

LOS RIESGOS DE LA LIBRE CIRCULACION DE CAPITALES

En el presente artículo, **José Viñals** se propone dos objetivos. Por un lado, describir cuáles son los efectos que una mayor libertad de circulación de capitales tiene para el funcionamiento de las balanzas de pagos y para la eficacia de las políticas monetarias nacionales, tanto en un contexto de flotación como de estabilidad cambiaria. Por otro, hacer algunas reflexiones acerca de las consecuencias que se derivarán para la economía española —si se mantiene la situación actual de rápido crecimiento de la demanda y los precios— de la libre circulación de capitales en el marco de los compromisos cambiarios asumidos en el Sistema Monetario Europeo (*).

I. INTRODUCCION

LA creciente movilidad internacional de capitales, en un contexto de progresiva integración de los mercados financieros internacionales, es, sin duda, uno de los hechos económicos más trascendentes de los últimos años. En el caso específico de los países de la CEE, el proceso de integración económica y monetaria prevé la desaparición de los controles de cambios en los principales países comunitarios a partir del 1 de julio del presente año y, en el resto, tan sólo unos años más tarde.

Según ha puesto de manifiesto la literatura reciente (1), la libre circulación de capitales permite a los agentes económicos asignar inter-temporalmente sus recursos de forma que mejoren sus niveles de bienestar y, al mismo tiempo, diversificar internacionalmente el riesgo de sus carteras. Sin embargo, también existen riesgos potenciales derivados de la libre circulación de capitales.

El riesgo que más frecuentemente se ha estudiado en la literatura (2) se refiere a la incapacidad de las autoridades económicas nacionales para mantener los objetivos de tipo de cambio o de reservas exteriores establecidos, en presencia de fuertes entradas o salidas de capitales de carácter desestabilizador. De esta forma, se argumenta que la libre circulación de capitales necesariamente impone disciplina a las políticas económicas nacionales y, muy especialmente, en un marco de tipos de cambio estables.

Sin embargo, también existe el riesgo de que la mayor movilidad de capitales permita a ciertos países financiar con aparente comodidad déficit de balanza de pagos por cuenta corriente excesivos, lo que puede retrasar la puesta en marcha de las necesarias medidas de política económica y, en definitiva, crear las condiciones para una crisis de balanza de pagos en el futuro, de traumáticas consecuencias.

Por todo ello, es necesario que

los agentes económicos comprendan adecuadamente los efectos que una mayor movilidad internacional de capitales tiene sobre la capacidad de actuación de las políticas económicas nacionales. A este objetivo va dirigido el presente artículo.

II. TENDENCIAS RECIENTES

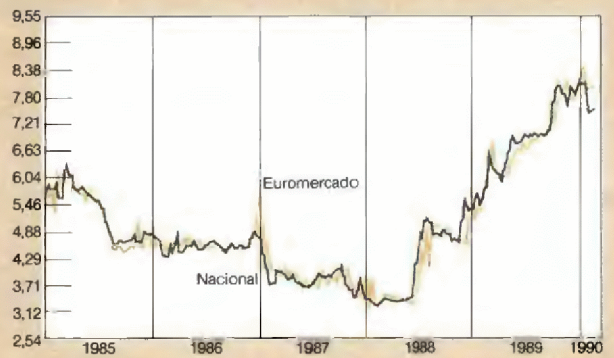
Para obtener una idea más precisa de cuál ha sido la evolución reciente de la movilidad internacional de capitales en la CEE, el gráfico 1 resume la trayectoria de los tipos de interés a un mes de los activos denominados en las monedas de los cinco principales países comunitarios, tanto en el mercado interbancario nacional (tipo de interés *onshore*) como en el euromercado (tipo de interés *offshore*).

En ausencia de trabas a la libre movilidad de capitales, las expectativas de apreciación o depreciación del tipo de cambio de una moneda se reflejarán en variaciones equivalentes de los tipos de interés de los activos denominados en dicha moneda en el mercado nacional y en el euromercado. Por lo tanto, en tales casos, ambos tipos de interés aparecerán prácticamente superpuestos en el gráfico.

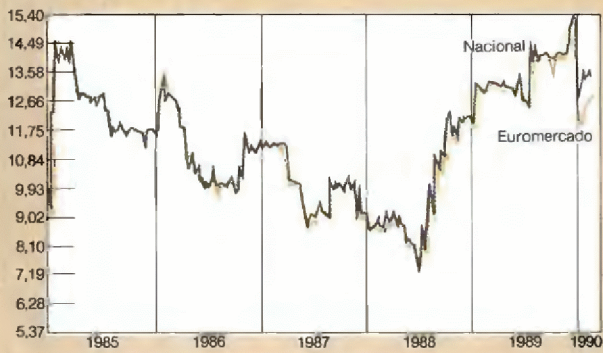
Por el contrario, cuando existen controles de cambios limitativos de la libre circulación de capitales, la evolución de los tipos de interés nacionales diferirá de la correspondiente a los tipos del euromercado, al verse impedidas las operaciones de arbitraje entre ambos mercados. En tales circunstancias, mientras el tipo de interés del euromercado fluctuará de acuerdo con las variaciones de las expectativas acerca del tipo de cambio, el tipo de interés del mercado nacional no resul-

GRAFICO 1
DIFERENCIALES DE INTERES
«ONSHORE-OFFSHORE»

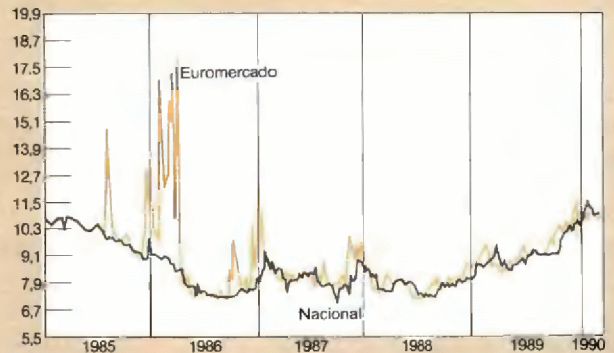
MARCO (enero 1985-febrero 1990)



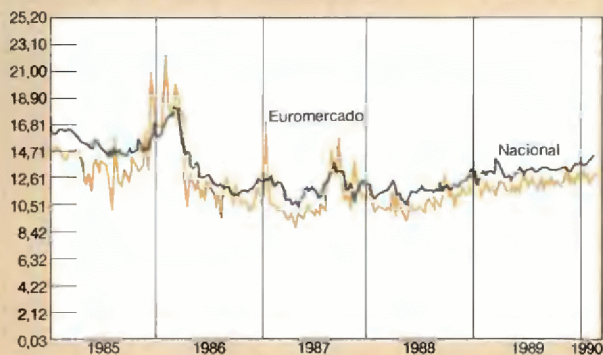
LIBRA (enero 1985-febrero 1990)



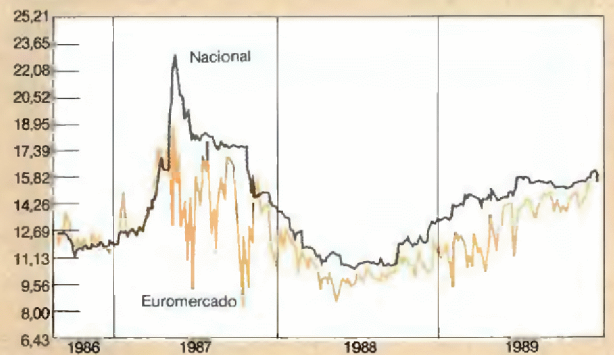
FRANCO (enero 1985-febrero 1990)



LIRA (enero 1985-febrero 1990)



PESETA (agosto 1986-diciembre 1989)



CUADRO N.º 1

**MAGNITUD Y ESTRUCTURA DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES
EN EL CONJUNTO DE PAISES DE LA CEE (a)**

	1980	1984	1985	1986	1987	1988
Magnitud						
1. Flujos de capitales (b)	343	367	489	584	676	462
2. Flujos de capitales (en porcentaje de flujos comerciales) (c)	22	15	19	27	30	18
3. Flujos de capitales (en porcentaje del PIB) (d)	15	12	15	16	18	11
Estructura						
4. Flujos de capitales a corto plazo (en porcentaje de los flujos de capitales totales) (e)	72	68	61	63	70	45

Notas:

(a) Los movimientos de capitales se refieren al conjunto de países de la CEE 12, y excluyen las variaciones de reservas oficiales y los errores y omisiones. Las cifras han sido redondeadas.

(b) Entradas más salidas de capitales, en miles de millones de ecus.

(c) (b) en porcentaje de cobros más pagos de operaciones de balanza corriente.

(d) (b) en porcentaje del PIB.

(e) Entradas más salidas de capitales a corto plazo en porcentaje de las entradas más salidas de capitales totales.

Fuente: Eurostat y elaboración propia.

tará correspondientemente afectado. Asimismo, es posible que, si los *shocks* son de origen interno, sea el tipo de interés nacional el que fluctúe en mayor proporción que lo hace el tipo correspondiente del euromercado. En cualquier caso, la existencia de un grado reducido de movilidad de capitales dará lugar a una evolución dispar de los tipos de interés nacionales y del euromercado (3).

Según se aprecia en el gráfico, la ausencia de controles de cambios en la República Federal de Alemania y en el Reino Unido, durante el período de referencia, se refleja en la estrecha evolución de los tipos de interés nacionales y del euromercado para los activos denominados en marcos y libras esterlinas, respectivamente. Por el contrario, la existencia de controles de cambio en los casos de España, Francia e Italia, durante el período, ha propiciado

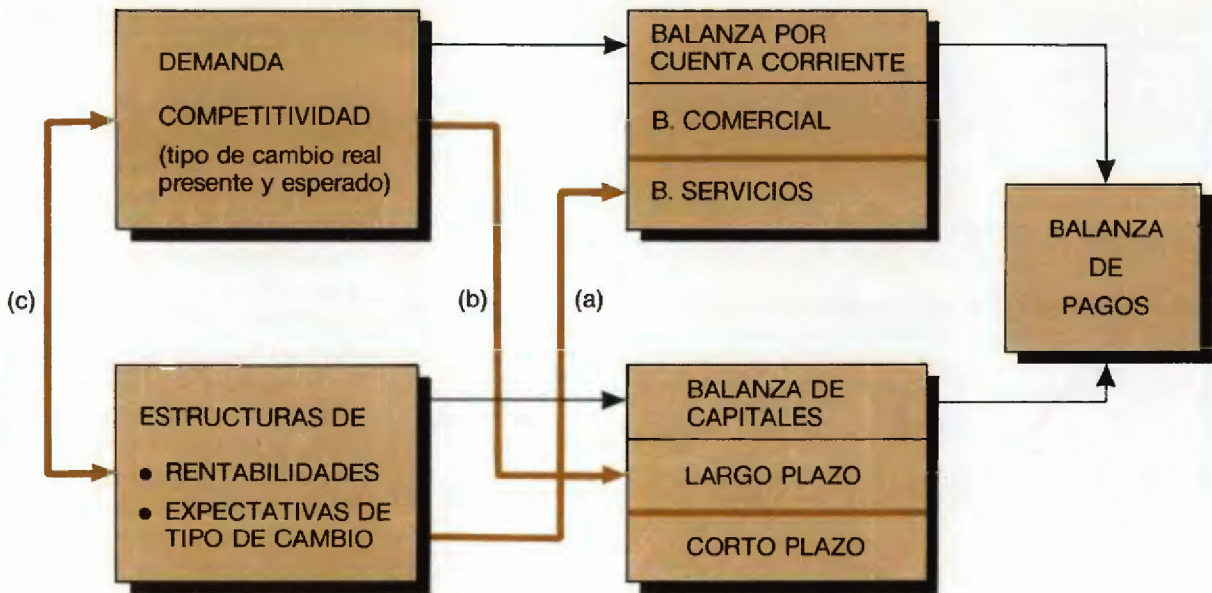
las diferencias observadas en la evolución de los tipos de interés nacionales y del euromercado (4).

No obstante, lo más destacable es el mayor acercamiento de los tipos de interés a medida que se ha ido avanzando en el período considerado, especialmente en los casos de Francia (5) e Italia. Acercamiento que, por otro lado, no se ha producido tan sólo en estos países, sino que ha sido una característica presente en la mayoría de los países industriales a lo largo de los últimos años, tal y como ha puesto de manifiesto Frankel (1989) en un reciente estudio. Sin embargo, en España ha sido precisamente en estos años cuando se han observado fuertes diferenciales de intereses, como resultado del *policy-mix* aplicado y de la reintroducción de controles de cambios sobre las entradas de capitales a corto plazo.

Conviene recordar, sin embargo, que movilidad y movimientos de capitales son cosas diferentes. Así, mientras que la movilidad se refiere a la capacidad de los agentes económicos para introducir o retirar sus capitales de un determinado país, ésta sólo se traducirá efectivamente en movimientos de capitales si existen incentivos económicos de rentabilidad para que estos agentes deseen alterar la colocación de sus capitales internacionalmente (6). Por consiguiente, dado que el estrechamiento progresivo de los diferenciales de interés en la mayoría de los países considerados respecto a períodos anteriores, como resultado de una mayor coordinación de las políticas de tipos de interés nacionales, ha reducido dichos incentivos, no sería sorprendente observar menores, y no mayores, movimientos de capitales en estos últimos años.

GRAFICO 2

LOS DETERMINANTES PROXIMOS DE LA BALANZA DE PAGOS



Notas:

- (a) La estructura de tipos de interés afecta al pago en concepto del servicio de la deuda exterior y, por tanto, a la balanza de servicios.
- (b) La demanda y la competitividad internacional pueden afectar a los movimientos de capitales a largo plazo.
- (c) Interdependencias entre variables endógenas.

En efecto, según se recoge en el cuadro n.º 1, aunque el monto global de los flujos de capitales para el conjunto de países (7) de la CEE (fila 1) ha aumentado entre 1980 y 1988, éstos se han reducido en términos relativos respecto a los flujos comerciales y al PIB comunitario (fila 3) entre dichos años. Al mismo tiempo, aunque la mayor movilidad de capitales del gráfico 1 se refiere a los flujos de corto plazo, no parece, sin embargo, que estos flujos hayan visto aumentar su importancia en estos últimos años en relación a los flujos de capitales totales (fila 4).

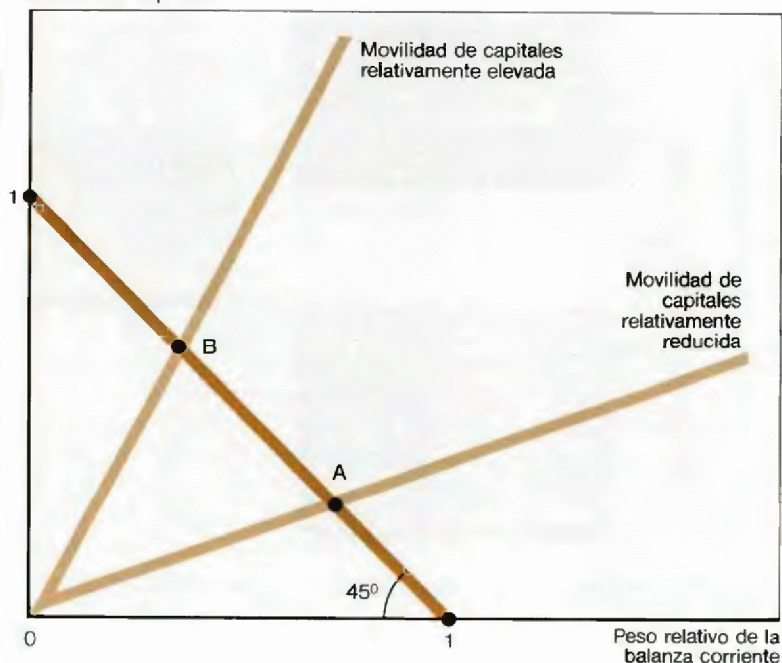
III. MOVILIDAD DE CAPITALES Y BALANZA DE PAGOS

La evolución de la balanza de pagos de cualquier país depende de dos tipos de variables: reales y financieras. Las variables reales más importantes son la competitividad internacional y la demanda agregada, las cuales, al condicionar las decisiones de producción y gasto, determinan el saldo de la balanza corriente. Entre las variables financieras, destacan los tipos de interés y las expectativas de tipo de cambio, las cuales, al condicionar las decisiones de inversión, determinan el saldo de la balanza de capitales (véase gráfico 2).

Sin embargo, la importancia relativa de uno y otro tipo de variables en el corto y medio plazo depende del grado de movilidad internacional de capitales, según ilustra el gráfico 3. Así, en un mundo caracterizado por la existencia de trabas a la capacidad del sector privado para diversificar internacionalmente sus carteras, son las variables reales las que, a través de la balanza corriente, ejercen la influencia más importante sobre la balanza de pagos y los mercados de cambios. Por el contrario, en un mundo con un grado elevado de movilidad de capitales, el peso de la balanza de capitales, y de las variables financieras en la determinación de la balanza de pagos, puede ser el más importante.

GRAFICO 3
FACTORES QUE INFLUYEN EN LA DETERMINACION
DE LA BALANZA DE PAGOS Y/O EL TIPO
DE CAMBIO EN EL CORTO PLAZO

Peso relativo de la
 balanza de capitales



De este modo, cualquier movimiento del tipo de interés o cualquier alteración de las expectativas de tipo de cambio provoca importantes movimientos de capitales y, con ello, efectos importantes en las balanzas de pagos y en los mercados de cambios (8).

Si bien es cierto que cuanto mayor sea el grado de libertad con el que circulan los capitales internacionalmente mayor resulta ser el peso relativo de las condiciones financieras en la evolución de la balanza de pagos y en el tipo de cambio, esto se produce sobre todo en el corto plazo. En el medio plazo, el saldo de la balanza de pagos debe ser cero y el de la balanza corriente debe ser aquél que pueda ser finan-

ciado con capitales exteriores estables para asegurar la solvencia exterior de la economía de un país (9). A su vez, en el medio plazo, la balanza comercial viene determinada por factores estructurales de naturaleza real, tales como la competitividad, el crecimiento potencial y el tipo de interés real.

Por otra parte, cuando exista una movilidad internacional de capitales suficientemente alta, puede darse el caso, incluso, de que se quiebre el mecanismo automático de corrección de los desequilibrios de la balanza de pagos. Este mecanismo ha venido operando, tradicionalmente, de forma que los países con déficit corriente experimenten un déficit de la balanza de pagos y una

pérdida de reservas exteriores si mantienen un tipo de cambio estable o, alternativamente, una depreciación del tipo de cambio si dejan que éste flote libremente. En el caso de un país que mantiene un tipo de cambio estable, la reducción del componente externo de la base monetaria provoca, si no se esteriliza, una reducción del crecimiento monetario que, al desacelerar el crecimiento de la demanda y mitigar las tensiones inflacionistas, tiende a equilibrar el déficit exterior. En contraste, en el caso de un país con un tipo de cambio flotante, la tendencia incipiente al deterioro de la balanza de pagos provoca la depreciación de la moneda, corrigiendo el déficit exterior. En ambos casos, el déficit exterior tiende a corregirse automáticamente.

El mecanismo equilibrador automático descrito puede, sin embargo, romperse cuando existe un grado suficiente de movilidad de capitales; como se ha puesto de manifiesto, entre otros, en el caso de la economía española en los últimos años.

En nuestro país, la ausencia de políticas presupuestarias y fiscales de intensidad suficiente para reducir el crecimiento de la demanda interna, en línea con la evolución de la capacidad productiva efectiva de la economía, ha provocado la aparición de tensiones inflacionistas y un gradual deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente. Para moderar, en la medida de lo posible, los desequilibrios mencionados, la política monetaria ha debido asumir un carácter restrictivo, lo que ha propiciado el incremento de los tipos de interés y, a pesar de los controles de cambios establecidos, la entrada de capitales exteriores (cuadro n.º 2).

De este modo, el déficit co-

CUADRO N.º 2

EVOLUCION MACROECONOMICA RECIENTE EN ESPAÑA
(Variación anual, en porcentajes)

	1986	1987	1988	1989 (e)
Demanda interna	6,1	8,5	7,6	7,7
PIB	3,3	5,5	5,3	5,2
IPC	8,8	5,3	4,8	6,8
Tipos de interés (a)	11,7	15,8	11,7	15,0
Tipo cambio peseta (b)	-1,7	-0,04	2,9	4,2
Balanza corriente (en porcentaje PIB)	1,7	0,1	-1,1	-3,0
Variación reservas exteriores (c)	2,7	14,1	9,7	4,5
Crecimiento ALP (d)	11,9	14,2	11,0	10,5

Notas:

(a) Interbancario a 3 meses, media anual.

(b) Un signo + (ausencia de signo) representa una apreciación porcentual del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a los países desarrollados.

(c) Miles de millones de dólares. Un signo + (ausencia de signo) significa un aumento de reservas.

(d) Diciembre sobre diciembre, ajustado de estacionalidad.

(e) Estimación.

Fuente: Banco de España.

riente español no sólo no ha venido acompañado de un déficit de la balanza de pagos, sino que, como consecuencia del fuerte superávit de la balanza de capitales, se ha dado simultáneamente con un superávit de la balanza de pagos y una ligera apreciación de la peseta. Por consiguiente, no sólo no ha sido cierto que la cantidad de dinero haya disminuido, sino que el aumento de las reservas exteriores ha presionado al alza el crecimiento monetario, introduciendo nuevos desequilibrios internos y externos. Así, España, un país con déficit corriente, ha venido manteniendo una moneda fuerte y una balanza de pagos saludable.

En una situación como la que actualmente se da en la economía española, el «inconveniente» de la creciente movilidad internacional de capitales es que, al permitir que continúe el déficit corriente en ausencia de dificultades de balanza de pagos, puede reducir el efecto de disciplina

de la restricción exterior, y hacer que se demore la solución de los problemas que se hallan en la raíz del déficit corriente.

En el caso español, puede decirse que tanto el crecimiento excesivo de la demanda interna como el empeoramiento de la competitividad, así como el proceso de desarme arancelario resultante de la entrada de España en la CEE, están tras el deterioro de nuestra balanza corriente en los últimos años (10). Sin embargo, el crecimiento excesivo de la demanda interna y el empeoramiento de nuestra competitividad son tan sólo las dos caras de la misma moneda.

Así, los países con un crecimiento de la demanda interna que excede al de la capacidad productiva registran, inevitablemente, un aumento de los precios nacionales y una canalización de la demanda insatisfecha vía importaciones, independientemente de cuál sea su política de tipo de cambio. En el gráfico 4

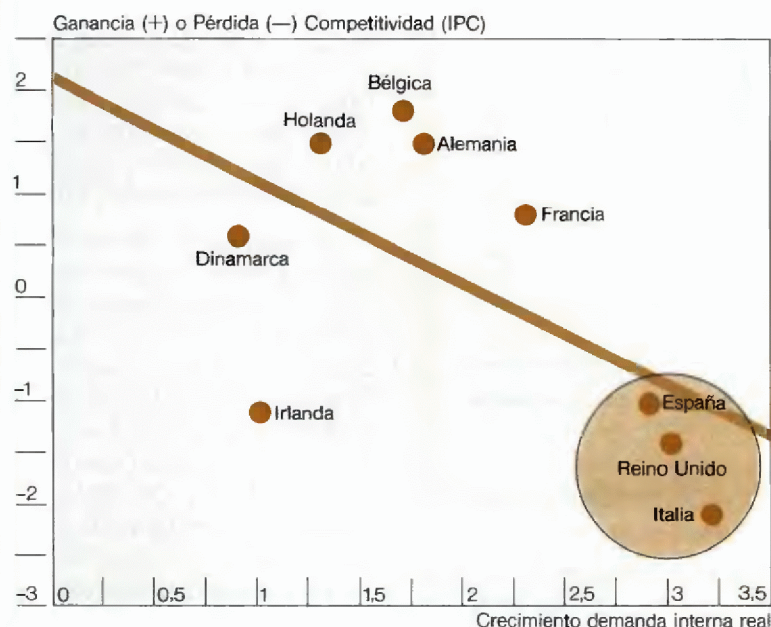
se resume la evolución media del crecimiento de la demanda interna real y de la competitividad en el período 1979-1989 en todos los países del SME, así como en España y el Reino Unido que, en dicho período, no formaban parte del Sistema. Como puede apreciarse, los países con un mayor crecimiento de sus demandas reales han experimentado, por término medio, una evolución de la competitividad menos favorable.

La evidencia resumida en el citado gráfico sugiere varias cosas: *a)* independientemente de cual sea la política cambiaria seguida, los países cuya demanda interna crece, en términos reales, más deprisa tienden a ver aumentar el precio de sus productos por encima de los de otros países (esto es, experimentan un deterioro de la competitividad); *b)* sólo una política sostenida de moderación de la demanda real es capaz de evitar un deterioro continuado de la competitividad, y *c)* dado que a medio y largo plazo la tasa de crecimiento de la demanda real sólo viene afectada por las políticas presupuestarias y fiscales, pero no por las monetarias, es necesaria una moderación sostenida del carácter relativamente expansivo de las primeras si se quiere mejorar la evolución de la competitividad.

IV. MOVILIDAD DE CAPITALES Y POLITICA MONETARIA

El papel moderador que las políticas de índole no monetaria están llamadas a asumir, en un contexto de elevado grado de movilidad internacional de capitales, se hace especialmente importante cuando un país, como es el caso de España, opta por el mantenimiento de la estabilidad cambiaria.

GRAFICO 4
RELACION DEMANDA INTERNA REAL
Y COMPETITIVIDAD (IPC)
 (Cifras promedio, 1979-1989)



Fuentes: OCDE y Comité de Gobernadores CEE.

La razón por la que esto es así estriba en que cuando existe libre circulación de capitales y estabilidad cambiaria no resulta posible mantener políticas monetarias autónomas, ya sea en sentido contractivo o expansivo. De este modo, retomando el caso español, si el crecimiento excesivamente rápido de la demanda interna se intenta moderar únicamente, o principalmente, a partir de una política monetaria contractiva, es de esperar que dichos intentos de moderación se vean frustrados. Los mayores tipos de interés nacionales y la afluencia de elevadas sumas de capitales exteriores, en busca de una remuneración atractiva, compensarán con entradas de reservas la reducción del crédito interno, de forma que la cantidad de dinero

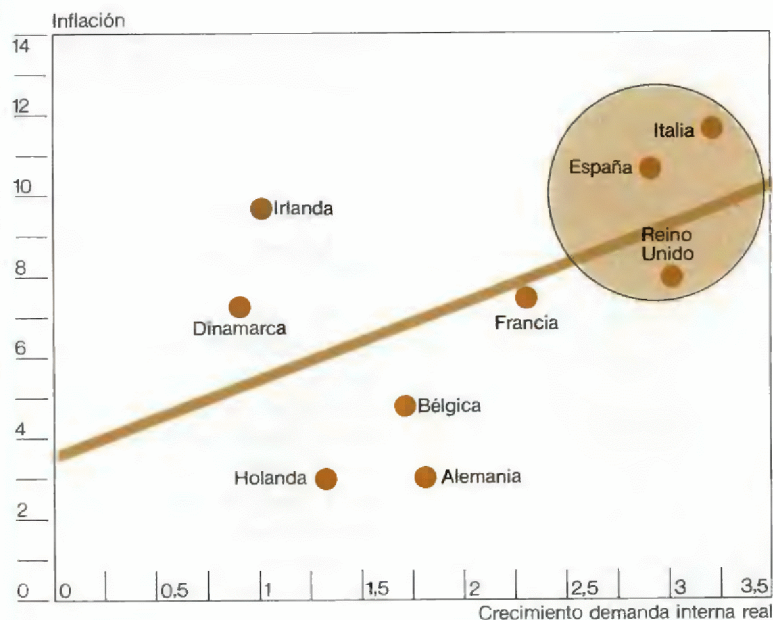
permanezca inalterada. Con controles de cambios, este efecto se produce con lentitud a lo largo del tiempo; sin controles, tiene lugar de manera instantánea, anulando cualquier margen de autonomía, siquiera transitorio, de la política monetaria.

De los razonamientos expuestos en los párrafos precedentes se desprende que la colaboración de las políticas presupuestarias en la consecución de un crecimiento estable y equilibrado es imprescindible en un marco de elevada movilidad de capitales y estabilidad cambiaria. Sin embargo, en algunos ámbitos, a menudo se argumenta que la situación presente de la economía española difiere sensiblemente de la que genera la mencionada

conclusión en varios sentidos: en primer lugar, la existencia de los controles de cambios permite todavía un elevado grado de autonomía a la política monetaria, aun dentro del SME, por lo que no es tan necesario el concurso de otras políticas; en segundo lugar, la financiación del déficit de la balanza corriente mediante entradas de capitales a largo plazo indica que dicho déficit podría continuar todavía durante un período largo de tiempo y, en caso de necesidad, las abundantes reservas exteriores permitirían financiar eventualmente dicho déficit durante varios años.

Respecto a la primera objeción, hay que mencionar que la autonomía que otorga a la política monetaria española el sistema de controles de cambios vigente es limitada. Esto es así porque, dada la sofisticación de las prácticas financieras, los controles de cambios son sólo eficaces de una manera temporal, por lo que el mantenimiento de un grado de autonomía monetaria requiere la extensión gradual de los controles a medida que transcurre el tiempo, provocando serias distorsiones en el proceso de asignación de los recursos al segmentar los mercados financieros nacionales y extranjeros (11). Por consiguiente, dado que España debe eliminar necesariamente los controles de cambios existentes, como muy tarde, el 31 de diciembre de 1992, es conveniente que se corrija lo antes posible la orientación de la política macroeconómica española de forma que dichos controles se vayan haciendo gradualmente innecesarios. Según se ha apuntado, esa corrección implica necesariamente una mayor coordinación entre las políticas monetarias, presupuestarias y salariales para reducir la expansión

GRAFICO 5
RELACION INFLACION Y DEMANDA
INTERNA REAL
(Cifras promedio, 1979-1989)



Fuentes: OCDE y Banco de España.

de la demanda al nivel que resulte compatible con un crecimiento estable y equilibrado.

Respecto a la segunda objeción, si bien es cierto que la financiación del déficit corriente español se ha realizado, por el

momento, mediante entradas de capitales a largo plazo y, concretamente, con inversiones, esto no debe demorar la solución de los problemas que se derivan de una competitividad internacional en continuo deterioro. Hasta ahora, la afluencia de capitales

exteriores ha venido favorecida por la confianza del mercado en que el tipo de cambio de la peseta no sería devaluado, lo que, a su vez, ha permitido que el saldo de la balanza de pagos española fuera excedentario y que el tipo de cambio de la peseta no registrase presiones depreciadoras más que de forma incidental.

Sin embargo, dicho círculo virtuoso en el mercado de cambios quedaría roto si se comenzara a vislumbrar que el déficit corriente español puede no ser adecuadamente, o suficientemente, financiado por las entradas de capitales, sobre todo de largo plazo. Por tanto, hay que situarse en el escenario más realista y hacerse la siguiente pregunta: ¿qué deterioro adicional de la competitividad internacional de la economía española, y de la balanza corriente, puede producirse hasta que los inversores extranjeros comienzen a dudar sobre la conveniencia de invertir en un país cuyos productos no son capaces de competir en los mercados exteriores?

Si bien no resulta sencillo constatar con precisión a esta pregunta, sí es evidente, en cambio, que de mantenerse el diferencial presente de inflación y la erosión de competitividad, en algún momento, más o menos lejano, po-

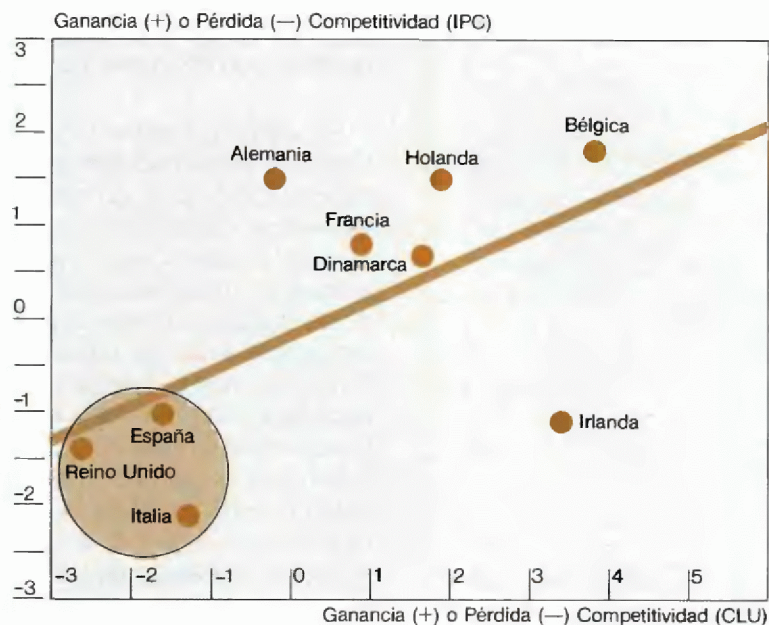
CUADRO N.º 3

EVOLUCION DE LAS BALANZAS CORRIENTE Y DE CAPITALES ESPAÑOLAS

	1979-83	1984-88	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (*)
1. Cuenta corriente	-1,7	0,7	1,3	1,7	1,7	0,0	-1,1	-3,0
2. Cuenta corriente + inv. directas	-2,2	1,2	1,2	1,4	2,9	1,1	0,1	-1,9
3. Cuenta corriente + inv. totales	-1,8	2,4	1,7	2,1	4,0	3,0	1,4	0,8
4. Cuenta corriente + cuenta capitales	-0,4	2,3	2,8	-0,1	1,5	4,0	2,3	1,1

(*): estimado.

GRAFICO 6
COMPETITIVIDAD SEGUN COSTES LABORALES
UNITARIOS Y PRECIOS AL CONSUMO
(Cifras promedio, 1979-1989)



Fuente: Comité de Gobernadores de la CEE.

dría quedar comprometida la posición de la balanza de pagos española (12). Por consiguiente, es urgente utilizar todas las armas de la política económica —y no sólo la monetaria— para reducir lo más rápidamente posible el diferencial de inflación y, de este modo, mejorar nuestra competitividad antes de que el mercado comience a experimentar dudas acerca del futuro económico español.

Como evidencia empírica en relación a este punto, el cuadro número 3 recoge la evolución reciente de la balanza corriente española, así como la de varias subbalanzas de pagos. Según puede verse en la primera fila, el dete-

riorio de la balanza corriente en los últimos años ha ocurrido a gran velocidad. Hasta 1988, este hecho no aparecía como preocupante debido, entre otras razones, a que el componente más estable de las entradas netas de capitales —inversiones directas— era capaz de financiar (13) por sí solo el creciente déficit corriente español, según muestra la fila segunda del cuadro. Sin embargo, ya a partir de 1989 se observa que las inversiones directas comienzan a no ser suficientes para seguir financiando el déficit corriente y que, por primera vez en los últimos años, la magnitud de dicho déficit es sólo ligeramente inferior al volumen de inversiones totales. De ahí

que, si bien sigue siendo cierto que, en conjunto, el superávit de la balanza de capitales excede al déficit de la balanza corriente (cuarta fila del cuadro), esta situación podría alterarse en los próximos años si el deterioro del déficit corriente continúa y si la inversión extranjera se retrae por las razones anteriormente expuestas.

V. LA PESETA Y EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

En algunos círculos, se argumenta que el deterioro de la balanza corriente y de la competitividad españolas se ha incrementado tras la entrada de la peseta en el SME, y que sólo un manejo más flexible del tipo de cambio de la peseta puede evitar la continuación del desequilibrio exterior. Sin embargo, en una economía con una presión de demanda tan elevada como la nuestra, un intento de devaluar la peseta se trasladaría rápidamente a salarios y precios sin proporcionar una mejora duradera de la competitividad. Por tanto, no existe otra solución para mejorar a medio plazo la competitividad que la contención de los incrementos de precios a partir de la moderación de la demanda interna, así como de los costes laborales y extralaborales.

Según ponen de manifiesto los gráficos 4 y 5, los países comunitarios con más moderadas tasas de crecimiento de sus demandas internas reales han sido, por término medio, los que han obtenido mejor evolución de la inflación y la competitividad. Y, lo que también es significativo, los países cuyas monedas han pertenecido a la banda estrecha del SME han mantenido una evolución más satisfactoria que los

países no pertenecientes al SME o integrados en éste con banda ancha (en círculo sombreado en el gráfico). Por tanto, no parece que un manejo más «flexible» del tipo de cambio haya favorecido la evolución de la inflación y la competitividad de aquellos países comunitarios que, en el pasado, la han practicado.

Por otro lado, el gráfico 6 indica que, por término medio, los países que se han esforzado en moderar más los costes unitarios del trabajo han sido los que mayor moderación han conseguido en los precios de sus productos y, por tanto, los que han experimentado una evolución más favorable de su competitividad internacional. De nuevo, han sido los países cuyas divisas han estado sometidas a la disciplina de la banda estrecha de fluctuación los que han tenido un comportamiento más satisfactorio relativamente a los que han tenido banda ancha o no han participado en el Sistema (en círculo sombreado en el gráfico).

VI. CONCLUSIONES

La inflación y la pérdida de competitividad no son fenómenos aislados, sino que, frecuentemente, tienen una raíz común: el crecimiento excesivo de la demanda. Por tanto, la solución a los desequilibrios internos y externos españoles pasa necesariamente por la moderación del crecimiento de la demanda al ritmo que permite la evolución de la producción potencial de la economía.

Las perspectivas de apertura total de las balanzas corriente y de capitales españolas a partir del 31 de diciembre de 1992 exigen que se pongan en marcha, lo antes posible, los mecanismos que

permitan eliminar nuestro diferencial de inflación, frenando así el continuo aumento de los desequilibrios internos y externos de nuestra economía. Dado que resulta imprescindible llevar a cabo esta tarea antes de dicha fecha, cualquier demora sólo puede repercutir gravemente en nuestra evolución económica futura.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo son exclusivamente las del autor, y por tanto, no representan necesariamente las de la institución a la que pertenece.

(1) Véase, por ejemplo, SACHS (1982), DORNBUSCH (1983), y SVENSSON y RAZIN (1983).

(2) Este riesgo se trata, desde diversos puntos de vista, en los trabajos contenidos en *European Economy* (1988). Asimismo, la propuesta británica (1989), alternativa al Informe elaborado por el Comité Delors, basa el efecto disciplina del Sistema Monetario Europeo en la libre circulación de capitales.

(3) Véase GIAVAZZI y GIOVANNINI (1990), y VIÑALS (1988 y 1989).

(4) Las diferencias también pueden ser debidas, en parte, a razones fiscales y a costes de transacciones.

(5) En Francia se ha liberalizado plenamente la balanza de capitales a comienzos de 1990.

(6) Ver, por ejemplo, GROS (1990).

(7) Dado que lo que se pretende analizar son los flujos de capitales totales de los países de la CEE, las cifras representan las magnitudes agregadas resultantes de sumar las de los países individuales. De ahí que los flujos de capitales sean los totales, y no sólo los habidos entre la CEE y el resto del mundo.

(8) El papel de las consideraciones financieras en la determinación de la balanza de pagos y el tipo de cambio, en función del grado de movilidad de capitales, se ha examinado, entre otros, en FRENKEL y RODRÍGUEZ (1982), y VIÑALS (1985).

(9) Véase, por ejemplo, COHEN (1985) y WILLIAMSON (1983).

(10) Véase ORTEGA *et al.* (1989), y FERNÁNDEZ y SEBASTIÁN (1990).

(11) Este punto se comenta en VIÑALS (1988) y GROS (1990).

(12) Para una exposición no técnica de la generación de crisis de balanza de pagos en ausencia de controles de cambios, ver WYPLOSZ (1986).

(13) A este respecto, véase ORTEGA *et al.* (1989).

BIBLIOGRAFIA

- COHEN, D. (1985), «How to evaluate the solvency of an indebted nation», *Economic Policy*, abril.
- DORNBUSCH, R. (1983), «Real interest rates, home goods and optimal external borrowing», *Journal of Political Economy*, febrero.
- European Economy* (1988), n.º 36.
- FERNÁNDEZ, I., y M. SEBASTIÁN (1990), «El sector exterior y la incorporación de España a la CEE», *Moneda y Crédito*, n.º 189, mayo.
- FRANKEL, Jakob (1989), «Quantifying international capital mobility in the 1980s», *NBER Working Paper*, n.º 2856, febrero.
- FRENKEL, Jeffrey, y C. A. RODRÍGUEZ (1982), «Exchange rates dynamics and the overshooting hypothesis», *IMF Staff Papers*, marzo.
- GIAVAZZI, F., y A. GIOVANNINI (1990), *Limiting exchange rate flexibility*, MIT Press, Cambridge.
- GROS, D. (1990), «The EMS without capital controls: an optimistic view», *ECU Newsletter*.
- ORTEGA, E., J. SALAVERRIA y J. VIÑALS (1989), «La balanza de pagos española en el contexto comunitario», *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.
- SACHS, J. (1982), «Current account in the macroeconomic adjustment process», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 84.
- SVENSSON, L., y A. RAZIN (1983), «The terms of trade and the current account: the Harberger-Laursen-Metzler effect», *Journal of Political Economy*, febrero.
- TREASURY, H. M. (1989), «An evolutionary approach to Economic and Monetary Union», noviembre.
- VIÑALS, J. (1985), «¿Aumenta la apertura financiera exterior las fluctuaciones del tipo de cambio?», Banco de España, *Documento de Trabajo* n.º 8518.
- (1988), «El mercado interior de 1992 y el Sistema Monetario Europeo: perspectivas de futuro», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo.
- (1989), «Spain's capital account shock», mimeo, Center for Economic Policy Research, Londres.
- WILLIAMSON, J. (1983), *The Exchange rate System; Policy Analyses 5*, Institute for International Economics, Washington, septiembre.
- WYPLOSZ, Ch. (1986), «Capital controls and balance of payments crises», *Journal of International Money and Finance*, junio.