del tipo de cambio y han integrado los mercados de dinero y activos financieros (balanza de capital) con los mercados de bienes y servicios (balanza corriente). En este mismo sentido se han elaborado otros modelos, como los de Willet y Bond, que han explicado la dicotomía dinámica del tipo de cambio a través de los ciclos «virtuosos» o «viciosos», siendo los primeros asociados con la apreciación del tipo de cambio y la estabilidad de precios y los segundos con la inflación y depreciación del tipo de cambio.

Mi modesto propósito en este corto artículo no consiste en intentar contrastar estos modelos en el caso de España, sino meramente observar cómo alguno

de los determinantes del tipo de cambio a corto y largo plazo actúan en el caso de España y si tienen alguna entidad.

Para ello hay que tener en cuenta antes que nada que, como el tipo de cambio es un precio relativo de bienes y servicios, monedas o activos financieros de otros países o de un país con un grupo de países o el resto del mundo, variará de acuerdo no sólo con lo que evolucionan sus factores determinantes en el país de referencia,

sino también en el resto de países, luego al estudiar uno hay que estudiar los otros.

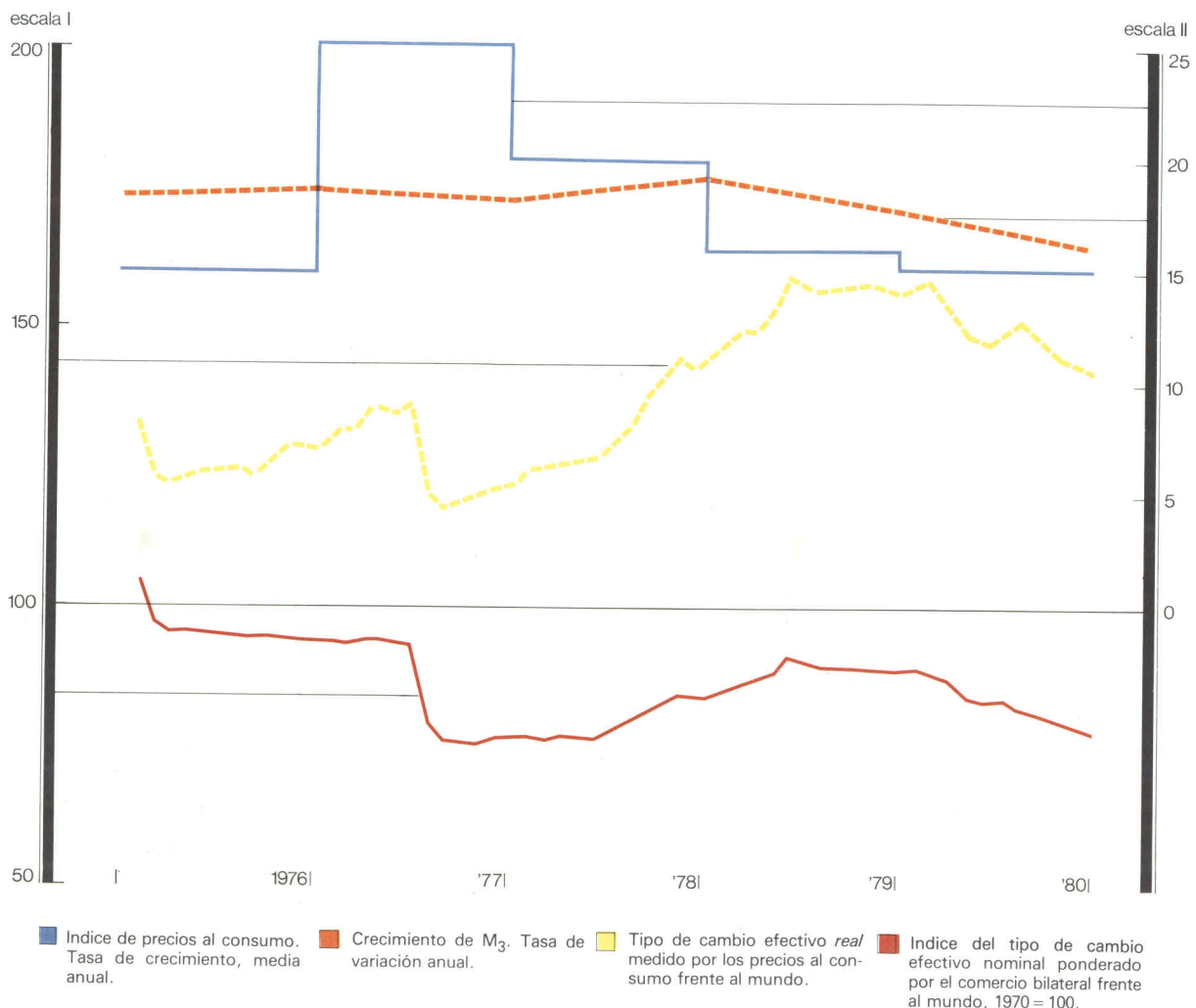
En primer lugar intentaré ir analizando la incidencia en el tipo de cambio de los factores monetarios, especialmente el nivel de inflación, para después pasar a los factores financieros especialmente los tipos de interés y las expectativas, para terminar con los factores reales como la balanza por cuenta corriente y el estado de nuestra ventaja comparativa. El análisis

que se realiza es excesivamente simplista y descriptivo, pero creo que es lo suficientemente expresivo como primer paso, para realizar posteriormente estudios más profundos y sofisticados.

LOS DETERMINANTES MONETARIOS

La primera contrastación que se puede hacer de la teoría de la Paridad del Poder Adquisiti-

GRAFICO 1.



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

vo (PPA) consiste en comparar la evolución de los índices de los tipos de cambio efectivos nominales y reales de la peseta frente al mundo.

Antes hay que decir que un índice de tipo de cambio nominal entre nuestra moneda y las demás nos da una cierta información: la cantidad de unidades de nuestra moneda que pueden cambiarse por cada una de las demás. Esta información puede ampliarse ponderando el índice de tipo de cambio nominal por el comercio que realizamos con cada una de las monedas con las que intercambiamos la nuestra, con ello obtenemos el tipo de cambio nominal efectivo ya sea bilateral, es decir, frente a un grupo de monedas o frente al mundo. Si este tipo de cambio nominal efectivo lo ajustamos a un índice de precios relativos que mida el diferencial de precios extranjeros y nacionales, conseguiremos el índice de tipo de cambio efectivo real, que es el que nos permite saber nuestro nivel de competitividad frente a otro país o grupo de países y saber además si nuestra moneda está sobrevalorada o infravalorada respecto de las demás. Los índices de tipos de cambio nominales miden las variaciones del tipo de cambio debidas a modificaciones en las tasas relativas de inflación, es decir, miden la paridad del poder adquisitivo, mientras que los índices de tipos de cambio efectivos reales miden las variaciones debidas a modificaciones no monetarias de la economía, es decir, las variaciones no debidas a las tasas relativas de inflación.

Los índices de precios que se suelen utilizar para la ponderación con más frecuencia, aunque siempre con problemas, son el índice de precios al con-

sumo y el de precios al por mayor, los cuales vamos a utilizar en nuestra contrastación.

En el gráfico 1 podemos observar varias relaciones importantes. Por un lado, vemos que el tipo de cambio efectivo nominal no refleja las variaciones del índice de precios al consumo, especialmente a lo largo de los años 1978 y 1979 en que el índice aumenta en un 19,7 y 15,6 por 100, respectivamente, mientras que el tipo de cambio nominal se aprecia en ambos años; la relación es, sin embargo, más estable y de acuerdo con la PPA en el año 1980, en que el índice de precios al consumo y el índice de tipo de cambio efectivo nominal se mueven menos contradictoriamente. Lo importante, sin embargo, es no tanto la tasa de inflación interna como su diferencial con la del resto de los países.

Se observa asimismo en dicho gráfico cómo la evolución de la magnitud monetaria M3 no se ve reflejada inmediatamente en el nivel de precios ni en el tipo de cambio nominal durante los años 1978 y 1979 y sí en 1980, aunque, en todo caso, hay que recordar que no se han tenido en cuenta los *lags* o retrasos en el impacto que un determinado crecimiento de las disponibilidades líquidas puede tener sobre los precios o, indirectamente, sobre el tipo de cambio.

Por último, observamos también en dicho gráfico que los movimientos de los tipos de cambio nominales, lejos de compensar las diferencias de inflación, han dado lugar a empeoramientos o mejoras de la competitividad, medidas por el tipo de cambio real ajustado por los precios al consumo, que se van alejando paulatinamente del ti-

po nominal, lo que indica que han actuado también otros factores reales que han influido en estos movimientos del tipo de cambio real.

El gráfico 2 compara los tipos de cambio efectivos nominales, ponderados por el comercio de los 15 países de la OCDE más industrializados, y los tipos efectivos reales ajustados por los índices de precios al por mayor de productos no alimenticios; además representa una curva que mide simultáneamente los movimientos del tipo de cambio real y nominal.

El gráfico muestra cómo, en los tres últimos años, la apreciación primero y la depreciación después del tipo de cambio nominal de la peseta, han afectado al tipo de cambio real y a la competitividad.

El movimiento de apreciación nominal que se inicia en marzo de 1978 y que culmina en mayo de 1979 es considerable, ya que alcanza un 16,4 por 100 en esos catorce meses; sin embargo, la apreciación real es mucho mayor, ya que sobrepasa el 20,7 por 100. Esto quiere decir que la pérdida de competitividad producida por la apreciación nominal ha sido mucho mayor que la derivada de nuestra variación del índice de precios al por mayor de productos industriales; se supone por tanto que han actuado otros factores reales que han provocado un *overshooting* negativo de nuestro tipo de cambio real.

De igual manera, aunque en sentido contrario, la depreciación nominal que se inicia en mayo de 1979 y que, con dos breves meses de excepción, enero y junio de 1980, continúa durante todo el año 80, alcanza en diciembre de 1980 un 15,4

por 100, y sin embargo la depreciación real conseguida ha sido sólo del 8,2 por 100, lo que indica que casi sólo la mitad de la depreciación se ha traducido en ganancia de competitividad. Sin duda alguna, la cuasi indexación de salarios nominales puede tener algo que ver con este proceso como veremos más adelante.

En definitiva, el cuadro nos muestra que en diciembre de 1980, aunque estamos situados en un nivel del índice de tipo de

cambio efectivo nominal de la peseta más depreciado que en enero de 1978, nuestro índice de tipo de cambio efectivo real se ha apreciado en más de un 10 por 100 respecto de aquella fecha.

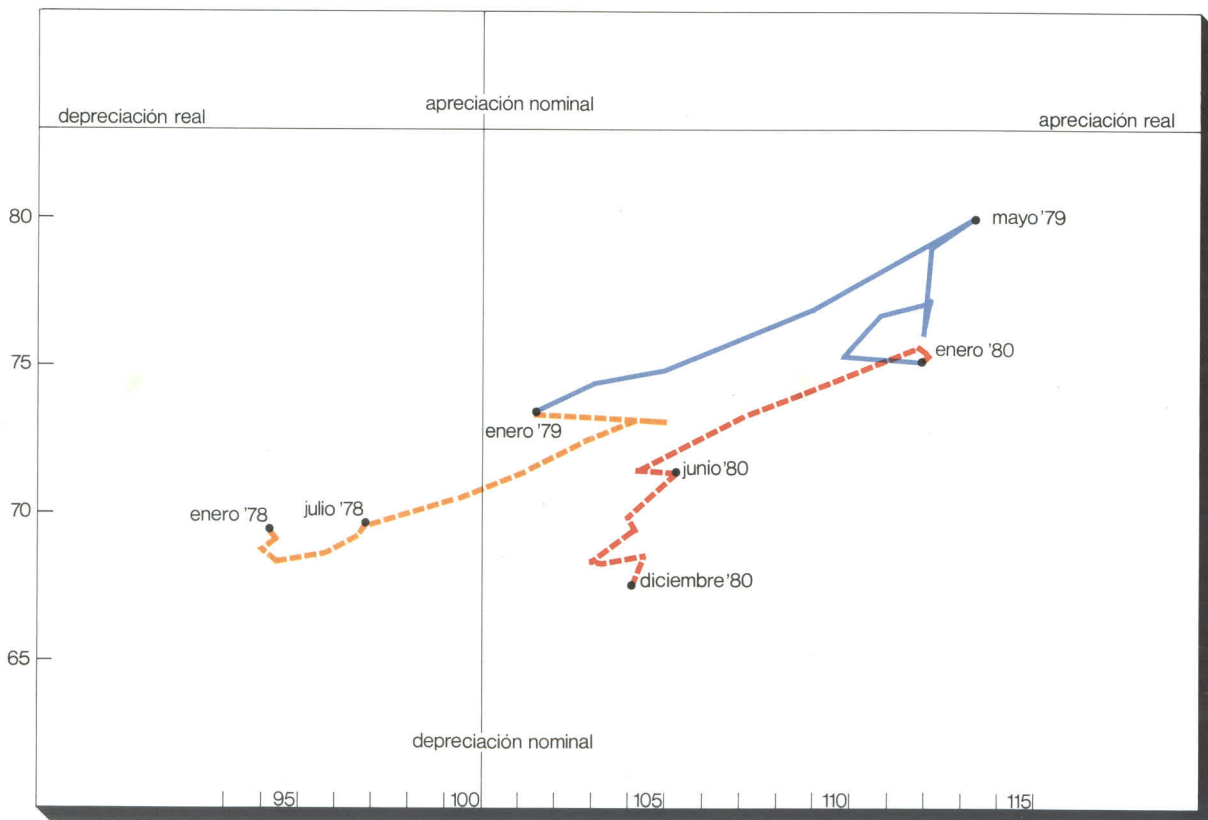
Veamos ahora qué ha ocurrido con este mismo problema en otros países.

En el cuadro n.º 1 se compara la evolución de los tipos de cambio nominales y reales de los países industrializados más

importantes entre marzo de 1973, en que comienza la flotación más o menos generalizada de las monedas, y diciembre de 1980. Además se incluye en el cuadro una medida de los índices de precios relativos, con base 100 en 1973, y de las tasas de inflación.

Observamos cómo en España, a pesar de haberse depreciado nuestro tipo de cambio nominal en un 32,5 por 100 respecto a los quince países más importantes de la OCDE, no se ha

GRAFICO 2.
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES
Y REALES EFECTIVOS, MENSUALES, DE LA PESETA
Enero 1978-Diciembre 1980
Base 1973 = 100



Fuentes: Morgan Guaranty y elaboración propia.

CUADRO N.º 1

CAMBIOS EN LOS TIPOS DE CAMBIO NOMINALES Y REALES ENTRE MARZO DE 1973 Y DICIEMBRE DE 1980

PAISES	Efectivo nominal (1)	Efectivo real (2)	Indice precios relativos (3)	Inflación 1973-80 (4)
Estados Unidos	- 0,1	+ 0,1	99,8	+ 70,5
Japón	+ 22,0	+ 1,0	120,8	+ 81,3
Reino Unido	-15,2	+46,7	57,8	+ 119,4
Alemania	+33,9	- 3,1	138,2	+ 39,6
Francia	-11,3	+ 0,5	88,3	+ 85,1
Italia	-48,6	- 6,5	55,0	+ 129,5
Suiza	+62,5	+ 3,0	157,8	+ 36,6
Bélgica	+ 7,8	-10,1	119,9	+ 64,2
Austria	+19,8	+ 6,9	112,1	+ 53,6
Suecia	-11,1	+ 1,8	87,3	+ 83,2
España	-32,5	+ 3,9	65,0	+ 133,9

(1) Ponderado por el comercio con los otros quince países más desarrollados.

(2) Ajustado en base a los precios al por mayor de productos no alimenticios.

(3) Precios extranjeros/precios nacionales al por mayor de productos no alimenticios.

(4) Medida por los incrementos del índice de precios al consumo.

Fuente: Morgan Guaranty, elaboración propia.

conseguido depreciar nuestro tipo de cambio real, y por lo tanto ha disminuido nuestro nivel de competitividad (que es la inversa del tipo real) en un 3,9 por 100. Si la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) hubiera jugado plenamente, nuestro tipo de cambio real hubiese permanecido constante. En Alemania, la apreciación del tipo de cambio nominal en un 34 por 100 ha dado lugar a una depreciación del tipo de cambio real del 3,1 por 100. El caso más patético es, sin duda, el del Reino Unido en el que con una depreciación nominal del 15,2 por 100, el tipo real no sólo no ha permanecido constante, sino que se ha apreciado en un 46,7 por 100, lo que supone una pérdida de competitividad enorme. No existe, pues, una relación tal como la determina la PPA en el sentido de que los tipos de cambios se adaptan a los diferenciales de inflación, al menos en el período analizado. En primer

lugar, no existe una relación entre las tasas de inflación, columna cuatro, y los tipos de cambio nominales, ya que se supone que éstos miden las diferencias de inflación. Así, por ejemplo, Italia, con una tasa de inflación menor que España, ve su moneda depreciada en mayor medida, y lo mismo ocurre, pero en sentido contrario, con Suiza y Alemania. La apreciación del tipo de cambio suizo es casi el doble de la de Alemania con tasas de inflación similares.

En resumen, una vez contrastada la teoría de la paridad del poder adquisitivo, que es uno de los elementos básicos de los modelos monetarios sobre el tipo de cambio, llegamos a la conclusión de que en el caso español los movimientos del tipo de cambio han alterado en sentido negativo la competitividad de nuestro país frente al resto del mundo, ya que no han sido suficientes para compensar

las diferencias de los niveles de precios entre España y el resto del mundo. Ello se debe a que existen una serie de elementos reales que también juegan a largo plazo. Aquellos países que consiguen incrementos de la productividad por hallazgos tecnológicos, o por un clima de relaciones laborales más adecuado, o meramente por mejor organización del trabajo, consiguen mejorar en su nivel de competitividad aun en los casos en que el tipo de cambio nominal se aprecie. Ello ocurre, por ejemplo, en aquellas economías (van quedando muy pocas) en que la formación de salarios y precios nominales es sustancialmente independiente del tipo de cambio.

Generalmente el precio de los bienes responde rápidamente a los movimientos del tipo de cambio (y en mayor medida que el tipo de cambio responde a las variaciones internas de precios), pero en el sector de manufacturas los precios se basan primordialmente en el coste de la mano de obra y éste no es siempre tan sensible a los movimientos del tipo de cambio, y de serlo lo es a través del efecto sobre los precios internos y siempre con cierto retraso. Esto ocurre claramente en los países más industrializados, en los que la productividad más alta se obtiene en la industria y, por lo tanto, los precios al consumo y el deflactor del PNB se elevan con mayor rapidez que los precios de exportación, lo que hace que el tipo de cambio real se desvíe del marcado por la PPA.

Existe una amplia discusión teórica sobre la posibilidad de que un país pueda intentar manipular su tipo de cambio creando *overshootings* artificiales de

su tipo de cambio, en el sentido de una depreciación de su tipo de cambio real, con el fin de estimular la producción de sus industrias exportadoras y sustitutivas de importaciones y, así, mejorar su balanza corriente.

Algunos economistas, especialmente los monetaristas, estiman que las repercusiones desfavorables en términos de inflación que tiene una depreciación sobre la economía son superiores a las repercusiones favorables que pueda tener sobre la balanza corriente.

El hecho es que la experiencia de los últimos años ha demostrado que algunos países han tenido cierto éxito al modificar sus tipos de cambio reales, alterando los tipos nominales, unas veces a favor del mercado y otras a contra corriente. Nils Thygessen ha analizado este terreno con detalle entre 1970 y 1978. La relación entre la alteración del tipo de cambio nominal y la modificación del tipo de cambio real ha sido de 3 a 5 puntos el primero para alterar un punto el segundo, dependiendo exclusivamente del nivel e ilusión monetaria existente en el país. Han existido países como la Gran Bretaña, en este período, que no han conseguido ningún éxito en sus respectivas intervenciones. En el caso de este último país los salarios nominales y los precios han respondido automáticamente a las variaciones en los tipos de cambio. Algo similar podría decirse de Italia y en cierta medida de España, como demuestran las cifras anteriormente analizadas.

El caso de Japón es quizá el más interesante, ya que la apreciación del yen ha mejorado el superávit de su balanza corrien-

te en lugar de provocar un déficit. Una explicación plausible puede ser ésta: si se supone que la política monetaria y fiscal del Japón mantiene el nivel de absorción constante (es decir, su gasto, en términos reales, en bienes y servicios domésticos y de importación), una apreciación del yen hará que el gasto se concentre en bienes y servicios de importación y producirá un déficit por cuenta corriente, pero al mismo tiempo su relación real de intercambio mejorará, es decir, mejorará la relación entre los precios relativos nacionales y extranjeros, en términos de yens, puesto que, dado que Japón necesita importar casi todas sus fuentes de energía (especialmente petróleo) y una buena parte de sus materias primas, éstas serán más baratas en términos de yen, al tiempo que sus exportaciones serán más caras, lo que puede hacer que la balanza por cuenta corriente se equilibre o incluso mejore. Todo dependerá de las respectivas elasticidades precio de la importación y exportación. No hay que olvidar, por último, que en el Japón las exportaciones de bienes y servicios representan solamente un 12 por 100 de su PIB, lo que hace que el efecto de la apreciación sobre la exportación no sea excesivamente importante. El tema de las elasticidades precio de importación y exportación es excesivamente complicado para tratarlo aquí no sólo por la enorme dificultad de su estimación, sino también por su continua movilidad a lo largo del tiempo.

MERCADOS FINANCIEROS Y EXPECTATIVAS

Mientras que a largo plazo existe un cierto consenso teórico de que es la paridad del poder adquisitivo la que juega, a corto plazo se mantiene la idea de que la determinación de los tipos de cambio depende en mayor medida de los mercados financieros y de las expectativas a corto plazo derivadas del nivel de información.

En principio, y excluyendo el factor riesgo, los países con tipos de interés más altos atraerán más capital que los países con tipos de interés más bajos, es decir, altos tipos de interés conducirán a una apreciación del tipo de cambio vía la cuenta de capital, e inversamente bajos tipos de interés conducirán a una depreciación. Ahora bien, al inversor le será indiferente elegir entre activos financieros interiores o exteriores si las diferencias de interés entre unos y otros se compensan con la variación esperada del tipo de cambio durante el período en que se mantengan dichos activos.

Por ello, el tipo de cambio debe de variar para compensar las modificaciones del tipo de interés y, viceversa, el tipo de interés debe de variar para compensar las variaciones de los tipos de cambio que se esperan en el futuro. Esto es lo que se ha dado en llamar teoría de la paridad de intereses, que se consigue mediante el arbitraje de intereses y la cobertura de los capitales a plazo para evitar riesgo de cambio. Si en Estados Unidos aumentan los tipos de interés y consecuentemente sus diferencias respecto de Alema-

nia Federal, es indudable que los inversores alemanes optarán por comprar dólares e invertirlos en el mercado americano a una tasa de interés más alta, y la nueva demanda de dólares hará que éstos se aprecien. Pero como el inversor sólo quiere ganar el diferencial de interés y no especular, se cubrirá a plazo vendiendo los dólares a futuros por el período que dure su inversión; la venta de dólares a plazo hará que el dólar esté a descuento frente al marco hasta que el margen de descuento, es

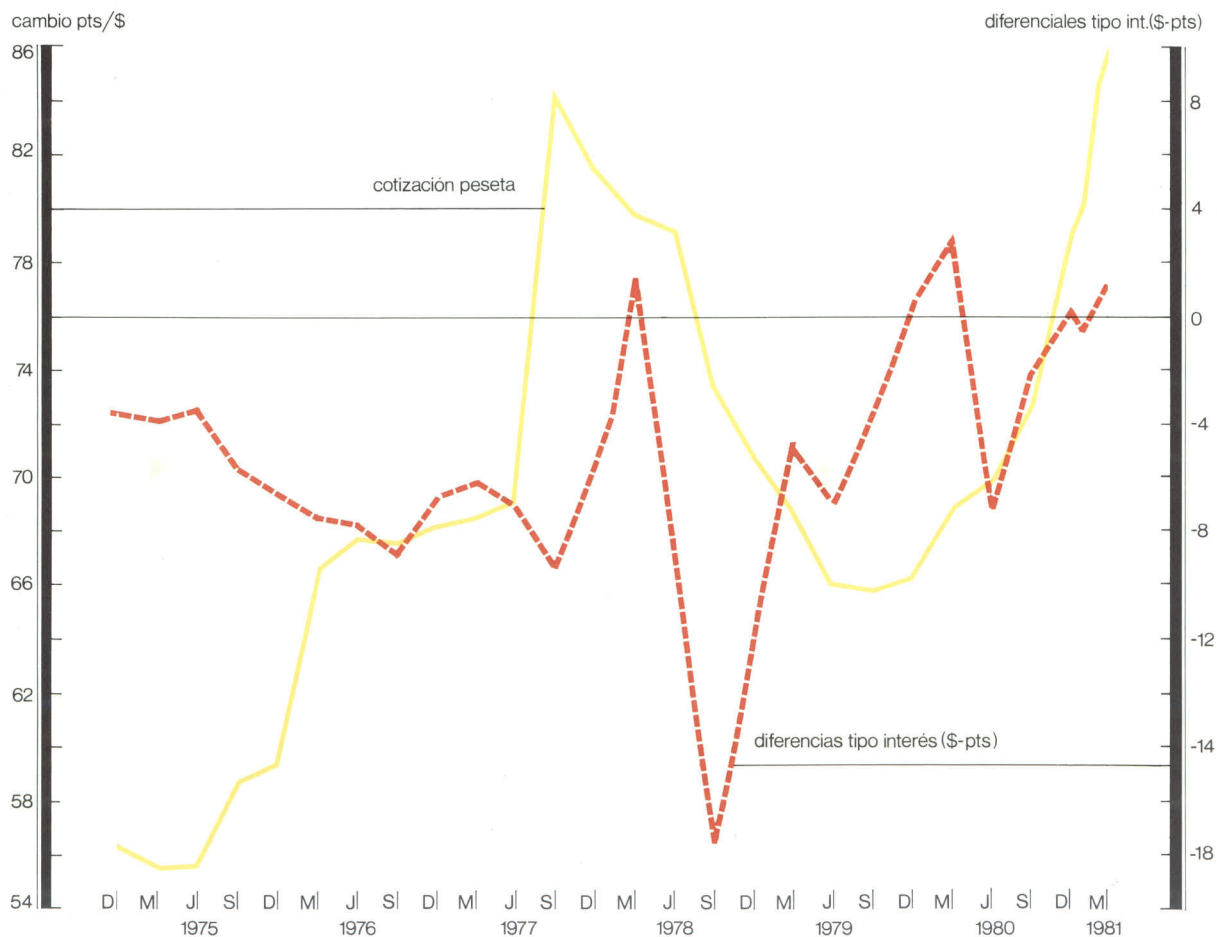
decir, el costo del seguro de cambio en tanto por ciento anual, sea igual al diferencial de interés, y no sea rentable transferir los fondos a dólares.

Estos movimientos actúan a gran velocidad y a muy corto plazo. En la práctica se dan situaciones en las que los tipos de interés aumentan mientras el tipo de cambio se deprecia y viceversa. Estas excepciones se deben a desarrollos imprevisibles, perturbaciones reales, cambios políticos u otros aconte-

cimientos que modifican las expectativas.

¿Por qué son tan importantes estas últimas?, por una sencilla razón. No hay que olvidar que las divisas, al igual que los activos financieros, son compradas o vendidas en base a sus rendimientos futuros. En este sentido el mercado de cambio se puede decir que es un anexo del mercado internacional de capitales en el que las expectativas juegan un papel muy importante.

**GRAFICO 3.
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LA PESETA
Y LOS DIFERENCIALES DE INTERES (dólares-pesetas)**



Fuentes: Banco de España, International Reports y elaboración propia.

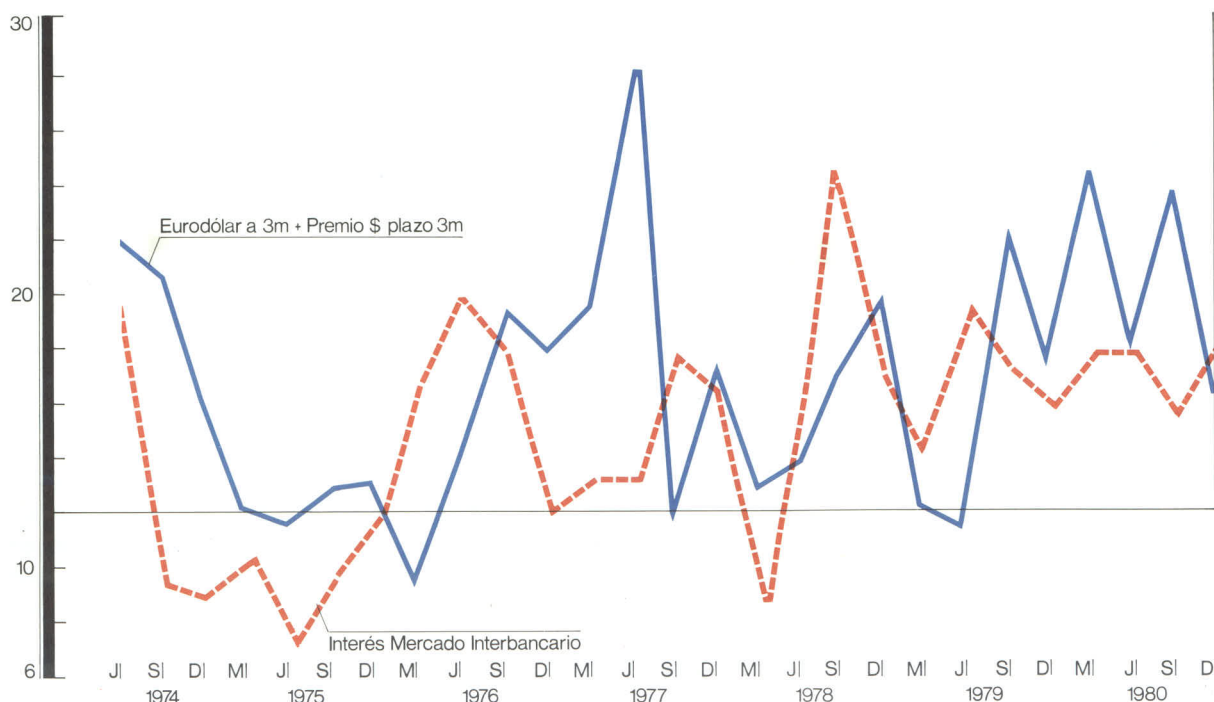
Además cualquier hecho nuevo que perturbe las expectativas sobre el valor futuro de una moneda tiene repercusiones inmediatas sobre su valor presente y además sobre la tasa de rendimiento de los activos en esa moneda. Por ello, el mercado de cambios está muy influenciado por la enorme cantidad de información que poseen los agentes del mercado y por las expectativas que derivan de la misma. Sin embargo, dado que la variación del tipo de cambio al contado es inmediata, mientras que las perturbaciones que han provocado dicho cambio en las expectativas influyen con retraso en los tipos de cambio reales, se provoca un fenómeno que se conoce por *overshooting*, y que

es, ni más ni menos, un movimiento temporal del tipo de cambio más allá de su nivel de equilibrio. Esto es consecuencia, una vez más, de que los mercados financieros se ajustan más rápidamente que los mercados de bienes y provocan mejoras o caídas de la competitividad internacional de los bienes o servicios de un determinado país.

Pasemos ahora a contrastar estas ideas en el caso español. Para comprender si la teoría de la paridad de intereses juega en el caso de la peseta, la primera comparación que se puede hacer es la que se realiza en el gráfico 3 en el que, por un lado, tenemos la cotización peseta-dólar y, por el otro, el diferen-

cial de los tipos de interés a corto plazo (tres meses) entre el dólar y la peseta. Dado que los tipos de interés a corto han sido superiores en la peseta que en el dólar salvo en dos ocasiones (en marzo de 1978 y en marzo de 1979), lo lógico es que la peseta se hubiera revaluado respecto del dólar el resto del período y esto sólo ha ocurrido durante todo el año 1978 y mediados de 1979. Sin embargo sí hay en el gráfico algunas muestras del funcionamiento de la paridad de intereses, como en el tirón de los diferenciales de los tipos de interés entre marzo y septiembre de 1978 a favor de España, que va seguido de una revaluación importante de nuestra moneda frente al dólar

GRAFICO 4.
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO ESPAÑOL Y DEL INTERES DEL EURODOLAR A TRES MESES, MAS DESCUENTO DE LA PESETA A PLAZO TRES MESES



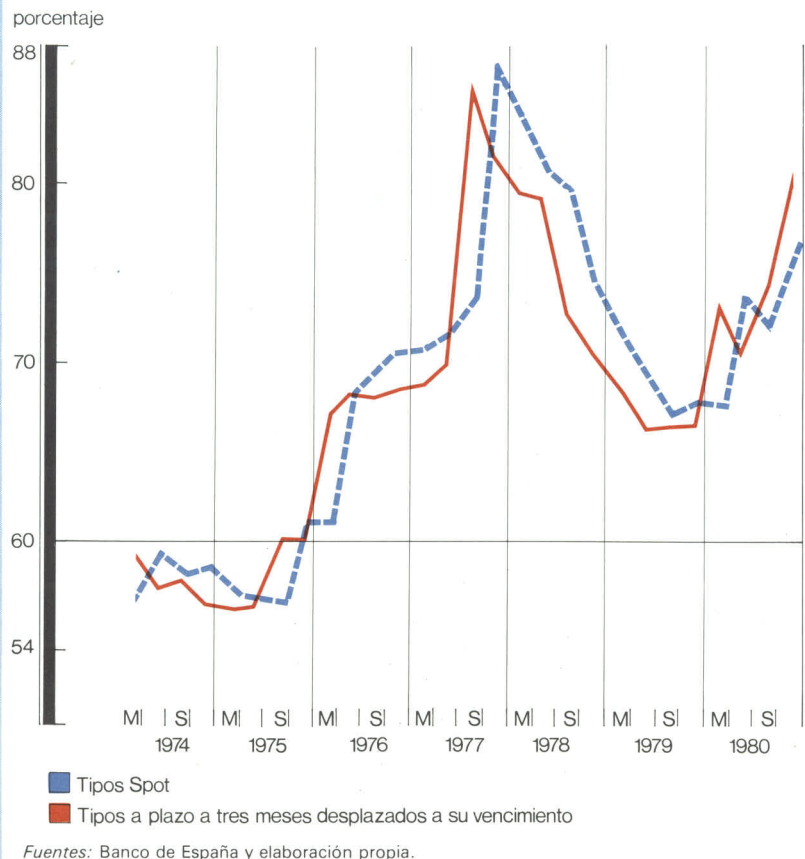
Fuentes: Banco de España, International Reports y elaboración propia.

y el tirón de los tipos de interés del dólar en la primavera de 1979, que hacen caer el tipo de cambio de la peseta, al igual que ocurre en diciembre de 1980 esta vez de manera más rápida.

Es indudable que esta comparación no puede ser, de todas maneras, muy representativa, ya que en España existen ciertas limitaciones a los movimientos de capitales que hacen que la paridad de intereses no pueda funcionar plenamente.

Otra forma de contrastar la teoría de la paridad de intereses es mediante su funcionamiento a través del mercado a plazo. Para ello se comparan, en el gráfico 4, la evolución de los tipos de interés a corto plazo en el mercado español y en el mercado del eurodólar, ya que partimos de la suposición de que el eurodólar a tres meses es la alternativa más lógica al interbancario a tres meses para un determinado inversor financiero. Para ello se ha añadido o restado al tipo del eurodólar el premio o descuento del dólar sobre la peseta. Así resulta que para que la paridad de intereses juegue plenamente a corto plazo, las dos curvas tendrían que evolucionar de una manera totalmente armónica. Sin embargo, esto no ha sido así. Hay tres momentos entre 1974 y 1980 en que el eurodólar a tres meses más el margen de plazo están por debajo del interbancario, que son aquellos en que la peseta está apreciándose, es decir, los momentos posteriores a las devaluaciones de 1976 y 1977 y en la apreciación de la peseta de 1979. Por el contrario, el interbancario español a tres meses supera al eurodólar a tres meses más el margen de plazo netamente en el año 1978. En resumen, se puede decir que

GRAFICO 5.
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE LA PESETA A PLAZO, A TRES MESES, Y DE LOS TIPOS SPOT POR LOS QUE SE MATERIALIZAN LOS CONTRATOS A PLAZO

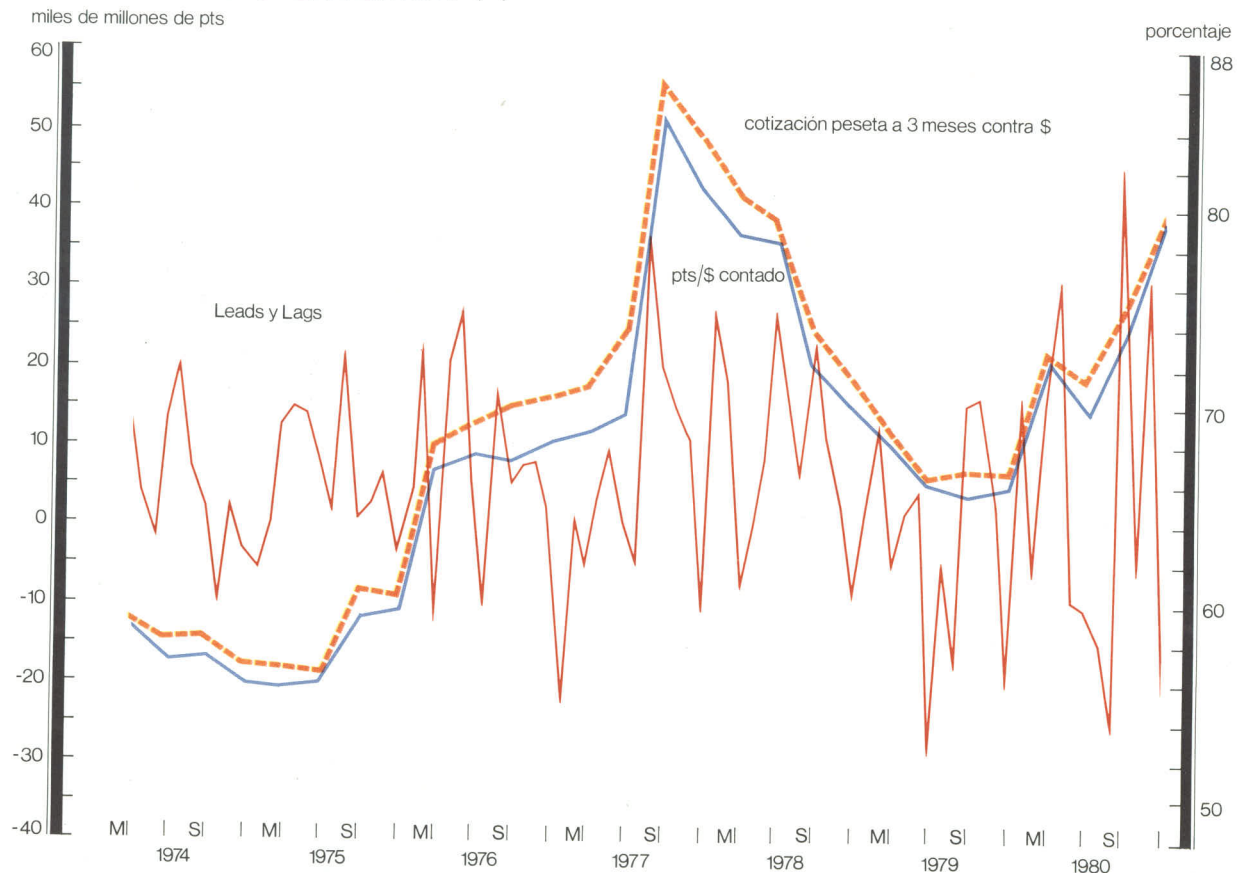


los movimientos entre ambos tipos de interés son representativos si excluimos los movimientos bruscos en ambas monedas debido al juego de las expectativas que han hecho que existan desviaciones importantes en momentos determinados. También conviene puntualizar aquí que en el caso de España el mercado de plazo no está equilibrado ni es totalmente libre, en el sentido de que los importadores de capital (deudores financieros) no pueden cubrirse ni existe posibilidad de especulación. Esto tiene que tener sus

efectos indudables en las desviaciones a que hemos hecho referencia.

También la contrastación del juego de las expectativas se puede realizar de varias maneras. En primer lugar, una manera sencilla es observar si los tipos de cambio cotizados en el plazo, es decir los tipos anticipados, han coincidido posteriormente con los tipos de cambio verificados, es decir los tipos por los que se han materializado los contratos a plazo. En el gráfico 5 se intenta observar la evo-

**GRAFICO 6.
EVOLUCION DE LAS COTIZACIONES AL CONTADO
Y A PLAZO DE LA PESETA Y «LEADS Y LAGS»
DEL COMERCIO EXTERIOR (*)**



(*) Incluyen los créditos comerciales a corto plazo.

Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

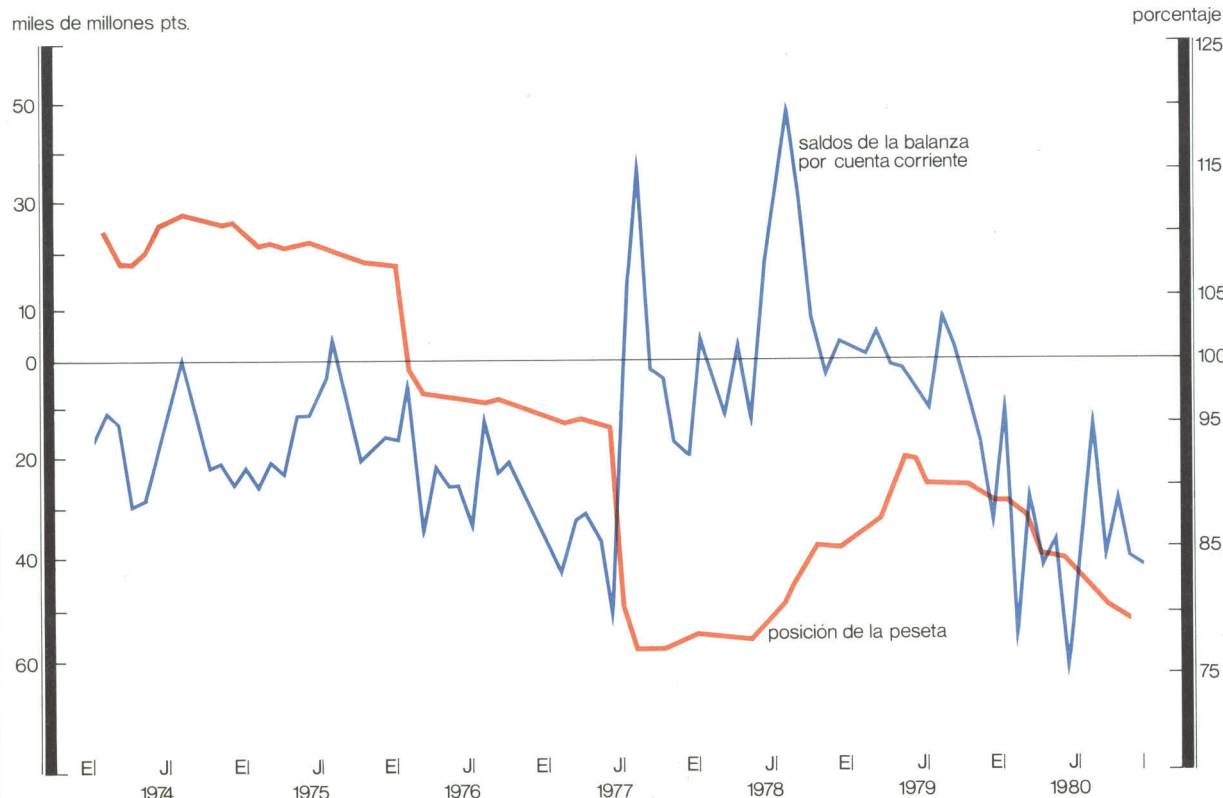
lución de ambos tipos para ver si han coincidido, para ello lo que se ha hecho es desplazar los tipos de cambio a plazo tres meses y ver si coinciden con los de contado. Si los tipos a plazo son elementos de previsión adecuados las líneas tendrían que solaparse y los tipos al contado verificados deberían de ser iguales a los tipos a plazo cotizados tres meses antes. Sin embargo, esto no ocurre así en dicho gráfico. Lo que ocurre es que los tipos a plazo suelen estar más cerca de los tipos al contado

vigentes en el momento del contado que de los tipos vigentes al vencimiento. Da la impresión, observando ambas curvas, que los tipos de cambio anticipados se pasan en los movimientos de apreciación de la peseta y se quedan cortos en los movimientos de depreciación de la misma. Ello hace que los tipos de plazo no sean buenos previsores y que las expectativas a tres meses reflejadas en ellos se vean superadas por otras expectativas de mucho más corto plazo. Pero igual nos ocurriría si com-

parásemos los tipos a plazo a un mes, ya que a fin de cuentas las expectativas varían en los mercados de cambio día a día.

Otro sistema también bastante simple y burdo para ver cómo juegan las expectativas es observar si en *leads* y *lags* del comercio exterior, es decir las diferencias entre el registro de caja y las cifras de aduanas o, lo que es lo mismo, el valor real de los bienes y servicios que se comercian y las cantidades que se ingresan o pagan, anticipan

**GRAFICO 7.
SALDOS DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE
Y POSICION DE LA PESETA PONDERADA
POR EL COMERCIO BILATERAL FRENTE AL TOTAL MUNDIAL**



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

o responden a los tipos de cambio. En el gráfico 6 se comparan la curva neta de *leads* y *lags* con la peseta al contado y a plazo frente al dólar. Las cifras de los *leads* y *lags* representan entradas (si son positivas) o salidas (si son negativas). Las entradas representan adelanto en los cobros y retraso en los pagos y las salidas adelanto en los pagos y retraso en los cobros. Lo normal es que las salidas hubieran sido muy fuertes antes de las devaluaciones o depreciaciones rápidas de la peseta y las entradas hubiesen crecido después de las devaluaciones y en los movimientos

fuertes de apreciación. Pues bien, no parece que los *leads* y *lags* hayan servido para detectar movimientos bruscos del tipo de cambio ni tampoco hayan influido decisivamente en aquél. Efectivamente, aumentan las entradas después de las devaluaciones de 1976 y 1977, sin embargo, ya estaba haciendo importantes entradas pocos meses antes de la devaluación de 1976. Las primeras salidas importantes se dan antes de la devaluación de 1977, y luego vuelven a ser fuertes en todo el período de depreciación de la peseta del año 1980. Sin embargo, el saldo total es favora-

ble a las entradas cuando durante el período 1974 a 1980 la peseta se ha depreciado en un alto porcentaje respecto del dólar. El juego de los *leads* y *lags* parece sin embargo más importante y fluido durante el año 1980 en que parece que se aprovechan con mayor facilidad de la volatilidad de los tipos de cambio en este último año.

LOS DETERMINANTES REALES

A medio plazo se considera que es la balanza corriente la que tiene una mayor influencia

CUADRO N.º 2
BALANZA COMERCIAL Y DE SERVICIOS
(Millones de dólares)

	1978	1979	1980	1980	1980
Importaciones energéticas	5.304	7.699	5.304 (*)	13.071	5.304 (*)
Importaciones (resto)	13.407	17.738	17.738	21.007	21.007
Total importaciones	18.711	25.437	23.042	34.078	26.311
Exportaciones totales	13.116	18.208		20.720	
Saldo Balanza Comercial	-5.595	-7.229	-4.834	-13.358	-5.591
Servicios neto	4.000	5.014		4.914	
Saldo Balanza Comercial y de Servi- cios	-1.595	-2.215	180	- 8.444	- 677

(*) Este supuesto de mantenimiento de pagos constantes por petróleo es sumamente restrictivo. Además, incluso con el supuesto de precios constantes, algún aumento de pagos se hubiera producido a consecuencia del pequeño aumento del tonelaje importado. El Neto de Comercial y Servicios habría por tanto evolucionado más desfavorablemente.

Fuente: Ministerio de Economía y Comercio.

sobre el tipo de cambio. Un país que experimenta un déficit de balanza por cuenta corriente necesitará una mejora en la competitividad vía una depreciación del tipo de cambio o una deflación vía reducción de la demanda global. Esta segunda posibilidad es poco viable cuando no se parte de una situación de pleno empleo, por lo que es más corriente la primera alternativa.

¿Ha sido la balanza corriente un elemento determinante del tipo de cambio en España? De acuerdo con el gráfico 7, es indudable que tiene una cierta relación. Observamos que se compara de un lado los saltos por cuenta corriente en miles de millones de pesetas y de otro lado la posición efectiva de la peseta frente al mundo. De acuerdo con este gráfico, vemos cómo los déficits de 1974 y 1975 trajeron como consecuencia la devaluación de 1976, pero esta devaluación no debió mejorar mucho la competitividad,

ya que los déficits fueron siendo mayores hasta que la devaluación de 1977 rompe la tendencia. La situación del saldo corriente mejora notablemente haciendo que la peseta se aprecie, aunque sin alcanzar aún los niveles anteriores a la devaluación de 1977. A finales de 1979 vuelve la tendencia deficitaria de la balanza corriente y el tipo de cambio efectivo inicia un descenso que aún hoy continúa con déficits cada vez mayores.

Pero, ¿qué decir del efecto de la variación del tipo de cambio sobre la balanza corriente? Los efectos suelen dejarse sentir durante un período cercano a un año, ya que en caso de una depreciación, por ejemplo, tomará algún tiempo a los consumidores cambiar de proveedores tradicionales, con los que pueden haber tenido contactos a largo plazo, y a los productores establecer nuevas redes comerciales en países en los que nunca han exportado. Por regla general la balanza de bie-

nes y servicios se deteriora en un primer momento, ya que el alza de los precios de importación en moneda nacional suele ser mayor que el de los precios de exportación, y posteriormente mejora al reducirse las importaciones en volumen y aumentar las exportaciones dando lugar a la conocida «curva J», curva ésta que ha sido mucho más pronunciada para el caso de España en la devaluación de 1977 que en la de 1976.

¿Puede este cambio de tendencias deberse al segundo choque del petróleo? No exclusivamente. Si descartamos su impacto directo tal como se hace en el cuadro n.º 2, vemos que existe una pérdida de competitividad en las exportaciones de bienes y servicios españoles.

En dicho cuadro se comparan las balanzas de bienes y servicios correspondientes a los tres últimos años, y se establece un supuesto altamente restrictivo, es decir, que los pagos por pe-

CUADRO N.º 3

RELACION EXPORTACION DE MERCANCIAS. PIB

PAISES	1977 (%)	1980 (%)	Δ % Exp.	Δ % PNB
Estados Unidos	6,4	10,3	60,9	6,9
Japón	11,7	12,9	10,2	15,9
República Federal Alemana	22,9	25,2	10,0	10,0
Francia	16,7	21,8	30,5	8,7
Reino Unido	23,5	30,9	31,4	3,3
Italia	23,0	30,1	30,8	9,7
Canadá	21,1	32,0	51,6	7,5
España	8,8	11,8	34,0	5,5

Fuentes: OCDE y elaboración propia.

varios países en 1977 y 1980 en relación con el PIB. En España ha pasado del 8,8 por 100 en 1977 al 11,8 por 100 en 1980, es decir, un aumento del 34 por 100, porcentaje inferior al de Estados Unidos y Canadá, pero superior al del resto de los países europeos. Ahora bien, hay que tener en cuenta dos cosas: una, que el punto de partida (un 8,8 por 100) es, después de Estados Unidos, el más bajo de todos los países comparados; otra, que los aumentos del PIB de los demás países, salvo el Reino Unido, ha sido superior

CUADRO N.º 4

COSTES LABORALES Y PRODUCTIVIDAD EN LOS PRINCIPALES PAISES INDUSTRIALES (PRIMAVERA 1980)
(Alemania = 100)

PAISES	Salarios por hora en marcos alemanes (1)	%	Producción por hora trabajada	Producción por coste de unidad de trabajo	Costes laborales por unidad de producción
Bélgica	22,80	103	93	90	111
Suecia	22,40	101	90	89	112
República Federal Alemana	22,20	100	100	100	100
Holanda	22,20	100	103	103	97
Estados Unidos	17,25	78	95	122	82
Italia	17,25	78	56	72	139
Francia	16,70	75	80	107	93
Inglaterra	12,45	56	56	100	100
Japón	12,10	55	74	135	74
España	10,75	48	49	102	98

(1) Incluida Seguridad Social.

Fuente: Dresdner Bank.

tróleo son los mismos en los tres años (los correspondientes al año 1978). Ello se hace con el fin de descartar el impacto directo del petróleo en nuestra balanza comercial. Pues bien, sin tener en cuenta la factura petrolífera, la balanza de bienes y servicios mejora en 1979 pero vuelve a empeorar en 1980 y ello con un tipo de cambio efectivo nominal en permanente deslizamiento desde mayo de

1979, lo que, sin duda, tendría que tener sus efectos en las exportaciones de 1980, que sin duda aumentan, pero en menor porcentaje que nuestras importaciones no energéticas, lo que hace que el déficit de la balanza de bienes y servicios sea mayor en 1980.

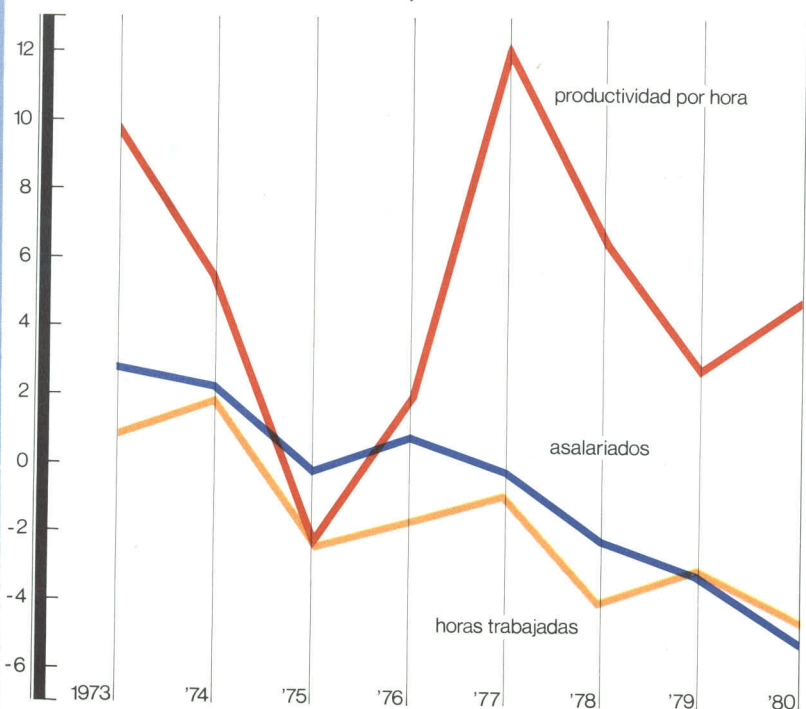
Por otro lado, en el cuadro número 3 se puede comparar la exportación de mercancías de

al español, es decir, que el otro término de la relación, el denominador, también ha crecido y por lo tanto el porcentaje de incremento español no es mucho mayor que el de los países europeos industrializados.

¿Qué factores reales pueden haber influido en esta pérdida de competitividad? El cuadro n.º 4 es muy claro al respecto. En dicho cuadro se observa cómo los

**GRAFICO 8.
ASALARIADOS Y PRODUCTIVIDAD POR HORA
EN LA INDUSTRIA. 1973-80**

**Tasas anuales de variación
(excluida la construcción)**



Fuente: INE, «BCT», n.º 0.

salarios brutos por hora españoles son los más bajos de los países comparados (los más importantes de la OCDE), llegando a ser menos de la mitad de los de Alemania Federal, Holanda, Bélgica y Suecia, y menos de dos tercios de los de Francia, Italia y Estados Unidos. Sin embargo, como la productividad por hora trabajada es también menos de la mitad de Holanda y Alemania y un poco más de la mitad de Bélgica, Suecia y Estados Unidos, se llega a la conclusión de que los costes laborales por unidad de producto son similares a los de Alemania e Inglaterra y superiores a los de Japón, Holanda, Estados Unidos y Francia.

Esto quiere decir que España ha ido perdiendo su ventaja comparativa básica, el nivel relativo de salarios, al no aumentar su productividad al mismo ritmo que la de otros países industrializados. Esta falta de productividad está, probablemente, originada, entre otros, por tres procesos fundamentales: un menor peso relativo del capital en los procesos productivos, un sistema de relaciones laborales menos consolidado y una tecnología y organización del trabajo menos desarrollados.

Si observamos la evolución de la productividad por hora trabajada en la industria, notamos que los incrementos que

ha tenido en los últimos años se reducen en los años 1976 y 1977, para posteriormente caer en 1978 y 1979 y volver a iniciar una cierta recuperación en 1980. Ahora bien, la situación es peor de lo que a primera vista parece, ya que dicha productividad ha sido debida, tal como muestra el gráfico 8, a un descenso del número de horas trabajadas y del número de asalariados que ha permitido un aumento de productividad por el juego exclusivo de la reducción de la base sobre la que se calcula.

Pero el problema no es ese sólo. Si observamos el cuadro número 5 veremos cómo en el período 1970-79 los salarios reales aumentaron a una media anual del 7,2 por 100, es decir, un porcentaje superior al del resto de los países de la CEE, además de Japón y Estados Unidos. Aunque esta tendencia ha disminuido considerablemente en 1979 y ha cambiado de signo en 1980, supone de todas maneras una pérdida acumulada de competitividad y por ende de la tradicional ventaja comparativa de una mano de obra relativamente barata, que se ha hecho sentir en la reducción de las inversiones extranjeras directas a largo plazo en los últimos tres años. Además, un comportamiento de este tipo de los salarios reales explica en parte que los movimientos del tipo de cambio nominal no se traduzcan en ganancias de competitividad y que sólo desemboquen en procesos inflacionistas y en círculos viciosos sin que se logren romper mediante una modificación de los tipos de cambio reales, tal como hemos visto anteriormente. Este hecho es importante ya que, por un lado, nuestros principales competidores en los mercados inter-

CUADRO N.º 5

SUELDOS Y SALARIOS NOMINALES Y REALES
(% de variación anual)

PAISES	MEDIA 70/79		1979		1980		1981 (*)	
	N	R	N	R	N	R	N	R
Estados Unidos	8,0	0,8	8,1	-3,1	9,0	-4,3	9,2	-2,5
Japón	13,8	4,7	7,4	3,8	7,6	-0,5	8,0	1,8
Alemania	8,1	2,7	5,5	1,4	7,0	1,4	4,7	0,1
Francia	14,0	4,8	13,0	2,7	14,5	0,7	13,5	0,6
Italia	19,4	6,4	19,0	3,3	22,0	1,4	18,0	2,0
Reino Unido	15,2	2,0	15,6	2,2	18,8	0,9	12,6	1,9
Holanda	10,6	3,2	4,1	-0,1	6,5	-0,6	5,5	-1,0
Suiza	6,0	0,9	2,2	-1,5	4,8	0,9	3,0	0,5
Irlanda	18,7	5,5	14,9	1,6	20,4	2,2	16,8	1,6
España	20,8	7,2	16,0	0,3	15,3	-0,2	14,5	-0,1

(*) Estimación.

Fuentes: OCDE y elaboración propia.

nacionales son los nuevos países industrializados, tales como Corea, Taiwan, Méjico, Brasil, etcétera, que están atrayendo capital y tecnología, debido a su ventaja comparativa salarial, y que nos están desplazando de mercados en los que España estaba bien asentada, y, por otro lado, no hemos alcanzado a otros países con un nivel tecnológico más avanzado que se ven menos afectados por dicha competencia salarial al especializarse en productos más sofisticados y de más alto valor unitario.

En este momento nuestra ventaja comparativa más importante es sin duda la geográfica. Poseemos una cierta «renta de situación» que se ve además mejorada por la posibilidad, más o menos cercana, de integración en las Comunidades Europeas.

Por último, en el gráfico 9 se muestran las opciones que se han tomado en España para hacer frente a los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente. Como todo el mundo sabe, en

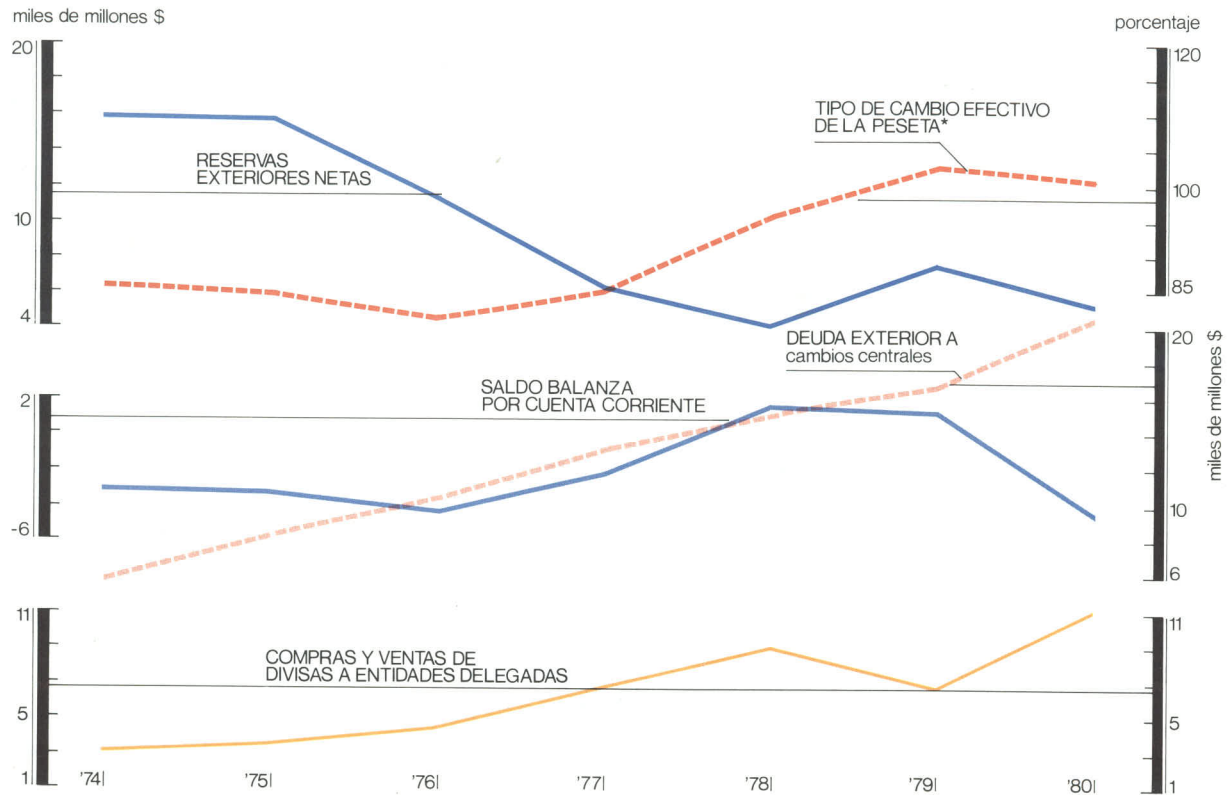
teoría, un país tiene la opción de decidir qué parte del desequilibrio va a ajustar a través del tipo de cambio y qué parte va a financiar con reservas. Por regla general el país tenderá a ajustar su desequilibrio vía tipo de cambio si estima que los factores causantes del desequilibrio son irreversibles, por ejemplo los precios energéticos, o la pérdida de productividad, y tenderá a financiar con sus reservas el desequilibrio si estima que se trata de factores cíclicos que actúan a corto o medio plazo.

En el caso de España dicho gráfico nos muestra, en su parte superior, cómo ha habido de hecho un *trade-off* entre el tipo de cambio y las reservas, por lo menos hasta 1979 en que vemos que el nivel de reservas aumenta al tiempo que también mejora el tipo de cambio. Ello se debe a dos hechos: el primero es que en dicho año la llamada intervención del Banco de España es menor y, además, compradora neta, y el segundo,

que además aumentan las reservas vía endeudamiento exterior que, como vemos, se incrementa en gran medida en 1979. Estos dos últimos hechos hacen que en 1980, a pesar de la importante depreciación del tipo de cambio, las reservas hayan descendido, y ello es debido a que la intervención ha aumentado sustancialmente como consecuencia de la enorme volatilidad en el día a día que ha tenido el mercado de cambios durante todo el año. La pérdida de reservas hubiera sido aún mayor si no hubiera sido por el amplio incremento del endeudamiento externo que supera al de años anteriores.

A juzgar por el *trade-off* que se ha operado en el caso español, parece que se sigue una política mixta de financiación y utilización del tipo de cambio que intenta minimizar el coste del ajuste sobre la base de unos objetivos económicos internos, especialmente monetarios, ya que las variaciones del tipo de cambio afectan a los precios y

**GRAFICO 9.
EVOLUCION ANUAL 1974-1980**



* Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

las variaciones de las reservas a las magnitudes monetarias. No hay que olvidar que la mayoría de los países industrializados prefieren mantener la estabilidad interna, aunque ésta sea sólo una condición necesaria, aunque no suficiente, para la estabilidad de los tipos de cambio, ya que, como hemos visto anteriormente, los tipos de cambio vienen determinados por una amplia variedad de factores no sólo por la tasa de inflación.

CONCLUSION

El problema de la determinación del tipo de cambio es, como hemos visto, demasiado complicado como para saber en

cada momento cuál de los factores está incidiendo en mayor medida sobre el comportamiento del tipo de cambio. Existen otros factores como el de diversificación de activos o el de la «enfermedad holandesa» que no se han tratado aquí por no tener ningún tipo de influencia en la peseta, al no ser esta moneda de reserva ni haber sufrido ningún movimiento apreciatorio debido a descubrimientos tecnológicos o productivos importantes, a menos que el sol se considere como tal a efectos del turismo.

Además, en el caso español, como hemos comentado anteriormente, cierto nivel de control de cambios hace que sea

más difícil estudiar el verdadero juego de algunos determinantes, especialmente los financieros a corto plazo. Este problema, sin embargo, no es privativo de España, ya que sólo se conocen hoy en este mundo, llamado de «cambios flexibles», dos países que aparentemente no intervengan sobre su tipo de cambio de una manera consistente: Estados Unidos y Canadá.

Si es difícil saber cómo actuarán los determinantes del tipo de cambio, es mucho más difícil saber cuál es el tipo de cambio en equilibrio en un momento dado. Por ello, hay que, cuando menos, recelar de todos aquellos que nos dicen constante-

mente que el tipo de cambio de la peseta está devaluado o revaluado y que lo que hay que hacer es apreciarlo o depreciarlo. La mayoría de las veces sus argumentaciones técnicas esconden un deseo político de conseguir lo que venga mejor a sus intereses personales.

Cuando los problemas son tan complicados como el tipo de cambio lo mejor es hacer que las cosas «ocurran» evitan-

do en la medida de lo posible que nos perjudiquen, y aún así, teniendo en cuenta que no se puede ir contra el mercado por mucho tiempo.

NOTA

(*) Agradezco al profesor L. A. Rojo sus valiosos comentarios a un primer borrador de este artículo, y a Javier Alonso su ayuda en la confección de gráficos y cuadros.

za de pagos suele ser considerada como una contabilización de transacciones en términos reales, y el papel desempeñado por los flujos monetarios es reducido al de un mecanismo equilibrador de desequilibrios reales. Junto a esto, el análisis de los tipos de cambio se centra en la influencia que dichos tipos tienen en la determinación de los precios de los bienes y servicios nacionales en relación con los precios extranjeros, lo que a su vez —conocidas las elasticidades-precio de las funciones de demanda de importaciones— determina el volumen de las importaciones y exportaciones nacionales.

Este tipo de análisis del sector exterior no está, lógicamente, aislado. Debe, en cambio, entenderse en el marco de un contexto teórico más amplio, que niega que los fenómenos monetarios desempeñen un papel fundamental en el funcionamiento de un sistema económico. Es habitual en nuestro país, por ejemplo, encontrar estudios o comentarios sobre la inflación en los que se discute este fenómeno sin hacer prácticamente referencia alguna al comportamiento de las variables monetarias. No es éste el lugar adecuado para buscar las causas de estos planteamientos de tan dudosa validez. Su fundamento puede estar en la aplicación generalizada durante algún tiempo de modelos keynesianos ingenuos del tipo rentagasto —como los denominaría Axel Leijonhufvud— o en el auge que hace algunos años tuvo en nuestro país la denominada teoría estructuralista de la inflación. Lo importante es señalar que, como el sector exterior no está aislado, sino que forma parte del núcleo mismo de la econo-

BALANZA DE PAGOS Y TIPOS DE CAMBIO: NOTAS TEORICAS PARA UN ESTUDIO DEL DESEQUILIBRIO EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Francisco CABRILLO RODRIGUEZ

«The ideas which are here expressed so laboriously are extremely simple and should be obvious. The difficulty lies, not in the new ideas, but in escaping from the old ones, which ramify, for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds.»

(J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*).

I. INTRODUCCION

SE afirma con frecuencia en los momentos actuales que uno de los principales peligros que amenazan a la economía española en un futuro a corto plazo es el desequilibrio

de su sector exterior. El déficit de la balanza española de cuenta corriente ha crecido mucho, en efecto, en los últimos meses, y amenaza con alcanzar una cifra muy elevada al final de 1980. El objeto de este trabajo es analizar algunas de las posibilidades que nos ofrece la ciencia económica para explicar en forma coherente esta situación y adoptar las soluciones adecuadas para que la balanza de pagos deje de constituir una preocupación fundamental para nuestra economía.

En los análisis que suelen realizarse sobre el sector exterior y la balanza de pagos en España llama, con frecuencia, la atención el escaso papel que se asigna a los procesos de ajuste de naturaleza monetaria. La balan-