

## ¿VIVIMOS EN UNA ECONOMÍA ABIERTA?

**U**NO de los temas de discusión preferidos hoy en día por los economistas españoles es el del grado de apertura de la economía española. Se dice, con razón, que la economía española muestra un alto grado de aislamiento; que nuestras exportaciones de mercancías y servicios en términos del PIB sólo alcanzan el 16 por 100, quedando a la cola de los países de la OCDE, con la excepción de Turquía y Yugoslavia; que nuestro grado de proteccionismo comercial es excesivo, tal como refleja el nivel de nuestra barrera arancelaria y el volumen de comercio contingentado, y que nuestro control de cambios es uno de los más severos e intrincados de Europa.

Sin embargo, a todos los efectos, la economía española responde a los acontecimientos económicos internacionales como si fuese una economía abierta. Por ello, quizá convendría distinguir entre apertura voluntaria e involuntaria. Por un lado, estamos activamente poco integrados en la economía internacional, lo que hay que considerar como un aspecto negativo que limita nuestro crecimiento, pero que nos da cierta confianza respecto al futuro, ya que muestra el amplio margen de mejora que aún tienen nuestras corrientes exportadoras. Por otro lado, respondemos pasivamente a los cambios económicos exteriores, como si estuviéramos perfectamente integrados en la economía internacional, y como si nuestra protección frente al exterior no existiera.

## AJUSTE EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO (\*)

La economía española ha vivido desde el comienzo de la crisis bajo el dominio de los desequilibrios interno de precios y exterior de balanza de pagos. El desequilibrio exterior ha actuado como factor condicionante y limitativo fundamental del crecimiento interno. Tratar de identificar los motivos del desequilibrio de la balanza de pagos es el primer propósito de este trabajo, escrito por **Guillermo de la Dehesa**. Las variaciones de la relación real de intercambio, el proceso de inflación interna y el déficit público han constituido los factores causantes más destacados del desequilibrio exterior. Examinar la política económica tendente a tratar ese desequilibrio da su contenido a la parte central de este trabajo. Una política débil y vacilante frente a las variables reales y monetarias, y la carencia de una política con la que dirigir el tipo de cambio, son una constante a lo largo de la crisis económica, salvando el corto período que va de 1977 a 1979. Tras examinar detenidamente el proceso de control del tipo de cambio, que obedece en España a una política intervencionista, se intentan explicar los motivos a los que ha podido obedecer la fijación, a veces arbitraria, del tipo de cambio nominal. El intento de mantener

La razón de este comportamiento es bien sencilla. Cuando un país tiene un tamaño relativo mediano o pequeño, sus corrientes de cobros y pagos han alcanzado un cierto nivel, y además sus activos y pasivos financieros exteriores son elevados, como es el caso de España, por mucha protección y control de cambios que tenga no puede desarrollar su política económica al margen de lo que ocurre en el contexto internacional.

La experiencia española en los últimos años, y en especial con posterioridad a la crisis energética, es una muestra clara de este comportamiento. Nuestras políticas económica, fiscal y monetaria no han podido desarro-

llarse de espaldas a las de los países desarrollados de la OCDE, y cuando se ha intentado hacerlo nuestro sector exterior ha actuado de freno y ha inducido a una corrección inmediata de las políticas puestas en práctica.

Para una economía abierta como la española, el comercio internacional de bienes y servicios, el mercado internacional de capitales a medio y largo plazo y los flujos monetarios internacionales a corto plazo suponen, en algunos casos, una serie de restricciones a nuestra política macroeconómica que es preciso analizar con cierto detalle (1).

el crecimiento moderado de salarios y precios interiores y de no agravar la carga del endeudamiento exterior parecen ser las explicaciones que están detrás del intervencionismo en el tipo de cambio, que, al no corresponder con actuaciones paralelas en las condiciones de equilibrio interno o con una alteración en las reglamentaciones del endeudamiento exterior, ha sido incapaz de lograr los resultados que se proponía, lo que ha terminado por reconocerse con sucesivas devaluaciones de nuestro signo monetario. Las tardías e inevitables devaluaciones del tipo de cambio de la peseta no han sido así más que el reconocimiento de la inutilidad de su control y del fracaso de la política económica interna (en la limitación del déficit público, en la moderación del crecimiento de rentas y precios). Como las causas de esos desequilibrios internos no se han abordado con la suficiente resolución y perseverancia, las sucesivas devaluaciones del tipo de cambio concedían una ventaja efímera a la competitividad de las exportaciones, que pronto desaparecía por la falta de atención a las condiciones determinantes de costes y precios interiores. Por ello, se concluye que intentar el ajuste de la economía vía un control del tipo de cambio como el realizado en España no servirá de nada si, al mismo tiempo, no se ajustan los desequilibrios internos de la economía. Ajustes estos últimos que requieren una considerable, e imprescindible, dosis de buena voluntad política y solidaridad social.

Por otro lado, los aumentos bruscos en los precios de los productos de importación, en los que la elasticidad precio es muy baja (petróleo), hacen que nuestra política monetaria y fiscal tenga que ajustarse inmediatamente a la subsiguiente caída de nuestra relación real de intercambio y al impacto inflacionista que de ella se deriva. (No vamos a entrar aquí en los ajustes a los *shocks* de oferta, de los que existe abundante literatura.)

En segundo lugar, la movilidad internacional de los capitales hace que tenga vigencia el principio de la paridad de tipos de interés, que exige que exista una igualdad de los diferenciales de nuestros tipos de interés con los de otras economías, y los diferenciales de tipo de cambio a contado y a plazo entre nuestra moneda y las de los países referidos. Claro está que esta paridad se da, principalmente, entre títulos homogéneos que puedan ser sustituidos por otros emitidos en otras divisas.

La paridad de tipos de interés afecta y limita en gran medida a nuestra política monetaria y fiscal. Aun cuando nuestro tipo de cambio tenga una flotación limpia y se ajuste a los diferenciales de interés a corto plazo, lo que no es el caso, no puede aislarse totalmente nuestra política monetaria de la del resto de los países desarrollados, y además cuanto mayor sea la movilidad del capital se verá también más limitada nuestra política presupuestaria. Por ello, es preferible aplicar la política monetaria y la política fiscal sobre aquellos bienes y activos financieros que no son comerciables o no tienen fácil sustitución

## **RESTRICCIONES DE UNA ECONOMIA ABIERTA**

En primer lugar, el comercio internacional hace que, a través del principio de la paridad del poder adquisitivo, nuestro nivel de precios en pesetas tienda a igualar a largo plazo a los ríveles de precios de los países con los que comerciamos multiplicados por el tipo de cambio entre nuestra divisa y la de ellos. Aun cuando esta relación no se verifica con toda exactitud —debido a los problemas derivados de los costes de transporte, de las barreras arancelarias y aduaneras, de las diferencias en el cálculo de los índices de precios, y del peso que los bienes

y servicios no comerciables tienen en dichos índices—, opera con cierta aproximación a largo plazo. Ello hace que nuestros objetivos económicos en términos de inflación a largo plazo deban de tener en cuenta los del resto de los países con los que comerciamos, si es que no queremos tener que ajustar continuamente el tipo de cambio, lo que a su vez afectará a los precios relativos entre los productos exportables y no exportables.

Es decir, que el comercio internacional hace que nuestra tasa de inflación, o nuestro tipo de cambio, tengan que ajustarse a las variaciones de los precios relativos entre nuestro país y los que comercian con nosotros.

con otros producidos o emitidos en otros mercados exteriores, aun cuando siempre habrá sustituciones indirectas.

Por otro lado, el volumen y fluidez de los mercados internacionales de capital han permitido financiar con cierta facilidad nuestros déficits por cuenta corriente, lo que ha hecho posible, temporalmente, retrasar la necesidad imperiosa de ajuste a través de una política fiscal y monetaria más restrictivas.

En tercer lugar, los flujos monetarios internacionales, a través de los mercados de cambios, hacen que nuestra política monetaria tenga que tener en cuenta en todo momento el equilibrio entre el *stock* deseado y existente de dinero.

La expansión monetaria en una economía abierta puede, aparte de sus efectos a corto plazo sobre los tipos de interés y de los problemas que puede crear en la balanza de capitales, tener a largo plazo unos efectos sobre los precios, el gasto y la sustitución de activos monetarios y financieros, que pueden traducirse en déficit por cuenta corriente y por cuenta de capital, reduciendo las reservas exteriores hasta que la oferta vuelva a ajustarse a la demanda de dinero, a menos que el tipo de cambio se ajuste automáticamente como ocurre en una economía con tipos de cambio plenamente flotantes, lo que hace que, a largo plazo, la política monetaria pueda aislarse de la de otros países con los que existe un alto grado de intercambio económico.

Ahora bien, como ha puesto de relieve la reciente experiencia de casi todos los países desarrollados, hay que tener en cuenta también las expectati-

vas, ya que la información recibida por los agentes económicos respecto de la política económica anunciada o puesta en práctica incide inmediatamente sobre la demanda de nuestra divisa y, consiguientemente, sobre el tipo de cambio. Cualquier anticipación por parte de los agentes económicos sobre la evolución futura de la política económica afecta inmediatamente al tipo de cambio. Si las expectativas son inflacionistas, se traducirán en su depreciación inmediata, y esta depreciación será una señal para que los agentes ajusten al alza los precios y los salarios, con más o menos rapidez, dependiendo del grado de indexación de la economía, y del grado de ilusión monetaria, que en el caso español van siendo mayor y menor respectivamente.

Por otra parte, estas expectativas también pueden servir de señales a la política monetaria para reaccionar a tiempo, en la medida en que existan indicadores apropiados que las detecten.

Si, como ha ocurrido hace unos meses en la economía española, ante una depreciación del tipo de cambio se suben los tipos de interés, y la depreciación continúa, esto significa que los agentes anticipan una inflación aún mayor, con lo que se espera aún una restricción monetaria superior para adaptar la oferta a la demanda existente de nuestra divisa.

En definitiva, lo que se intenta con estas consideraciones iniciales es hacer un breve y simple recorrido por los distintos enfoques teóricos de la balanza de pagos y del tipo de cambio, es decir: enfoque elasticidades, enfoque absorción,

enfoque monetario y enfoque monetario con expectativas racionales, para tener después, en la próxima sección, un elemento de juicio sobre la capacidad de ajuste que ha mostrado la economía española en los últimos años respecto de su sector exterior, y analizar las limitaciones que este último ha ido imponiendo a nuestra política macroeconómica.

Existen diferentes maneras de ajustar el sector exterior de una economía para evitar que su desequilibrio suponga un freno al proceso de crecimiento y desarrollo. Se pueden ajustar los desequilibrios internos que pueden haber inducido al desequilibrio externo; es decir, el déficit público, o el exceso de gasto de inversión sobre el ahorro de la economía, o el exceso de costes sobre la productividad, o el exceso de oferta de dinero sobre la demanda existente. Todos ellos, por supuesto, están interrelacionados y la actuación sobre uno de ellos implica medidas sobre los demás. Se puede también considerar que dichos desequilibrios son temporales y dejar que se ajusten, mientras tanto, otras variables determinadas por las anteriores, es decir, el tipo de cambio, el nivel de reservas o el nivel de endeudamiento.

## **ESPAÑA ES DIFERENTE**

Cuando se habla del sector externo de una economía todos los términos de referencia deben de ser relativos, ya que su comportamiento depende no sólo de lo que acontezca internamente en la economía sino también de lo que está pasando en

los países con los que dicha economía se relaciona. Lo que es importante analizar no son los niveles absolutos de inflación o de déficit público o de la oferta monetaria y sus tasas de crecimiento, sino dichos niveles y tasas en relación con los de los países con los que se está relacionado económicamente, o, lo que es lo mismo, los diferenciales entre unos y otros.

El desequilibrio externo se dará siempre que los desequilibrios internos sean mayores que

los de los países con los que intercambiamos bienes, servicios y capitales. El comportamiento del sector exterior, contabilizado a través de la balanza de pagos, es un reflejo y resultado del comportamiento diferencial de las distintas economías.

El cuadro n.º 1 es un fiel exponente del comportamiento diferencial que las magnitudes macroeconómicas básicas españolas han experimentado a lo largo de los últimos diez años res-

pecto de las del resto de los países de la OCDE. Un período lo suficientemente largo para que la relación diferencial no se deba a problemas meramente coyunturales.

Nuestros precios al consumo han crecido una media anual del 16,1 por 100, frente al 9,8 por 100 de la OCDE. Es verdad que se hizo un enorme esfuerzo por reducir su crecimiento en 1977, 1978 y 1979, pero a partir de 1980 lo más que se ha logrado es mantener las tasas y evi-

CUADRO N.º 1

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	Media 1973-82
<b>Precios al consumo:</b>											
España ... ..	11,4	15,7	16,9	14,9	24,5	19,7	15,7	15,5	14,6	14,1	16,1
OCDE ... ..	7,8	13,4	11,3	8,7	8,9	8,0	9,8	12,9	10,6	6,2	9,8
<b>Déficit público en % de PIB:</b>											
España ... ..	1,1	0,2	0,0	- 0,3	- 0,6	- 1,8	- 2,5	- 3,1	- 4,7	- 6,0	- 1,8
OCDE ... ..	0,0	- 0,7	- 3,9	- 2,8	- 2,1	- 2,4	- 1,9	- 2,4	- 2,7	- 4,1	- 2,3
<b>Oferta monetaria:</b>											
España ... ..	23,9	18,9	18,9	19,2	18,9	19,9	17,9	16,7	15,8	16,5	18,7
OCDE ... ..	10,0	8,0	11,0	9,7	11,0	12,5	8,9	7,0	8,2	9,0	9,5
<b>Déficit por cuenta corriente en % de PIB:</b>											
España ... ..	0,8	- 3,7	- 3,4	- 3,9	- 1,9	1,1	0,7	- 2,4	- 2,6	- 2,3	- 1,8
OCDE ... ..	0,3	- 0,7	0,1	- 0,4	- 0,4	0,2	- 0,5	- 0,8	- 0,4	- 0,5	- 0,3
<b>Salarios reales (*) por persona ocupada:</b>											
España ... ..	7,4	5,0	3,2	5,4	2,1	2,8	2,6	2,2	1,7	- 1,4	3,1
OCDE ... ..	3,7	0,7	1,3	1,6	1,1	1,6	0,8	0,0	1,1	1,2	1,3
<b>Productividad por empleo:</b>											
España ... ..	6,1	5,5	3,0	4,9	4,6	4,6	2,6	5,3	3,1	2,2	5,5
OCDE ... ..	3,8	- 0,2	0,4	3,7	2,2	2,1	1,8	0,7	0,7	0,2	1,5
<b>Crecimiento real del PIB:</b>											
España ... ..	7,9	5,7	1,1	3,0	3,3	1,8	0,2	1,5	0,3	1,1	2,6
OCDE ... ..	6,1	0,7	- 0,2	4,8	3,8	4,0	3,1	1,2	1,5	1,1	2,6

(\*) Incluyen Seguridad Social.

tar subidas, con lo que en 1982 nos encontramos con una tasa de crecimiento superior en más del doble a la de la OCDE.

Lo mismo puede decirse del crecimiento anual medio de nuestra oferta monetaria, que duplica, a lo largo del período, la media de la OCDE. Lógicamente, al igual que con los precios, el esfuerzo para reducir su tasa de crecimiento entre la segunda mitad de 1977 y 1980 no ha sido continuado posteriormente, con lo que su tasa se elevó en 1982 respecto de 1981.

Aún mayor es el diferencial de incremento medio anual de los salarios reales, que resulta dos veces y media más alto que el de la OCDE a lo largo del período. Y eso no es todo. Si en lugar de tomar los salarios reales globales tomamos los del sector industrial solamente, el diferencial del aumento es aún mayor. Un ejemplo claro lo tenemos en 1982 en que, habiéndose registrado una caída global de los salarios reales del 1,4 por 100, la primera en los últimos diez años, los salarios reales de la industria han crecido más de un 2 por 100, con lo que el ajuste se ha realizado con cargo a los trabajadores de los sectores de agricultura y servicios, especialmente del primero, y de un mayor desempleo en el sector industrial.

Nuestro déficit por cuenta corriente en términos de PIB también ha sido muy superior al de la media de la OCDE, seis veces superior concretamente, lo que se deriva no sólo de los desequilibrios internos que acabamos de constatar, sino también de nuestra dependencia energética, agravada por las dos crisis del petróleo.

Nuestro déficit público en términos de PIB es ligeramente menor, por término medio, a lo largo del período, que el de la OCDE. Sin embargo, al contrario que nuestros precios o salarios, se ha duplicado entre 1980 y 1982, lo que es una tendencia de desajuste creciente que de seguir así puede hacer inviable cualquier intento de equilibrar nuestro sector exterior, como veremos más adelante.

Únicamente nuestra tasa de productividad por persona empleada ha crecido a un ritmo muy superior al de la media de la OCDE, lo que es un buen signo. Ahora bien, hay que matizarlo convenientemente. En primer lugar, una parte importante de sus aumentos son reflejo automático de la reducción del empleo, siendo, por regla general, la productividad marginal de los desempleados inferior a la de los que siguen ocupados, y, en segundo lugar, hay una preocupante desaceleración de su tasa de crecimiento entre 1980 y 1982, quizá porque la reducción del empleo ha sido menor, ya que en la industria, donde ha sido mayor, la tasa de crecimiento de la productividad ha seguido siendo alta.

¿Y para qué han servido todos estos desequilibrios relativos de las magnitudes españolas respecto a las de la OCDE? Para nada, ya que sólo hemos conseguido crecer en los últimos diez años a la misma tasa anual que la media de la OCDE, 2,6 por 100. Pudiera parecer lógico, en teoría, un crecimiento más rápido, ya que hemos realizado un menor ajuste. Pero la realidad es muy diferente. El enorme ajuste realizado por los principales países de la OCDE en 1974 y 1975, mientras en Es-

paña se continuaba como si no hubiera habido crisis energética, les sirvió para luego crecer a mayor ritmo que nosotros, y afrontar la segunda crisis energética en mejores condiciones de saneamiento y de resistencia. Así, los países de la OCDE, en los cinco últimos años, han crecido a una media del 2,2 por 100 anual y España a una media del 1 por 100 solamente.

El cuadro n.º 1 es, en definitiva, una forma de probar que en economía «España también es diferente» de muchos de los países de la OCDE, y el mundo de interdependencia económica internacional en que vivimos no permite que un país, sobre todo si es pequeño, sea diferente. El resultado de esa diferencia es claro: un mayor desequilibrio externo, con la consiguiente depreciación de nuestra moneda, caída de nuestras reservas y aumento de nuestro endeudamiento exterior. Y, salvo el período que va de mediados de 1977 a mediados de 1979, en que hubo un cierto, aunque tardío, ajuste de nuestra economía, la triste historia es, en pocas cifras, la que relata el cuadro n.º 1.

## **CAUSAS INTERNAS Y EXTERNAS DE UN DESEQUILIBRIO EXTERIOR**

Es obvio que existe un gran número de factores que pueden producir un desequilibrio externo o, lo que es lo mismo, un deterioro de la balanza de pagos. Estos factores pueden ser exteriores o interiores. Desde 1973 existen abundantes artículos de economistas eminen-

tes sobre la relativa importancia de unos y otros (2).

No hay duda de que los aumentos de los precios de la energía han sido el mayor componente de los desequilibrios externos de muchos países. Sin embargo, también las políticas inflacionistas llevadas a cabo por un buen número de gobiernos han contribuido parcialmente a tales desequilibrios.

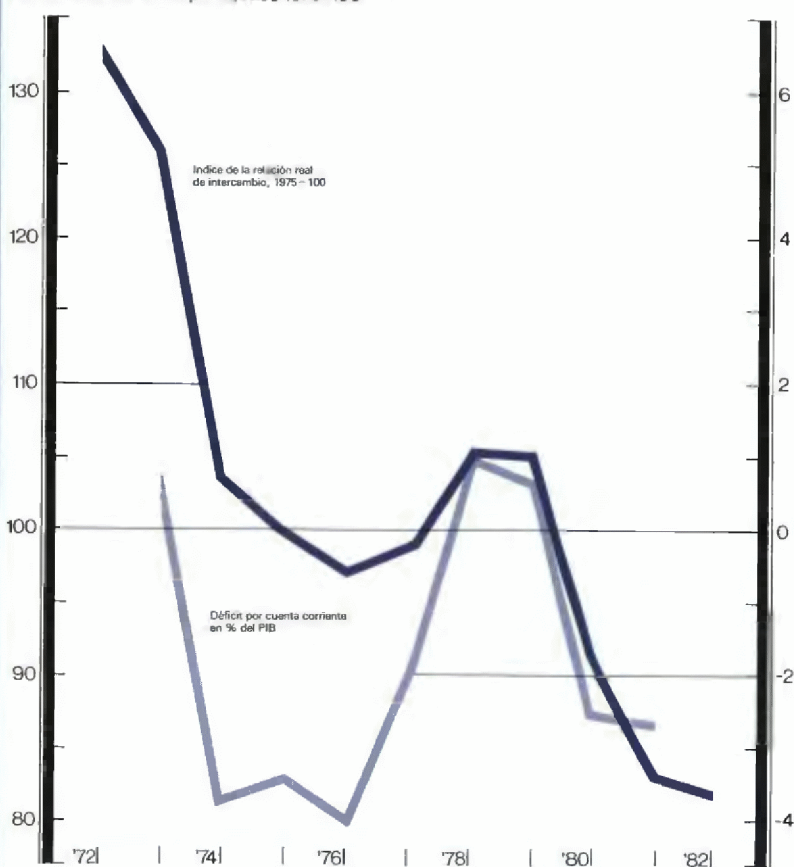
Una primera aproximación al desequilibrio externo de la economía española debe de consistir en analizar el origen de dichos desequilibrios, ya que los medios para equilibrar las cuentas corrientes serán diferentes en un caso y en otro.

Es indudable que el comportamiento de la relación real de intercambio es un buen exponente, al menos inicialmente, de la incidencia de factores exteriores. Los aumentos de los precios energéticos y su impacto sobre los precios relativos pueden ser analizados a través de la relación real de intercambio. Eso es lo que se hace en el gráfico 1, en el que se comparan las variaciones sufridas en el índice de la relación real de intercambio española y las variaciones de nuestra balanza por cuenta corriente en términos de PIB.

Del gráfico se deriva claramente el impacto de las dos crisis energéticas sobre la relación real de intercambio, y del deterioro de ésta sobre la balanza corriente. Sólo puede parecer atípico, aunque como veremos más adelante no lo es, el comportamiento comparativo de los años 1981 y 1982, en los que, a pesar de la caída de la relación real de intercambio, es decir, el cociente de los precios de

### GRAFICO 1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y RELACION REAL DE INTERCAMBIO

índice de la relación real de intercambio en España, base 1970=100



exportación y de importación, la balanza por cuenta corriente mejora. Por ello, se puede decir que, en principio, los desequilibrios por cuenta corriente de la balanza pueden estar asociados inicialmente a cambios en la relación real de intercambio, aunque no puede decirse que el deterioro de dicha relación de intercambio sea el factor exclusivo ni definitivo de los déficits por cuenta corriente, como veremos más adelante.

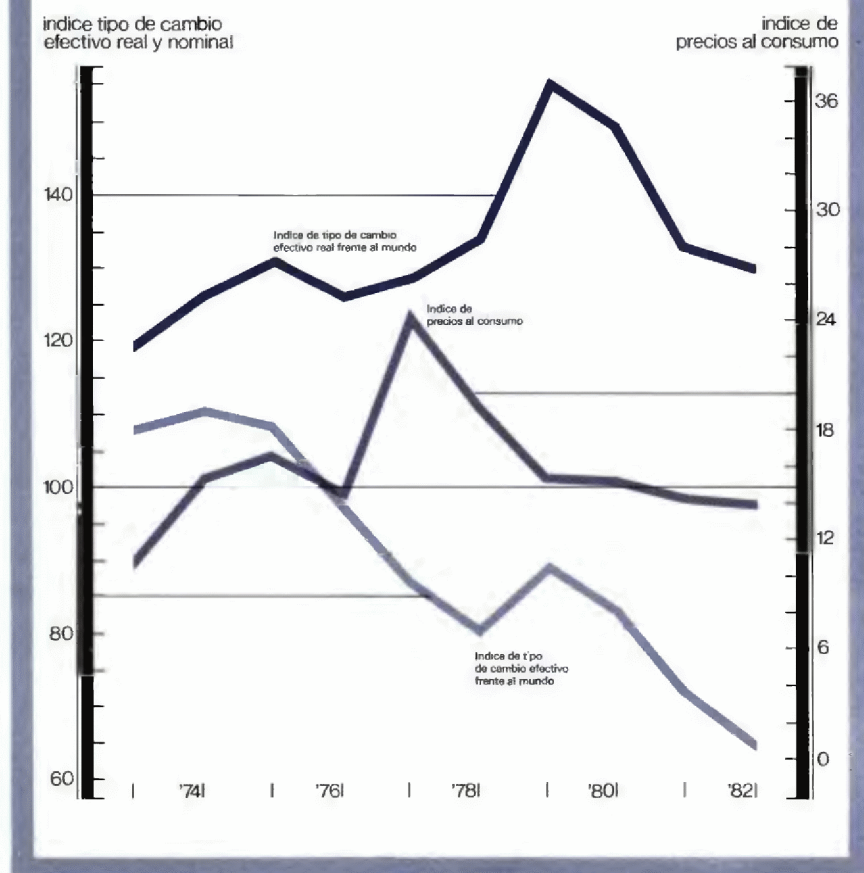
La economía española puede haber tenido desequilibrios externos derivados de causas internas. Si los costes de los factores han crecido más rápidamente que los internacionales, como resultado de desarrollos inflacionarios, y el tipo de cambio no se ha adaptado depreciándose en igual medida, se produce una apreciación del tipo de cambio real o, lo que es lo mismo, una pérdida de competitividad externa y un deterioro

de la balanza por cuenta corriente.

En el gráfico 2 se intenta analizar sencillamente esta relación en España comparando, por un lado, los cambios medios anuales del índice de precios al consumo y, por otro, las variaciones medias anuales del índice de tipo de cambio real efectivo frente al mundo, ajustado por los precios al consumo, durante los diez últimos años. Se puede ver cómo, en términos generales, las variaciones en el índice de precios al consumo se han trasladado con un cierto retraso, especialmente a partir de 1976, al índice de tipo de cambio real, lo que demuestra que el tipo de cambio nominal no se ha depreciado y apreciado con los movimientos de alza y baja de los precios al consumo, puesto que, de haber sido así, el tipo de cambio real se habría mantenido más o menos constante, con ligeras variaciones. Prueba de ello ha sido la necesidad de acudir a tres devaluaciones en seis años. Con este fin se ha introducido en el gráfico la evolución del índice de tipo de cambio efectivo nominal que muestra que, entre 1973 y 1976, se mantenía más o menos constante mientras crecía la inflación, y que empieza a depreciarse, por fin, cuando la inflación es muy elevada, pero sigue cayendo después de que los precios empiezan a bajar, para apreciarse excesivamente más tarde, y sólo después de 1979 parece intentar, con su caída, una mejora de competitividad medida por índice de tipo de cambio real que, sin embargo, en 1982 no llega aún al nivel de 1973, ni siquiera al de 1977, después de la devaluación de julio.

Un segundo paso en la observación de estas relaciones

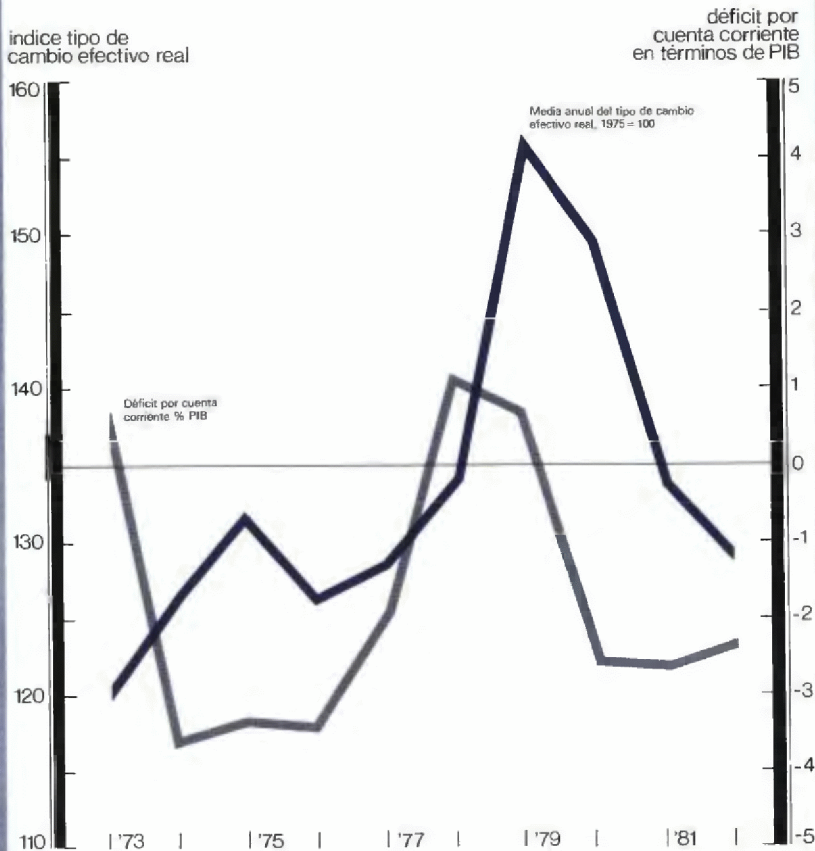
**GRAFICO 2  
PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO**



viene expresado en el gráfico 3, en el que se comparan los movimientos del índice de tipo de cambio real con los movimientos de la balanza por cuenta corriente. Puede observarse cómo las apreciaciones del tipo de cambio efectivo real han provocado unos déficits por cuenta corriente mayores en términos de PIB, y viceversa, salvo en el período de 1977 a 1979 en que coinciden superávits por cuenta corriente con un tipo de cambio real apreciado. La respuesta a este comportamiento hay que

encontrarla, en parte, en los retrasos con que las mejoras de competitividad derivadas de depreciaciones del tipo de cambio real inciden en la balanza por cuenta corriente. La ganancia en competitividad derivada de la devaluación de julio de 1977 produce, junto con otros factores internos y externos derivados de una política monetaria restringida y de la caída en términos reales del precio del petróleo, una mejora de la balanza corriente hasta noviembre de 1978, a pesar de que durante di-

### GRAFICO 3 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y TIPO DE CAMBIO REAL



cho período se va perdiendo competitividad por apreciación del tipo de cambio real. Esta pérdida de competitividad empieza a notarse en la balanza corriente a partir de enero de 1979.

Cualquiera puede preguntarse sobre la diferencia entre tipo de cambio real y relación real de intercambio. En realidad son la misma cosa, pero medida con diferentes índices de precios; en el primer caso hemos utilizado como medición el índice de precios al consumo, mientras

que en el caso de la relación real de intercambio se utilizan precios de importación y exportación y no los diferenciales de precios al consumo (3).

Otro factor interno que tiende a estar asociado con el déficit por cuenta corriente es el déficit presupuestario del sector público. Por regla general, los desequilibrios exteriores suelen estar asociados con desequilibrios presupuestarios. Para ello se parte de la conocida identidad contable de que el saldo de la balanza por cuenta corriente

es igual a la diferencia entre ahorro e inversión nacional o, lo que es lo mismo, entre renta nacional y gasto. De ahí que para reducir un déficit por cuenta corriente haya que reducir el déficit del ahorro sobre la inversión, tanto del sector público como del sector privado. Lo que ocurre es que, por un lado, el tamaño y forma de financiación del déficit del sector público es una variable que puede ser controlada más directamente por el gobierno que el déficit del sector privado, y, por otro, el déficit del sector privado suele estar inversamente relacionado con el déficit del sector público.

Normalmente este tipo de análisis de «enfoque absorción» está asociado a su vez con el «enfoque monetario» de la balanza de pagos, que concibe el resultado de la balanza de pagos como la diferencia entre oferta y demanda de dinero. Un déficit de balanza de pagos refleja la existencia de un exceso de oferta de moneda nacional, y ese exceso de oferta monetaria puede reflejar un déficit público excesivo, especialmente si está financiado con recurso al Banco central.

En una economía cerrada, el ajuste de dicho desequilibrio se realiza vía tipo de interés y vía precios, y en una economía abierta vía tipo de interés y vía tipo de cambio, si éste es flotante.

Un exceso de oferta de dinero supone un *stock* de dinero en manos del público superior al deseado. El público trata de alcanzar el nivel óptimo deseado mediante la adquisición de bienes, servicios y activos reales y financieros.

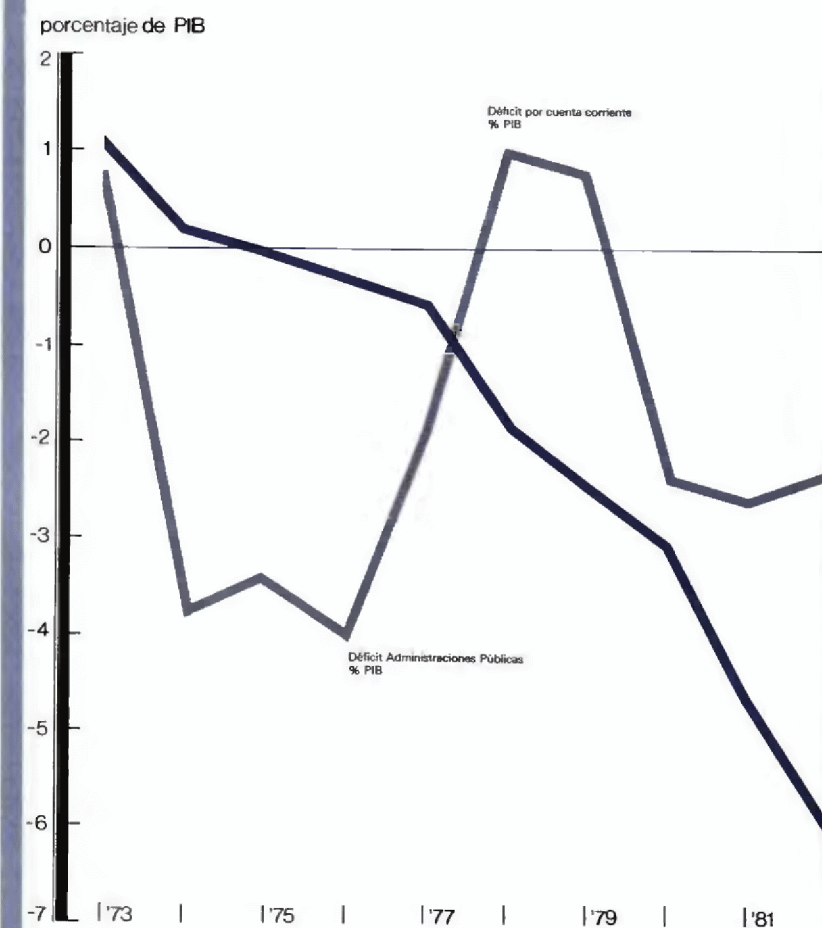


En una economía cerrada, el ajuste se llevará a cabo mediante la adquisición de bienes y servicios (lo que incidirá en el nivel de sus precios) y de activos financieros (lo que incidirá en los tipos de interés). En una economía abierta, parte de este ajuste se llevará a cabo a través de los mercados exteriores. Si los residentes adquieren bienes y servicios extranjeros, se operará un déficit por cuenta corriente; si los residentes adquieren activos monetarios y financieros exteriores, se operará un déficit por cuenta de capital, y, en definitiva, en ambos casos el ajuste final tendrá que hacerse vía tipo de cambio, o vía pérdida de reservas, o ambos.

Lo lógico es que en un país como el nuestro, en el que los mercados financieros internos son poco profundos y sofisticados o, lo que es lo mismo, no ofrecen muchas alternativas para colocar el exceso de saldos monetarios; en el que la mayor parte del déficit público se financia en el Banco de España, y en el que existe un control de cambios amplio para evitar salidas de capital, el impacto de un déficit del sector público y del correspondiente exceso de oferta monetaria, tenderá a desviarse hacia la compra de bienes y servicios interiores y exteriores, con lo que la mayor parte del ajuste externo será a costa de la balanza por cuenta corriente. Es decir, cuanto menos ortodoxa sea la financiación del déficit público, menos desarrollado sea el mercado financiero interno, y exista un mayor control de cambios, mayor será el impacto del déficit público sobre la balanza corriente.

Sin embargo, en el gráfico 4, en el que se compara la evolución del déficit de las Adminis-

**GRAFICO 4**  
**BALANZA POR CUENTA CORRIENTE**  
**Y DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO**



traciones Públicas y la del déficit por cuenta corriente, ambas medidas como porcentajes del PIB, no queda tan clara la relación entre uno y otro. El déficit público ha ido creciendo casi linealmente, mientras que la balanza por cuenta corriente ha tenido oscilaciones importantes. Destaca 1982, año en el que la

balanza por cuenta corriente mejora ligeramente y, sin embargo, el déficit público aumenta sustancialmente, pasando del 4,7 al 6 por 100 del PIB. Ello se debe, sin duda, a una mejora en las otras variables estudiadas anteriormente en los gráficos precedentes; es decir, a una ligera mejora de la tasa de in-

flación y de la competitividad de nuestros bienes y servicios, y también a un aumento de la tasa de ahorro privado respecto de la inversión privada de la economía que, además, en 1982 cae considerablemente. Ambos objetivos se han conseguido a través de una política económica más adecuada a partir de 1977, que se refleja claramente en los gráficos 3 y 4, en los que puede observarse cómo, a pesar de aumentar el déficit público, la inflación y el comportamiento de la balanza corriente mejoran, como consecuencia de la devaluación de 1977 unida a una política monetaria restrictiva y, como no, a una financiación ligeramente más ortodoxa del déficit público.

En definitiva, en esta primera aproximación a nuestro déficit por cuenta corriente, puede concluirse que el factor externo desencadenante ha sido sobre todo el *shock* derivado de las crisis energéticas, que ha supuesto graves deterioros de nuestra relación real de intercambio. Ahora bien, el papel jugado por los factores internos no puede ser despreciado. La inflación interna ha tenido un impacto negativo y considerable en nuestra competitividad, que podría haber sido compensado con una política de tipo de cambio más flexible. Nuestro déficit público, y en especial su sistema de financiación, también ha tenido efectos perniciosos sobre la tasa de inflación y sobre la balanza por cuenta corriente. Es decir, que el comportamiento de la balanza por cuenta corriente es el resultado combinado de factores externos, en primer lugar, e internos posteriormente.

## **MEDIOS DE AJUSTE DE UN DESEQUILIBRIO EXTERNO**

Cuando las autoridades económicas se enfrentan con un problema de desequilibrios en el sector exterior, lo primero que tienen que hacer es un análisis como el que se acaba de efectuar sobre sus causas, tanto internas como externas. Respecto de las primeras, las posibilidades de actuación de la política económica suelen ser mayores. Respecto de las segundas, la eficacia es menor, pero la política económica tiene también medios, si no para modificar la variable exterior que ha desencadenado el desequilibrio, sí para intentar adaptarse a ella y a la nueva situación, ajustando las magnitudes internas.

Una vez determinadas con claridad las variables que han provocado tal desequilibrio, las autoridades económicas tienen varias opciones. Pueden intentar ajustar las variables internas que han producido dicho desequilibrio, pongamos por caso un excesivo aumento de los salarios reales, excesivo déficit del sector público, etc. Pueden no ajustarse haciendo frente a sus causas y buscar otras opciones dilatorias, como son financiar el desequilibrio bien en los mercados exteriores o, si esto no es posible, mediante las reservas propias. Finalmente, pueden ajustarse dejando que el tipo de cambio se adapte flexiblemente a las variaciones entre las variables reales y monetarias internas y externas.

Desde la adopción generalizada de tipos de cambio flexibles, esta última alternativa es en teoría más fácil, pero, como hemos dicho anteriormente, los movi-

mientos en los tipos de cambio también afectan a factores reales y monetarios en la economía y, por lo tanto, desencadenan otra serie de movimientos que pueden hacer que se caiga en peligrosos círculos, viciosos o virtuosos, que inducen a movimientos de los tipos de cambio en una sola dirección, depreciatoria o apreciativa.

Por regla general, las autoridades económicas de los países han acudido a ajustar el desequilibrio exterior vía tipo de cambio cuando los factores causantes del mismo se han considerado como irreversibles; por ejemplo, movimientos en los precios de la energía, pérdida crónica de productividad, y han tendido a paliarlos vía endeudamiento exterior o vía reservas cuando las causas han sido, o se han percibido, como factores cíclicos que actúan a medio o largo plazo.

En el caso de España, tal como muestra el cuadro n.º 2, ha habido de hecho un *trade-off* entre el tipo de cambio y las reservas, salvo en 1979 en que el nivel de reservas aumenta al tiempo que se aprecia el tipo de cambio real (empeora nuestra competitividad). Esto se debió, de un lado, a que el nivel de intervención del Banco de España en el mercado de cambios fue menor, y a que las reservas aumentaron debido a que hubo un ligero superávit en balanza corriente y además un aumento del endeudamiento.

Durante 1980 y 1981 se acude a la financiación exterior, que aumenta nuestro nivel de endeudamiento en cerca de 8.000 millones de dólares, y a la depreciación gradual del tipo de cambio, que hace que el índice caiga 16 puntos frente al mundo.

CUADRO N.º 2

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Tipo de cambio efectivo nominal medio anual frente al mundo (1970 = 100) ... ..	111	109	98,2	86,8	81,1	89,7	83,6	72,0	64,8
Reservas de divisas convertibles en miles de millones de dólares a final de cada año ... ..	5,4	5,3	4,3	5,5	9,4	12,5	11,7	10,9	7,9
Nivel de endeudamiento exterior en miles de millones de dólares a final de cada año ... ..	5,0	8,4	11,2	15,1	17,4	19,5	23,7	27,2	27,8
Saldo por cuenta corriente en miles de millones de dólares.	- 3,1	- 4,2	- 4,3	- 2,5	1,5	1,1	- 5,2	- 5,0	- 4,2
Compras y ventas netas de divisas del Banco de España a entidades delegadas en miles de millones de dólares ... ..	-	2,6	4,8	7,5	9,0	6,9	11,5	12,9	16,3

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Por último, durante 1982 el ajuste se aplaza una vez más financiando el déficit vía pérdida de reservas de divisas convertibles, que caen 3.000 millones de dólares, hasta que a final de año se decide la devaluación del 8 por 100, que deja el índice medio del tipo de cambio efectivo del año en 64,8 y el de 31 de diciembre en 57,4.

Es decir, en el caso español se ha seguido una política mixta de financiación, vía reservas o créditos exteriores, y de ajustes más o menos bruscos, vía tipo de cambio, cuando la situación se volvía difícil o insostenible.

Sin embargo, la actuación sobre las variables monetarias y reales que subyacen el desequilibrio externo ha sido, podríamos decir, insignificante. Justificándolo unas veces por motivos políticos de la transición y otras por motivos económicos derivados de la inflación y el paro, el hecho es que las autoridades económicas han pos-

puesto una y otra vez los verdaderos ajustes reales que la economía española necesita.

### LA POLITICA DE TIPO DE CAMBIO

Puesto que en el resto de los artículos que componen este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA se tratan los problemas del ajuste interno monetario y real de la economía, aquí nos vamos a circunscribir a los aspectos externos, fundamentalmente al tipo de cambio, intervención y movimiento de reservas y financiación exterior de la economía.

La política de tipo de cambio pasa, en primer lugar, por la elección de un sistema de los muchos que hoy existen en los distintos países. Desde los tipos de cambio fijos a los totalmente flexibles, pasando por los «pegados» a otras monedas reserva, los indiciados con una cesta

de productos o de monedas, los flexibles con márgenes máximos de fluctuación, los de flotación independiente y los de flotación controlada, como en el caso de España.

Aunque se dice que hoy en día vivimos un período de tipos de cambio flexibles, la realidad es muy diferente. Totalmente flexibles, es decir de flotación libre, sólo existen los casos de Estados Unidos e Inglaterra. Como en casi todos los procesos teóricos que se aplican a la realidad, ésta deja mucho que desear respecto de la teoría. Conviene recordar que los propagandistas y propagadores de los tipos de cambio flexibles nos decían que, con dicho sistema, no sería necesario mantener un determinado nivel de reservas, que acabarían los desequilibrios crónicos de balanza de pagos, que desaparecería la intervención, etc. Hoy nos encontramos con que casi nadie flota libremente, la intervención ha aumentado grandemente, los

desequilibrios por cuenta corriente son mayores y los movimientos de reservas más rápidos y voluminosos.

A pesar de todo esto, de los círculos virtuosos y viciosos que ha engendrado, de las «enfermedades holandesas», «australianas» y del «Mar del Norte» y de otras epidemias, se puede decir que un sistema de cambios fijos no hubiera aguantado dos crisis energéticas, y que el sistema actual es el menos malo de los disponibles a corto plazo.

¿Se puede hablar de política de tipo de cambio? En teoría, si se utilizara un sistema de tipos de cambio flexibles, la política de tipo de cambio sería imposible ya que reflejaría únicamente la política fiscal, monetaria y de rentas que se llevase a cabo, así como su diferencia con las que se llevaran a cabo en otros países. Pero hemos dicho que la flotación limpia casi no existe y que, por lo tanto, la mayoría de los países intervienen su tipo de cambio, utilizándolo como un objetivo e incluso un instrumento de política económica y no como el resultado de la actuación sobre otros instrumentos y objetivos de política monetaria y fiscal.

La intervención sobre el tipo de cambio puede hacerse de muchas maneras. La más normal y directa es la compra o venta de divisas por el Banco central para mantener el tipo de cambio dentro de unos objetivos que en cada momento determina la autoridad económica. Pero existen muchas más. Obligar al Estado o al sector público a conseguir préstamos en moneda extranjera en los mercados internacionales es intervenir sobre el tipo de cam-

bio. Introducir controles en la importación, o en la entrada y salida de divisas —mediante contingentes, licencias, autorizaciones previas, etc.— también es intervención sobre el tipo de cambio.

Nils Thygessen (4) ha analizado con todo detalle la experiencia de una serie de países que han intentado modificar sus tipos de cambio nominales mediante intervención en los mercados de cambio para mejorar su competitividad real *vis a vis* sus competidores en los mercados de exportación. Algunos de ellos han conseguido modificar con éxito sus tipos de cambio reales, alterando y maniobrando los tipos de cambio nominales. Por término medio, para conseguir mover un punto los tipos de cambio reales se han tenido que alterar entre 3 y 5 puntos los tipos de cambio no-

minales, dependiendo la relación, en buena medida, de la rigidez de los precios y, en definitiva, de los salarios reales.

En el cuadro n.º 3 se han recogido las variaciones de los tipos de cambio nominales y reales para una serie de países entre marzo de 1973, mes en que comenzó la flotación generalizada de tipos de cambio, y diciembre de 1982; es decir, diez años aproximadamente.

Vemos que países como Alemania o Suiza, a pesar de sufrir grandes apreciaciones en sus tipos de cambio nominal, han logrado mantener los tipos reales en línea con la situación previa o ligeramente sobrevalorados. Otros países, como España e Italia, han depreciado sus tipos de cambio considerablemente sin conseguir amplias depreciaciones de su tipo de cambio real. Un caso extremo

CUADRO N.º 3

VARIACIONES EN LOS TIPOS DE CAMBIOS NOMINALES Y REALES ENTRE MARZO DE 1973 Y DICIEMBRE DE 1982

PAISES	Efectivo nominal (1)	Efectivo real (2)	Inflación 1973-82 (3)
Estados Unidos	+ 18,7	+ 19,1	96,6
Japón	+ 19,5	- 14,3	75,7
Reino Unido	- 25,9	+ 30,1	167,9
Alemania	+ 47,3	- 2,6	47,8
Francia	- 22,5	- 4,6	129,5
Italia	- 55,3	- 9,3	220,6
Suiza	+ 84,5	+ 9,4	40,8
Bélgica	- 5,1	- 23,5	80,5
Austria	+ 27,1	+ 8,2	61,2
Suecia	- 30,7	- 14,9	117,0
España	- 45,8	- 11,2	213,5
España (4)	- 40,4	- 5,3	-

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

(4) Ponderado por el comercio con el resto del mundo y ajustado por los precios al consumo.

Fuente: *World Financial Markets* y elaboración propia.

es el del Reino Unido que, a pesar de depreciar su tipo de cambio nominal en un 26 por 100 en dicho período, ha visto su tipo de cambio real apreciado incluso en mayor medida.

En cuanto a España, la relación entre movimientos del tipo de cambio efectivo nominal y real es bastante alta. Si se tiene en cuenta el índice de tipo de cambio efectivo real medido por los precios al por mayor de productos industriales y ponderado por el comercio frente a los 15 países más desarrollados, se ha tenido que variar el índice efectivo nominal en cuatro puntos para mejorar en un punto el tipo de cambio real. Si se toma en cuenta el índice de tipo de cambio efectivo real frente al mundo medido por los precios a consumo, la relación es de 8 puntos de variación del índice efectivo nominal para conseguir un punto de variación del índice efectivo real. Todo ello, naturalmente, deriva del comportamiento de los precios interiores, ya sean al por mayor o al consumo, y de sus diferencias respecto de los países con quienes se comercia, así como de la rigidez a la baja de los salarios. En la columna tercera del cuadro n.º 3 podemos observar cómo la inflación medida por los precios al consumo en el período ha sido del 213 por 100, es decir tres veces más que Estados Unidos, una vez y media más que Francia, y cinco veces más que Alemania o Suiza.

## **EL TIPO DE CAMBIO COMO INSTRUMENTO DE POLITICA ECONOMICA EN ESPAÑA**

La política de tipo de cambio en España se puede considerar como muy intervencionista, y además implica un desafío a la teoría y política económica ortodoxas. Efectivamente, esta última nos enseña que, en política monetaria, se debe utilizar como objetivo la oferta monetaria cuando la demanda de dinero es una función estable del producto nacional y del nivel de precios, o que se debe utilizar el objetivo tipos de interés cuando la demanda de dinero no es una función tan estable, ya que, debido a la preferencia por la liquidez, las fluctuaciones de la demanda de dinero están positivamente correlacionadas con las fluctuaciones de los tipos de interés. Aunque aquí existe siempre el problema de que el tipo de interés de mercado es la suma del tipo de interés real más la tasa esperada de inflación, y puede ocurrir que una fluctuación del tipo de interés de mercado no se deba a una variación del tipo real debido a movimientos en la demanda de dinero, sino a cambios en la productividad de la inversión o en la tasa esperada de inflación. También nos dice la teoría que el tipo de cambio puede utilizarse como objetivo cuando las fluctuaciones en la demanda de dinero son la causa dominante de las variaciones del tipo de cambio, porque se producen fenómenos de sustitución entre la moneda nacional y las monedas extranjeras si el control de cambios lo permite. El problema aquí reside en que el

tipo de cambio puede estar influenciado por otros factores que no son exclusivamente monetarios.

Pues bien, si la teoría dice que debe de utilizarse, según el grado de desarrollo financiero de la economía y de su grado de apertura externa, etc., un solo objetivo de los tres, en España se utilizan los tres objetivos al mismo tiempo. Se actúa sobre las disponibilidades líquidas y al mismo tiempo se actúa sobre los tipos de interés y sobre el tipo de cambio.

Decíamos que era muy intervencionista la política de tipo de cambio por el arsenal de controles que la arropan. Tenemos en España un sistema de control de cambios variadísimo, complicado, oscuro en ocasiones, y que abarca todas las transacciones posibles de la balanza de pagos, desde licencias y contingentes de importación hasta autorizaciones de transacciones invisibles, de capitales a largo y a corto plazo, regulaciones bancarias sobre las posiciones de contado y de plazo, además de la intervención diaria en los cambios.

A pesar de ello, no se ha conseguido hasta ahora aislar la política monetaria, las variaciones de los tipos de interés, y las variaciones de los precios, de las extranjeras. Alguien ha dicho que el control de cambios, hoy en día, en la situación de alta movilidad de mercancías y capitales, es como intentar mantener una casa caliente cuando las puertas y ventanas están abiertas y sopla un viento helado. Pues bien, quizá porque pensamos que estamos en un país mediterráneo y el viento no es tan glacial, aquí continua-

mos echando leña a la chimenea.

También conviene decir aquí de una manera exculpatoria, en primer lugar, que la política de tipo de cambio en estos últimos años ha sido especialmente difícil de llevar a cabo por las enormes fluctuaciones de los cambios, y en segundo lugar, que es muy fácil criticar la política de tipo de cambio *a posteriori*, cuando ya se conocen sus efectos sobre la balanza corriente, los precios, etc.

El hecho es que el Banco de España está autorizado a intervenir diariamente en el mercado de cambio de contado e indirectamente en el de plazo. Cada mañana fija unos cambios peseta/dólar de intervención de compra y venta de contado que comunica a las entidades delegadas y que va alterando en el curso de la jornada. Estos cambios de intervención se fijan de acuerdo con los objetivos de la política monetaria y los objetivos en términos de índices de cotización efectiva de la peseta, bien sea frente al mundo, los países de la OCDE, o los países de la CEE. Normalmente, salvo casos excepcionales, los cambios de intervención se alteran tan pronto como la presión es muy fuerte; se trata más bien de una política de *leaning against the wind* que de una política de mantener los objetivos a ultranza, aunque no siempre ha sido así.

Conviene aquí hacer, sin embargo, una precisión, y es que el Banco de España interviene diariamente por dos motivos: en primer lugar, por mantener unos objetivos de tipo de cambio, pero también para suministrar o detraer divisas de los operadores, ya que las regula-

ciones bancarias del control de cambios no permiten que las entidades financieras que actúan diariamente en el mercado de cambios posean posiciones de contado en divisas superiores a una cierta cantidad, que no es suficiente cuando se presentan pagos importantes por operaciones comerciales o de capital (por ejemplo, petróleo o amortizaciones de grandes créditos). Por ello, parece incomprensible algunos días que los movimientos de la peseta no coincidan con la intervención compradora o vendedora neta de divisas por el Banco de España, ya que éste se ha limitado a detraer divisas que no podían mantener los bancos en su posición o a suministrar divisas cuando su posición no era suficiente para hacer frente a los pagos en divisas del día.

### **BREVE HISTORIA DE LOS AJUSTES Y DESAJUSTES VIA EL TIPO DE CAMBIO**

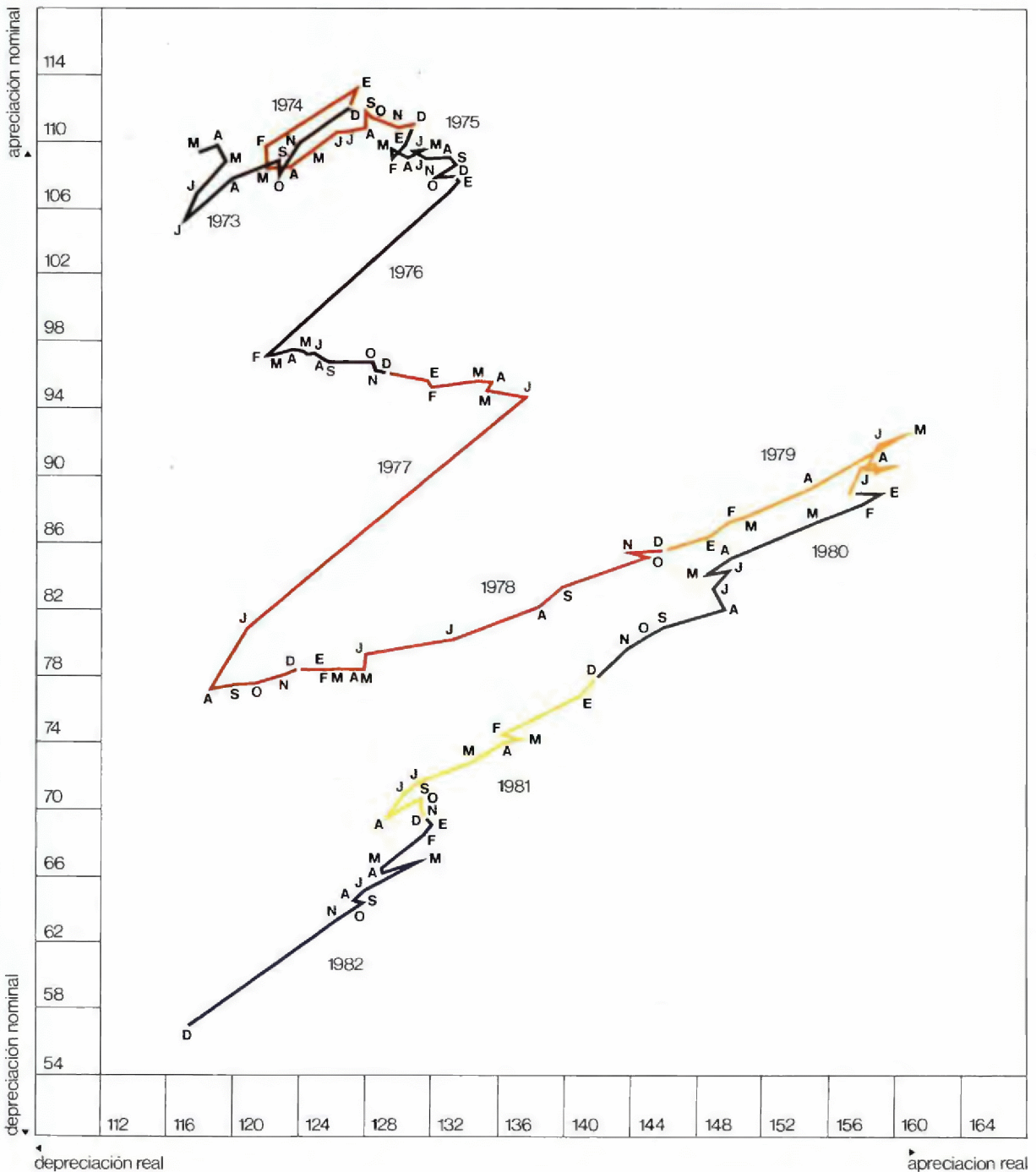
En el gráfico 5 tenemos una primera visión de lo que han sido, mensualmente, las variaciones de los índices de tipo de cambio nominal y real frente al mundo medidos por los precios al consumo. La curva está diseñada expresamente para recoger de una forma integrada los movimientos de ambos índices.

Vemos cómo la historia del tipo de cambio de la peseta frente al mundo, en estos últimos diez años, ha consistido en una alta dosis de sobresaltos y de permanente alejamiento de la situación de equilibrio, que pudiéramos decir, con grandes restricciones, que es la de mediados de 1973, en que nuestra balanza por cuenta corriente se

encontraba en equilibrio con un ligero superávit, aun cuando la situación de los mercados exteriores no era la más apropiada.

Este alejamiento permanente de la situación de equilibrio sólo ha podido ser contrarrestado mediante sucesivas devaluaciones. La primera, en febrero de 1976, que fue una medida aislada de otras actuaciones de política económica, una respuesta retrasada a la situación de desequilibrio de la balanza de pagos posterior al primer choque de los precios del petróleo, y una medida de previsión de futuras presiones sobre la peseta por la situación de incertidumbre derivada de la transición política. La ganancia en competitividad derivada de la devaluación se perdió en pocos meses, la balanza corriente siguió incrementando sus déficits por cuenta corriente, la presión sobre la peseta alcanzó extremos alarmantes y hubo que acudir a una nueva devaluación postelectoral en julio de 1977, medida complementada con otras de apoyo y ajuste interno fiscal y monetario, que produjo una mejora inmediata en la cuenta corriente de nuestra balanza de pagos y que permitió mantener superávits en 1978 y 1979, a los que ayudó ciertamente la caída en los precios reales del petróleo. El nuevo choque energético de finales de 1979 nos llegó con una peseta sobreevaluada en exceso y provocó unos déficits crecientes por cuenta corriente que no pudieron ser contrarrestados con la permanente caída de la peseta, y que en diciembre de 1982 obligaron a una nueva devaluación, con la que se ha conseguido finalmente situarse a los niveles de competitividad de julio de 1973 y julio de 1977, eso sí, con una

**GRAFICO 5  
EVOLUCION DEL INDICE DE TIPO CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FRENTE  
AL MUNDO, Y DEL INDICE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL  
FRENTA AL MUNDO MEDIDO POR LOS PRECIOS AL CONSUMO  
Base 100 = 1970**



depreciación de 50 puntos en el índice de tipo de cambio efectivo nominal.

Esta historia de idas y venidas y de devaluaciones bruscas es un primer indicio de que la política de tipo de cambio seguida no se ha adaptado al resto de la política económica, ya que, de haber sido así, tales devaluaciones no hubieran sido necesarias.

Un paso más en el análisis de la política cambiaria lo suministra el gráfico 6, en el que se analiza la evolución mensual del tipo de cambio de la peseta desde 1973 a 1982 en sus diferentes formas; es decir, por un lado, el tipo de cambio peseta/dólar; por otro, los índices de tipo de cambio efectivo ponderado por el comercio frente al mundo y frente a la CEE, y los índices de tipo de cambio efectivo real ajustado por los precios al consumo frente al mundo y frente a la CEE. Por último, el saldo mensual de balanza corriente en miles de millones de pesetas.

La política de intervención en los cambios marcada, en líneas generales, por las autoridades económicas e instrumentada diariamente por el Banco de España, se suele aplicar en base a los índices diarios de tipo de cambio efectivo frente al mundo, a la OCDE y a la CEE que se consideran objetivos alternativos para determinar el grado de intervención.

A la vista del gráfico, se puede observar que, a partir de la crisis energética de finales de 1973, se sigue una política de mantenimiento del tipo de cambio peseta/dólar durante todo el año 1974 y gran parte de 1975, dejando moverse más libremente los índices de tipo de cambio

efectivo. Este mantenimiento de la cotización peseta/dólar supone una permanente apreciación del índice de tipo de cambio efectivo real frente al mundo y, consiguientemente, una pérdida de competitividad y un déficit creciente en el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente, que alcanza más de 3.000 millones de dólares en 1974 y más de 4.000 millones de dólares en 1975. Únicamente en los meses finales de 1975, ante la apreciación del dólar, se deja caer la peseta ligeramente. La situación se hace realmente insostenible con el tipo de cambio peseta/dólar mantenido, y en febrero de 1976 hay que recurrir a la primera devaluación.

Tras esta primera devaluación, se cambia a una política de mantenimiento del índice de tipo de cambio efectivo frente al mundo con un ligerísimo deslizamiento mensual. El resultado es una rápida y vigorosa apreciación del índice de tipo de cambio efectivo real frente al mundo que sube cerca de 10 puntos porcentuales, o lo que es lo mismo, una gran pérdida de competitividad que a finales de 1976 hace que el déficit por cuenta corriente fuera aún mayor, a pesar de la devaluación, alcanzando 4.300 millones de dólares. Es realmente difícil admitir un mantenimiento del índice de tipo de cambio efectivo frente al mundo cuando nos encontrábamos con una tasa de inflación que superaba el 20 por 100, mientras la de los países de la OCDE estaba en media por debajo del 10 por 100.

La situación a mediados de 1977 vuelve a ser realmente insostenible. Los descuentos a plazo de la peseta son desorbitados, la balanza por cuenta

corriente se encuentra con un déficit récord cercano a los 6.000 millones de dólares, y las reservas caen a su nivel más bajo de los últimos años.

La devaluación obligada de julio de 1977, realizada por un nuevo gobierno con una política económica firme, que despeja muchas de las incógnitas respecto de las incertidumbres de la transición política, da un vuelco a las expectativas de la peseta que, a partir de ese momento, empieza una tendencia alcista, al tiempo que mejora radicalmente la situación de la balanza de pagos. Los movimientos especulativos se vuelven favorables a la peseta y ésta empieza a sufrir una presión alcista desconocida en muchos años.

Este cambio radical de la situación deriva, en primer lugar, de que el tipo de cambio efectivo real de la peseta vuelve a recuperar los niveles de mediados de 1973, anteriores a la crisis energética, con lo que la competitividad mejora extraordinariamente; en segundo lugar, de que la devaluación del 20 por 100 viene acompañada de las necesarias medidas de restricción monetaria y de política de rentas (Pactos de la Moncloa); por último, de la indudable mejora de las expectativas políticas ante un nuevo gobierno democrático que pone fin al primer y más difícil período de transición.

La mejora de la situación cambiaria va a durar dos años, hasta mayo de 1979, en que se produce la segunda crisis del petróleo. Durante dicho período, la política de tipo de cambio vuelve a ser inicialmente, y de nuevo, de mantenimiento del índice de tipo de cambio efectivo frente al



mundo, pero la progresiva caída del dólar en dicho período y la presión alcista creciente sobre la peseta hace que se vaya permitiendo una apreciación gradual del índice de tipo de cambio efectivo de la peseta frente al mundo, con lo que el tipo de cambio real entre julio de 1977 y julio de 1979 se aprecia en 40 puntos porcentuales a pesar de una mejora en 10 puntos de la tasa de inflación.

Sin embargo, y paradójicamente, ante una pérdida de competitividad tan enorme, la balanza por cuenta corriente mejora sustancialmente arrojando superávits de 1.500 y 1.100 millones de dólares en 1978 y 1979. Igualmente la balanza global mejora sustancialmente, arrojando menos de reservas se duplica en ambos años. La pérdida de competitividad se iba a notar posteriormente.

Aparte de los retrasos típicos que derivan de los ajustes bruscos vía tipo de cambio, la razón viene determinada en buena parte, y en primer lugar, por la caída en términos reales del precio relativo del petróleo que se ve además acentuada por la apreciación de la peseta frente al dólar, lo que reduce considerablemente en pesetas el peso del petróleo en la balanza corriente; y, en segundo lugar, por la masiva entrada de capitales derivada de los tipos de interés a corto plazo de la peseta que, como consecuencia de la política monetaria restrictiva, llegan a superar en un determinado momento el 70 por 100.

Lo que ocurre en dicho período es lo que se ha venido a llamar un círculo «virtuoso» del tipo de cambio y de la balanza de pagos. La presión sobre la peseta, con entradas masivas

de capitales hace que, para mantener los objetivos de política monetaria en términos de disponibilidades líquidas, sea necesario esterilizar las entradas de capitales, lo que lleva a que los tipos de interés suban y a que las empresas privadas acudan a los préstamos exteriores que salen mucho más baratos en términos de coste, al tener tipos de interés más bajos, y de los que existe disponibilidad, ya que los préstamos en pesetas, con un déficit público creciente y un crédito al sector privado menguante (es decir, un *crowding out* en toda regla), son prácticamente inexistentes salvo para algunas empresas de élite controladas por los bancos.

A partir de enero de 1980 la segunda crisis energética de un lado, el deterioro interno de la economía española de otro y, por último, el cambio de la política monetaria americana del objetivo de tipos de interés al de oferta monetaria, al tiempo que deja de intervenir en el mercado de cambios, dan de nuevo un vuelco a la situación exterior española, en la que la fuerza centrípeta del círculo virtuoso prácticamente desaparece.

La presión sobre la peseta se vuelve de signo contrario, la balanza por cuenta corriente reinicia sus déficits crecientes y la balanza de capitales empieza a empeorar a pesar del enorme crecimiento del endeudamiento bruto.

Las autoridades monetarias, ante la escalada del dólar, derivada de las alzas récord de los tipos de interés en el mercado americano, cambian de estrategia y deciden fijar el objetivo de tipo de cambio en términos de mantenimiento del índice efectivo frente a la CEE, tal como

puede observarse en el gráfico, a partir de marzo de 1980. Desde ese momento los índices del tipo de cambio efectivo y efectivo real frente al mundo empiezan a depreciarse, aunque menos de lo necesario, dada la situación cada vez más grave de balanza corriente, y el tipo de cambio real frente a la CEE inicia una escalada gradual, con la consiguiente pérdida de competitividad respecto de un grupo de países que absorbe cerca del 50 por 100 de nuestras exportaciones. Los déficits por cuenta corriente superan los 5.000 millones de dólares en 1980 y 1981, y la situación vuelve a conducirnos, inexorablemente, hacia una tercera devaluación que desgraciadamente, y por motivos políticos, se retrasa hasta que el nuevo gobierno socialista toma el poder.

Este largo retraso hace que a mediados de noviembre, con un clima máximo de incertidumbre política, la presión sobre la peseta alcance características inusitadas, con descuentos en el mercado de plazo no intervenido (Londres) de cerca del 30 por 100 a un mes. Las autoridades monetarias, sin embargo, siguen con su política inexorable de mantenimiento del índice efectivo frente a la CEE, con lo que la intervención llega a ser masiva y la pérdida de reservas en los meses de octubre y noviembre enorme. Conviene de todas maneras puntualizar que, ante las presiones especulativas fuertes y persistentes, y mientras no se toma una decisión de política económica coherente y firme, que es lo que intenta el nuevo gobierno el día que toma posesión, no existe más alternativa que mantener la política de intervención masiva y de defensa del tipo de

cambio. El Banco de España se encontraba en una situación extremadamente difícil por la ausencia de gobierno, y en estos casos dejar caer el tipo de cambio o forzar un alza de los tipos de interés a corto plazo son medidas que los especuladores descuentan inmediatamente sin que aminore la especulación, ya que son medidas aisladas que no responden a un planteamiento global de la política económica.

## **SALARIOS, PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO**

El análisis anterior de la política de tipo de cambio queda incompleto si no se intentan descubrir las razones por las que se ha mantenido la peseta dentro de unos objetivos algunas veces demasiado estrictos y no se ha dejado que el tipo de cambio se depreciara con mayor intensidad para mantener los niveles de competitividad, evitando así devaluaciones bruscas.

La razón que parece más lógica es la derivada de que el objetivo de ajuste exterior se ha supeditado a otros objetivos internos, y que el mantenimiento del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta ha venido obligado por la necesidad de conseguir unos objetivos internos fundamentalmente de salarios y precios. O, más bien, que los objetivos internos no se han alcanzado y se ha utilizado el tipo de cambio para intentar inútilmente, o a un alto coste, compensar el fracaso en la consecución de dichos objetivos.

Efectivamente, partamos del hecho de que existen dos tipos de salario real: aquel que viene medido por los precios al con-

sumo, que es el que interesa mantener al trabajador para no perder capacidad de compra, y aquel que se mide por los precios de los bienes y servicios finales que el trabajador contribuye a producir, que es el que interesa al empresario en términos de empleo del trabajador.

El salario real que sirve de referencia en las negociaciones salariales es el primero; es decir, aquel salario monetario que tiene como denominador el nivel de precios al consumo. Ahora bien, los precios al consumo tienen un componente nacional, los precios de bienes y servicios de producción nacional, y otro componente de importación, los precios de los bienes y servicios finales importados. Mientras que los precios de los bienes y servicios producidos por el trabajador tienen un componente nacional mucho mayor. Luego ambos salarios reales pueden diferir en sus movimientos si el componente de precios de bienes y servicios de importación varía mientras el componente nacional se mantiene estable (5).

Si las importaciones se abaratan, por una apreciación del tipo de cambio o una caída de los precios de importación en moneda extranjera, mejorará el salario real en términos de precios al consumo, o, por el contrario, empeorará con una depreciación del tipo de cambio o un aumento de los precios de importación cifrados en moneda extranjera. Es decir, existe una estrecha conexión entre la relación real de intercambio y los salarios reales.

Pasemos al caso de España. El encarecimiento de la energía importada derivado de ambas crisis del petróleo provoca un

aumento de los precios internos, porque los empresarios repercuten los mayores costes energéticos en los precios de los bienes y servicios finales, y, al mismo tiempo, una caída de los salarios reales, inducida por el aumento de los precios de importación y de los precios nacionales elevados por los empresarios. Los trabajadores se resistirán a esta caída exigiendo unos salarios monetarios más elevados, lo que aumentará de nuevo el coste de los bienes y servicios producidos por ellos, y el empresario, para no reducir sus márgenes de beneficio, repercutirá los aumentos de los costes de trabajo sobre los precios finales, con lo que se genera una espiral precios-salarios y se entra en un círculo vicioso, ya que, al perderse competitividad por mayor precio de los productos de exportación derivado del mayor coste de los *inputs* energéticos importados y del mayor coste del trabajo, se tendrá que depreciar el tipo de cambio. La depreciación del tipo de cambio, al aumentar los costes de los productos de importación, cebará el proceso y la espiral inflacionista. Conviene recordar aquí, sin embargo, que en la descripción de este proceso, y con el deseo de mantener la explicación en términos sencillos, no se han introducido dos elementos que pueden matizar su desarrollo, como son los costes de la seguridad social y, sobre todo, la productividad.

La única manera de detener el círculo vicioso parece ser, en principio, negarse a financiar la espiral inflacionista con una expansión monetaria acomodante. Pues bien, lo que las autoridades económicas españolas han estado haciendo es lo siguiente:

Por un lado, y a partir de la devaluación de 1977, han reducido paulatinamente el crecimiento de la oferta monetaria, al tiempo que han intentado reducir el crecimiento de los salarios mediante pactos a dos bandas entre empresarios y trabajadores o a tres bandas, con la intervención de la Administración. Con ello se ha intentado reducir la tasa de inflación.

Por otro lado, han intentado reducir el deterioro de la relación real de intercambio derivado del aumento de los precios energéticos de importación manteniendo el tipo de cambio efectivo nominal, o, lo que es lo mismo, dado el aumento de precios nacionales, apreciando el tipo de cambio efectivo real. Con ello se ha intentado conseguir un menor efecto inflacionista —derivado de los aumentos de los precios de importación de productos energéticos, que hubiera sido mucho mayor si se hubiese depreciado el tipo de cambio— y un mantenimiento de los salarios reales para evitar que el aumento del componente de precios de importación en los precios de consumo inicie un movimiento de respuesta de los salarios monetarios.

Es decir, lo que parece haberse intentado con el mantenimiento del tipo de cambio nominal, y con la consabida apreciación del tipo de cambio real, es evitar un mayor proceso inflacionista interno y un mayor crecimiento, como respuesta, de los salarios monetarios.

Ahora bien, esto supone una mejora de la relación real de intercambio respecto del resto del mundo, o lo que es lo mismo, un deterioro de la relación real de intercambio del resto del

mundo con España. Un pequeño país como el nuestro, sin poderes monopolísticos u oligopolísticos en ningún producto, no podrá imponer tal relación real de intercambio al resto del mundo, que buscará suministradores sustitutivos y más baratos de nuestros productos. Nuestra pérdida de competitividad traerá consigo un déficit creciente por cuenta corriente y, de no poder financiarlo, acabará en una obligada devaluación de nuestro tipo de cambio.

Estos renovados intentos de mantener o mejorar nuestros salarios reales a costa del mundo, vía el mantenimiento del tipo de cambio han acabado, como hemos visto anteriormente, en devaluación, con lo que los temidos efectos de la depreciación del tipo de cambio sobre los precios y salarios se han recibido de golpe en lugar de gradualmente, como hubiera sido el caso con una política más flexible del tipo de cambio.

La política de mantenimiento del tipo de cambio que ha seguido España sólo es posible llevarla a cabo cuando la productividad en la industria es tan alta que los precios de exportación aumentan mucho más lentamente que los precios al consumo, con lo que se mantiene en parte la competitividad externa, tal como ha sucedido en Japón o Alemania.

En España, por el contrario, en los últimos tres años la productividad ha remitido en su tasa de crecimiento, los salarios reales se han mantenido con un crecimiento positivo, la tasa de inflación no se ha reducido, sino que ha aumentado su diferencial con el resto de los países, y el déficit del sector público se ha más que duplicado. Es de-

cir, que el único ajuste se ha realizado vía aumento del desempleo. Sobre esta base es realmente imposible mantener el tipo de cambio a niveles más o menos constantes. Con ello sólo se consiguen unas intervenciones masivas en los mercados de cambio y, finalmente, el recurso obligado a la devaluación.

## **TIPO DE INTERES Y TIPO DE CAMBIO**

Conviene señalar aquí la estrecha relación que existe a corto plazo entre el tipo de cambio y el tipo de interés. Excluyendo el factor riesgo, los países con tipos de interés más altos atraerán más capital que los países con tipos de interés más bajos y, por lo tanto, su tipo de cambio se apreciará, vía la cuenta de capital, e inversamente se depreciará el tipo de cambio de los países con tipos de interés más bajos. 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 tiempo en que invierta en dichos activos.

Por ello, el tipo de cambio debe 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.

Así, excluyendo factores de riesgo político y otros, si en los Estados Unidos aumentan los tipos de interés y su diferencial respecto de los de España, los inversores españoles, si el con-

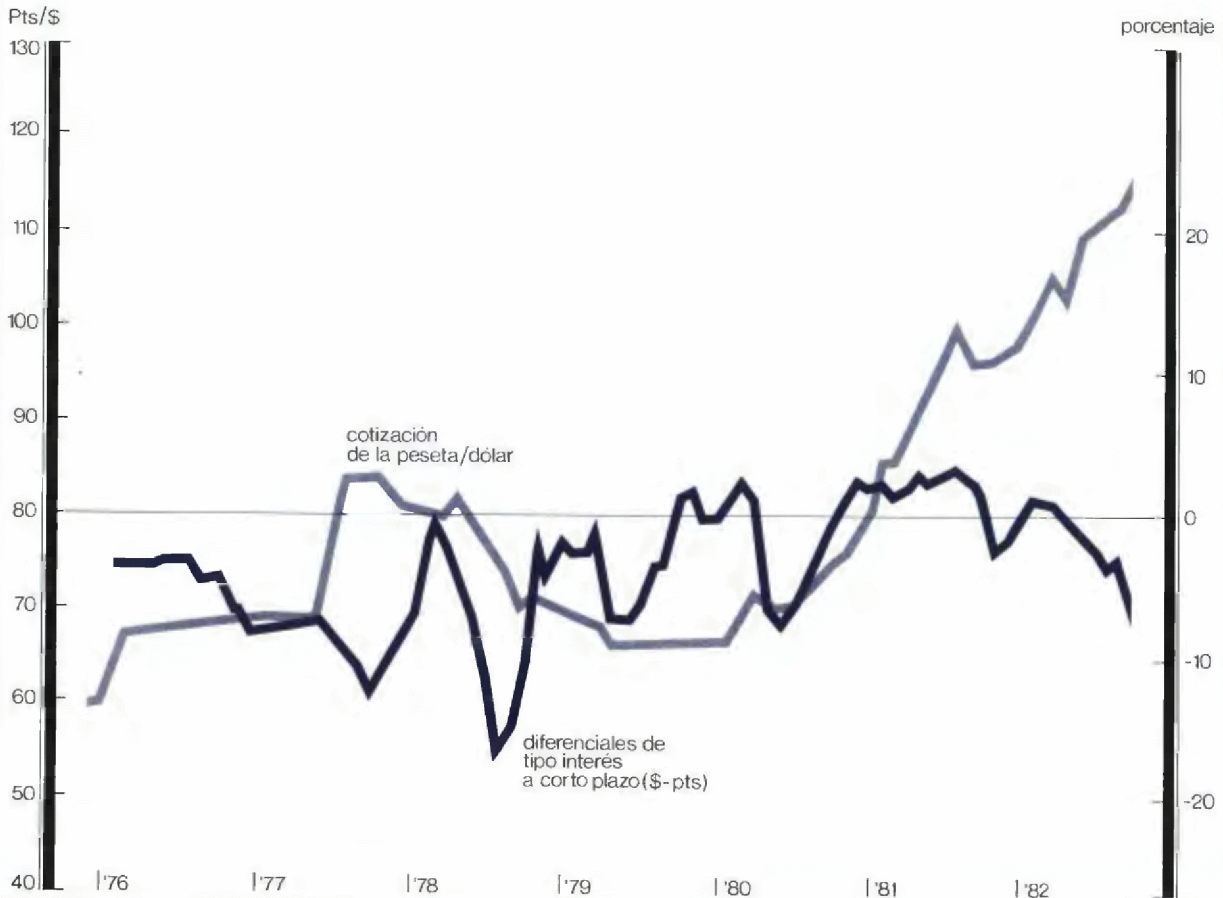
trol de cambios se lo permite, optarán por comprar dólares e invertirlos en el mercado americano a una tasa de interés más alta. Al aumentar la demanda de dólares, se apreciará el dólar. Si el inversor no es un puro especulador, se cubrirá del riesgo de cambio vendiendo los dólares a plazo por el período que dure la inversión. La oferta de dólares a plazo hará que el dólar se sitúe a descuento respecto de la peseta hasta que el margen de descuento, es decir, el coste del seguro de cambio en tanto por ciento anual, igua-

le al diferencial de interés y no sea rentable seguir invirtiendo en dólares en el mercado americano.

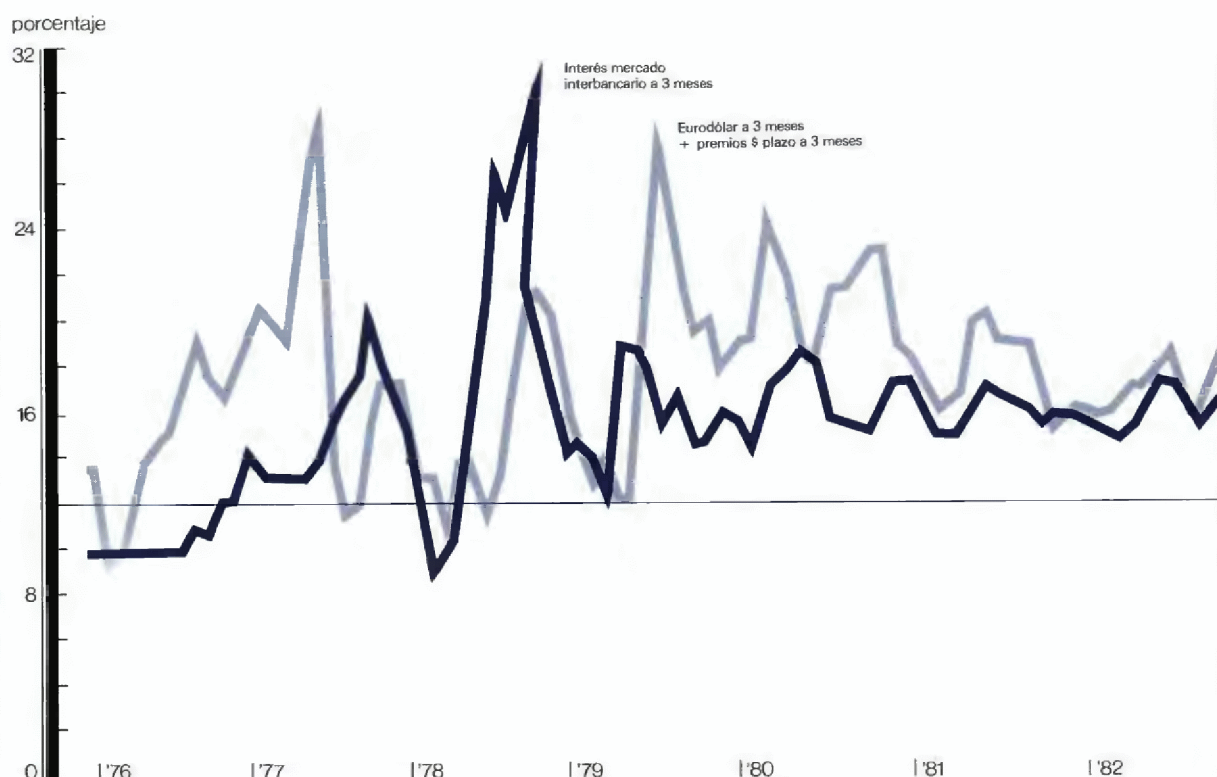
¿Juega la «teoría de la paridad de intereses», que así se llama a este análisis, en el caso español? En el gráfico 7 comparemos la evolución de la cotización peseta/dólar con los diferenciales de interés entre ambas monedas. Dado que en la mayor parte del período recogido los tipos de interés a corto plazo de la peseta han sido superiores a los del dólar, lo lógi-

co hubiera sido una mejor cotización de la peseta respecto del dólar de la que ha tenido. En teoría, los movimientos en el gráfico de la curva del tipo de interés hacia arriba y hacia abajo tendrían que ser seguidos a corto plazo por movimientos de igual sentido de la curva de cotización de la peseta/dólar. En la realidad se nota cierta evolución similar, aunque a partir de 1981 es completamente divergente, ya que los tipos de interés de la peseta van siendo progresivamente superiores a los del dólar, mientras la peseta se

**GRAFICO 7**  
**DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERES DEL DOLAR**  
**Y LA PESETA A TRES MESES (Dólares menos pesetas)**



**GRAFICO 8**  
**TIPOS DE INTERES A TRES MESES**  
**Y TIPO DE CAMBIO A PLAZO**



deprecia tendencialmente, lo que indica unas expectativas de depreciación más fuertes que la paridad de intereses. En el gráfico 8 se da un paso más para observar el juego de la paridad de intereses comparando el tipo de interés a tres meses en el mercado interbancario español con el tipo del eurodólar a tres meses, que es la alternativa de inversión más lógica. Para situar ambas alternativas en pie de igualdad, se la ha sumado el premio del dólar sobre la peseta o se le ha restado el descuento. Para que la paridad

de intereses juegue plenamente, las dos curvas deben seguir movimientos totalmente armónicos, lo que no parece ser el caso a la vista del gráfico, salvo quizás durante el año 1982 en el que el movimiento de ambas curvas es mucho más armónico.

¿A qué se debe este comportamiento del tipo de cambio a corto plazo? Se pueden enumerar varias razones. Los controles sobre los tipos de interés de un lado, y la falta de mercados financieros competitivos de

otro, han hecho que no se dis ponga ni entre las autoridades económicas, ni entre los agentes del mercado, de suficiente información sobre el nivel y estructura de los tipos de interés, lo que hace difícil cualquier política de tipo de cambio a corto plazo. En segundo lugar, las normas de control de cambios no permiten la cobertura a plazo de todos los pagos al exterior, salvo los derivados de importaciones de mercancías y el reembolso de los depósitos de no residentes en pesetas convertibles. Esto, unido a la inter-

vención indirecta, pero sistemática, de las autoridades monetarias en el mercado de plazo, hace que las cotizaciones a plazo de la peseta con el dólar no reflejen fielmente ni la paridad de intereses ni los tipos de cambios esperados.

En consecuencia, la política de tipo de cambio a corto plazo ha tenido que ser más bien tentativa y no ha permitido la consecución del volumen deseado de entradas de capital a corto plazo.

## **ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO**

Otra razón por la que se puede haber justificado, en parte, el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevalorado es el tamaño de nuestra deuda exterior. Entre 1973 y 1982 nuestra deuda externa, calculada a tipos de cambio de mercado, ha crecido un 725 por 100, pasando de 3.490 millones de dólares a finales de 1973 a 28.772 millones de dólares a finales de 1982. Esto hace que en la actualidad la deuda total represente un 16 por 100 de nuestro PIB y que el servicio de deuda alcance un 20 por 100 de nuestras exportaciones de bienes y servicios.

Mientras tanto, nuestro tipo de cambio frente al dólar se ha depreciado en media de 1982 sobre media de 1973 en un 88 por 100. Es decir, que nuestra deuda exterior se ha encarecido aproximadamente en dicho porcentaje. Supongamos un crédito *bullit* de 10 millones de dólares que un determinado prestatario contrató en 1973 a diez

años y lo hubiera tenido que amortizar de una sola vez en 1982. Al cambiarlo a pesetas en 1973 el crédito le supuso 580 millones de pesetas y al devolverlo en 1983 le costó 1.100 millones de pesetas, casi el doble.

La legislación española no permite que los prestatarios españoles puedan cubrirse del riesgo de cambio en el mercado de plazo, por lo que están sujetos a las fluctuaciones del tipo de cambio cada vez que realizan un pago de intereses y amortizaciones.

Este elemento hace que los prestatarios no sepan a ciencia cierta lo que les va a costar el crédito, especialmente en un mundo como el actual de alta vitalidad de los tipos de interés y de los tipos de cambio. Esta es la causa de que, en principio, hayan sentido una mayor atracción hacia los préstamos en divisas cuando la tendencia de la peseta ha sido de estabilidad o apreciación y de que se hayan sentido reacios a endeudarse en el exterior cuando la peseta iniciaba una tendencia depreciatoria.

En los últimos años hemos vivido casos extremos de este comportamiento, especialmente en 1978, en que la deuda externa, especialmente la privada, se incrementó en gran medida por la tendencia apreciativa de la peseta y lógicamente por los altos tipos de interés en el mercado español, causa, en parte, de dicha apreciación; y en 1982, en que la continua caída de la peseta y una mayor disponibilidad de fondos en el mercado interno redujeron drásticamente el recurso a los mercados exteriores, especialmente por parte de los prestatarios privados.

Ante este comportamiento puede parecer lógico que las autoridades económicas, que se han enfrentado a importantes déficits por cuenta corriente que necesitan ser financiados, hayan intentado mantener el tipo de cambio para evitar el encarecimiento de la deuda externa y animar a los prestatarios a endeudarse en divisas.

Ahora bien, este argumento tampoco es totalmente válido para el caso de España, ya que nuestra tasa de inflación ha sido superior a la depreciación del tipo de cambio, con lo que los bienes y servicios producidos por los prestatarios con las divisas tomadas a préstamos han podido producir unos ingresos superiores al aumento del coste de amortización de dichos recursos. A menos, claro está, que dichos préstamos hayan sido utilizados para cubrir pérdidas o para gastos que no sean de inversión.

Lo que el prestatario tiene es fundamentalmente la incertidumbre sobre el coste de amortización e intereses del préstamo y, por ello, la solución al problema de no poder conseguir financiar el déficit corriente con endeudamiento y tener que acudir a reducir las reservas pasa por permitir que los prestatarios puedan cubrirse del riesgo de cambio en el mercado de plazo, pagando el coste correspondiente de dicho seguro, o permitir que puedan adquirir activos financieros en la misma divisa y al mismo plazo en que contraen sus pasivos. De no ser así, lo único que se consigue es que los prestatarios sean especuladores a la fuerza y que, por regla general, acumulen pérdidas no deseadas.

## CONCLUSION

De cara al futuro, es de esperar que estas devaluaciones nos sirvan de experiencia para el diseño de nuestra política de tipo de cambio, que debe ser una política de respuesta más que de iniciativa, ya que el tipo de cambio, al fin y al cabo, es el precio resultante de las variaciones de toda una serie de macromagnitudes internas y externas, y se limita a reflejar las diferencias entre las políticas económicas que se aplican en unos países y otros y las expectativas que de ellas se derivan. Si no se quieren ajustar dichas diferencias, que están en el origen de los desequilibrios externos, habrá que dejar que el tipo de cambio sea el que lleve la carga del ajuste. Pero conviene insistir en que el ajuste vía tipo de cambio no servirá de nada si al mismo tiempo no se ajustan los desequilibrios internos de la economía, y en época de crisis como la que vivimos, este ajuste requiere una buena dosis de voluntad política para ponerlo en práctica, y apoyo y solidaridad social para repartir la carga del sacrificio que conlleva.

## NOTAS

(1) JACOB FRENKEL y MICHAEL MUSSA, «Monetary and Fiscal Policies in an open economy», *American Economic Review*, May 1981.

(2) MOSHIN KHAN and MALCOM KNIGHT, «Some theoretical Policies and Empirical Issues relating to economic stabilization in developing countries», *International Monetary Fund*, Dm 82/37, June 21, 1982.

(3) A lo largo del texto se utilizan, como más representativos, dos índices de tipo de cambio (frente al mundo y frente a la CEE):

*El índice de tipo de cambio efectivo*, que se calcula ponderando los índices de variación de la peseta frente a las monedas de los países de la CEE o del mundo por el porcentaje que representa el comercio de España con cada país (suma de importaciones y exportaciones) sobre el comercio total de España con el mundo o la CEE. El procedimiento utilizado es el de medias geométricas.

*El índice de tipo de cambio efectivo real*, que se calcula ajustando el índice de tipo de cambio efectivo anterior por la variación relativa de los precios de España y de los demás países. Los índices de precios utilizados son los de precios al consumo y precios al por mayor. Este índice es una buena medida de la competitividad de nuestras exportaciones. Una subida del índice supone una pérdida de competitividad y, a la inversa, una caída del índice supone una mejora de competitividad.

El índice de precios relativos que se utiliza para ajustar dicho índice es el cociente entre los precios españoles y la media geométrica ponderada de los del grupo de países que corresponda (Mundo, CEE).

(4) NILS THYGESSEN, «Exchange rate experiences and policies of small countries, some examples of the 1970's», *Essays in International Finance*, n.º 136, Princeton, 1979.

(5) LUIS ANGEL ROJO, «Desempleo y factores reales», *PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA*, n.º 8, 1981.

(\*) Agradezco a Enrique Fuentes Quintana, Angel Rojo, Alfonso Carbajo, Gonzalo Gil y Miguel Angel Arnedo sus valiosos comentarios y sugerencias tras la lectura de un primer borrador de este artículo. Asimismo agradezco a Javier Alonso, Marcelino León y Yolanda Ayad la ayuda recibida en su confección estadística y material.