



FEDEA

FUNDACION DE ESTUDIOS DE
ECONOMIA APLICADA

JORGE JUAN, 46
28001 MADRID
TELS. 435 04 01/91
FAX: 577 95 75

LA EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO DE LA
PESETA EN EL PERIODO 1986-90:
CAUSAS Y EFECTOS*

por
José Luis Alzola*

Documento de Trabajo 91-22

Octubre 1991

* Trabajo preparado para el Debate FUNDES-FEDEA "¿Es adecuado el valor actual de la peseta?", celebrado en Madrid el 13 de Junio de 1991, y que será recogido en el libro nº 5 de la colección Debates FEDEA.

** Banco España, Departamento Internacional.

LA EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA EN EL PERIODO 1986-90: CAUSAS Y EFECTOS

I.- INTRODUCCION.

El tipo de cambio de la peseta mostró una tendencia casi constante a la depreciación, en términos nominales, desde el inicio de la primera crisis del petróleo, en 1974, hasta comienzos de 1.986. En el gráfico 1 se presenta la evolución del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a los países desarrollados y frente a los países de la CEE, desde 1970 hasta mediados de 1991¹.

Esta evolución era coherente con una situación caracterizada por la persistencia de una balanza corriente deficitaria, en un contexto en el que, por diversos motivos, los flujos de capitales eran, salvo en contadas ocasiones, poco importantes en la determinación del tipo de cambio de la peseta. En la tabla 1 se recogen los saldos de la balanza corriente y de capitales, y los movimientos de reservas, desde 1970 hasta el primer semestre de 1991.

En estas circunstancias, la política cambiaria del Banco de España estaba orientada, en su conjunto, a provocar una depreciación nominal de la peseta, que contrarrestase el diferencial desfavorable de inflación que España acumulaba, bien frente al resto de países desarrollados o bien frente a los países de la CEE. Dicho en otras palabras, el Banco de España pretendía mantener la competitividad exterior de la economía española, compensando el mayor aumento interno de los precios con una depreciación nominal del tipo de cambio. Con ello se conseguía, en términos generales, mantener la estabilidad del tipo de cambio efectivo real.

La implementación de esta estrategia de política cambiaria no ofrecía, en general, dificultades técnicas, puesto que los flujos de entradas y salidas de divisas por operaciones de balanza corriente y de capitales eran relativamente pequeños. En estas

¹Para un análisis detallado de los conceptos y métodos de estimación de los tipos de cambio efectivos nominales y reales, véase: Maycas, Javier: "Índices de tipo de cambio efectivo: aspectos metodológicos e índices comparados de la peseta" en Boletín Económico del Banco de España, julio-agosto 1988, pp. 21-52.

condiciones, la capacidad del Banco de España de influir, mediante intervenciones en el mercado de divisas, en la determinación del tipo de cambio era considerable, al menos en el corto plazo y en la medida en que dichas intervenciones no trataran de prolongar excesivamente una evolución contraria a la tendencia natural de la peseta a la depreciación. A largo plazo, por supuesto, la limitación en el volumen de las reservas hubiese hecho inevitable esta depreciación, aún en el caso de que las autoridades monetarias intentaran eludirla.

Se podría argumentar, en efecto, que esta estrategia era, a la larga, la única posible, habida cuenta de que en ausencia de "shocks" de carácter real sobre la economía, el tipo de cambio efectivo, corregido del diferencial de inflación, manifestaba una propensión clara a la estabilidad para períodos de tiempo suficientemente prolongados. El gráfico 2 recoge la evolución del tipo de cambio efectivo real de la peseta frente a los países desarrollados y frente a los países de la CEE, desde 1970 hasta mediados de 1991. En él se observa, por ejemplo, que los intentos de ganar competitividad mediante una depreciación rápida y artificial del tipo de cambio real, como ocurrió a finales de 1982, están condenados a tener un carácter transitorio: en los meses posteriores, el aumento inducido de los precios tiende a contrarrestar la ganancia inicial de competitividad.

II.- EL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA EN EL PERIODO 1986-1990

Tras un período de estabilidad en 1986 y en los primeros meses del año siguiente, la peseta comenzó a experimentar, desde el segundo trimestre de 1987, fuertes presiones apreciatorias. Estas presiones fueron muy intensas inicialmente, y sólo se suavizaron con la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo en junio de 1989. Este fenómeno se tradujo, en parte, en un fortalecimiento casi continuado del tipo de cambio nominal de la peseta y, en parte, en un aumento cuantioso de las reservas centrales. La acumulación de divisas por parte del Banco de España era, a su vez, un intento de moderar, mediante intervenciones en el mercado de divisas, esta rápida apreciación del tipo de cambio.

Este hecho es tanto más llamativo cuanto que coexistió con un deterioro notable del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente con el exterior, que pasó de un

superávit histórico en 1986, a un déficit ya desde 1988. El saldo corriente negativo continuó creciendo a un ritmo muy vivo hasta mediados de 1990. Además, dicha apreciación nominal coexistió, también, con un diferencial de inflación desfavorable para la economía española. Los intentos del Banco de España de continuar la misma estrategia de política cambiaria que se había seguido hasta entonces, esto es, la depreciación nominal de la peseta paralela al diferencial desfavorable de inflación, chocaron con la intensa tendencia del mercado hacia la apreciación de nuestra divisa.

Ello sugirió la inaplicabilidad del enfoque de política cambiaria que venía utilizándose hasta entonces. En efecto, en un contexto de progresiva liberalización de los movimientos de capitales con el exterior, se fue haciendo cada vez más evidente que la creciente interrelación entre los mercados monetario y de capitales internos, por un lado, y el mercado de divisas, por otro, estaba llamada a alterar el régimen de determinación del tipo de cambio y que la estrategia anterior de política cambiaria se hacía inservible. Hasta mediados de los años 80, la implementación de la política cambiaria había sido facilitada por el hecho de que los mercados financieros internos y externos estaban aislados entre sí, por la existencia de barreras legales y por la ausencia de instrumentos que permitiesen el arbitraje entre ellos. En particular, entre las medidas legales que aseguraban esta (relativa) disociación entre el nivel de los tipos de interés en España y la evolución del tipo de cambio de la peseta se pueden señalar:

1º.- La imposibilidad, para los no residentes, de invertir en títulos de renta fija del mercado español. Esta imposibilidad era no sólo de origen legal, sino que la ausencia en España de un mercado de renta fija suficientemente líquido y organizado impidió a los no residentes esta vía de acceso a títulos denominados en pesetas hasta mucho tiempo después de la liberalización de este tipo de inversiones extranjeras.

2º.- La prohibición casi total de concertación de préstamos financieros entre residentes y no residentes.

3º.- Las limitaciones estrictas establecidas a la banca española a las posiciones en divisas. Entre estas limitaciones, las más relevantes, a nuestros efectos, eran la prohibición de asunción de posiciones cortas (vendedoras) de divisas contra pesetas, las

restricciones a la asunción de posiciones largas (compradoras) de divisas contra pesetas, y las escasas posibilidades de operar con no residentes en el mercado a plazo.

Todo este entramado legal conformaba, por tanto, una situación en la que el diseño y la instrumentación de la política monetaria podía realizarse con relativa independencia de la política cambiaria o, al menos, si no se quiere hablar de una política de tipo de cambio en sentido estricto, se puede afirmar que la política monetaria podía instrumentarse en ausencia de restricciones derivadas de la situación en el mercado de divisas.

Fue a lo largo de 1987 cuando el proceso de liberalización progresiva de los movimientos de capitales con el exterior, que se había iniciado unos años antes, se unió a una situación económica interna caracterizada por la necesidad de mantener unos tipos de interés elevados en relación con los países de nuestro entorno, para mostrar con toda su crudeza la posible incompatibilidad entre una política monetaria con objetivos estrictamente internos y una política de tipo de cambio que no tenía en cuenta, en toda su amplitud, el efecto determinante de los flujos de entrada y salida de capitales². Fue el inicio del reconocimiento de que, en un contexto muy liberalizado, no se puede hablar, ni siquiera en el corto plazo, de las políticas monetaria y cambiaria como dos instrumentos independientes, sino como dos caras de una misma moneda: las vertientes interna y externa de una misma política.

Esta interrelación entre los mercados monetario y de capitales internos y el mercado de divisas, esto es, entre los tipos de interés y el tipo de cambio, se fue intensificando en los años posteriores y experimentó un salto cualitativo con la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo en junio de 1989. En efecto, como es bien sabido, en un entorno caracterizado por una liberalización amplia de los movimientos de capitales con el exterior, la necesidad de mantener un tipo de cambio fijo (o, en nuestro caso, con una banda de fluctuación relativamente estrecha) intensifica la interdependencia entre los objetivos de tipos de interés y de tipo de cambio, tanto en la fase de diseño de la política monetaria como en el terreno puramente operativo.

²Una descripción amplia de estos acontecimientos en 1987 y 1988 se encuentra en: Alzola, José L.: "La cotización a plazo de la peseta y las entradas de capital" en Boletín Económico del Banco de España, marzo 1989, pp. 63-74.

Es por ello de primordial importancia detenerse a analizar en detalle la evolución de la balanza de capitales española en los últimos años, para tratar de entender los mecanismos que subyacen en el repentino cambio de comportamiento de la peseta en los mercados de divisas. Ello nos ilustrará, además, sobre las variables determinantes del tipo de cambio en una economía caracterizada por la libertad de movimientos de capital y por la ausencia de controles de cambios.

III.- LA BALANZA DE CAPITALES ESPAÑOLA EN EL PERIODO 1986-1990

En la segunda parte de los años 80, la balanza de pagos por cuenta de capital experimentó cambios profundos en su volumen, en su saldo y en su estructura. El origen de dichos cambios hay que buscarlo, por un lado, en la transformación sustancial que se produjo en el marco legal e institucional en el que se circunscriben las transacciones económicas y financieras de los residentes españoles con el exterior y, por otro lado, en la especial coyuntura macroeconómica española de ese período. A su vez, los cambios operados en la balanza de pagos por cuenta de capital derivaron en una situación en la que, al contrario de lo que ocurría en períodos anteriores, la citada balanza de capitales pasó a acaparar el protagonismo en la determinación de variables macroeconómicas esenciales, tales como el tipo de cambio o el nivel de las reservas centrales. Asimismo, de una manera indirecta, pero no por ello menos importante, la evolución de la balanza de capitales resulta hoy, cada vez más claramente, uno de los factores que contribuyen a determinar el tono más o menos expansivo o restrictivo que adopta la política monetaria en diversos momentos.

Los flujos brutos (es decir, las entradas y salidas) de capitales con el exterior han adquirido en los últimos años un dinamismo espectacular en comparación con períodos precedentes. Como consecuencia de ello, los pagos y cobros de residentes españoles con el exterior por transacciones financieras representan ya una parte importante de los pagos y cobros exteriores por cualquier concepto de balanza de pagos. Si a ello añadimos las operaciones realizadas en el mercado interbancario de divisas por parte de los bancos españoles entre sí o de un banco español con un banco no residente, cuyo volumen ha experimentado también aumentos espectaculares en los últimos años (como consecuencia del proceso de liberalización de la propia operatoria bancaria), es fácil imaginar el papel relevante que la balanza de capitales asume en la determinación del saldo global de la

balanza de pagos y el menor peso que en dicha determinación juegan las operaciones de balanza corriente. Situación que no es nueva ni privativa de nuestro país, sino que se corresponde con lo sucedido en otras economías que han liberalizado antes que nosotros sus transacciones financieras con el exterior.

Las causas que explican el intenso crecimiento en el volumen total de la balanza de capitales con el exterior son de índole variada. En un intento de sistematización, que no pretende tener carácter exhaustivo, podríamos distinguir tres grupos de factores: legales, institucionales y cíclicos o coyunturales.

III.1.- Factores legales

En cuanto a los aspectos legales, aquellos que pueden considerarse más influyentes en el aumento del volumen y en el cambio de signo de la balanza de capitales en los últimos años, de entre los que configuran el proceso liberalizador de los movimientos de capitales en España, son los siguientes:

1º.- La Ley de Inversiones Extranjeras en España, de 27 de julio de 1986 (y el Reglamento correspondiente), que sanciona la libertad casi completa de las inversiones directas, de cartera y en inmuebles por parte de personas físicas o jurídicas no residentes en España, así como la libre repatriación de dichas inversiones y de sus productos o rendimientos. Las inversiones directas son aquellas que se destinan a la compra o creación de empresas en España y al establecimiento de redes comerciales o sucursales. Las inversiones de cartera, por su parte, consisten en la adquisición de títulos de renta variable en las Bolsas españolas y de títulos de renta fija, públicos o privados, en el mercado de capitales. La nueva regulación permitió el comienzo de la expansión espectacular que experimentaron estos tres tipos de inversiones desde el año 1986. Así, por ejemplo, las entradas netas por inversiones extranjeras en España alcanzaron en 1990 un volumen total de 19.935 millones de dólares, en comparación con las exiguas entradas de 2.462 millones de dólares en 1985.

2º.- La progresiva liberalización de la toma de préstamos financieros exteriores por parte de las empresas españolas y, en concreto, la Circular del Banco de España de 13 de marzo de 1987. Antes de esta fecha, la salida a los mercados exteriores en busca de

financiación en divisas estaba reservada, de hecho, a las grandes empresas públicas y a las eléctricas, instituciones con elevadas necesidades de financiación a largo plazo, dada la naturaleza de sus proyectos de inversión, y cuyas necesidades no podían satisfacerse en el estrecho mercado de capitales español. La nueva regulación abrió la posibilidad de acudir a la financiación exterior a un abanico amplio de empresas españolas. Esta posibilidad fue profusamente utilizada desde su apertura, de manera que, en ocasiones, hubo que introducir restricciones y penalizaciones parciales y transitorias para aminorar su impacto apreciator sobre el tipo de cambio de la peseta. En conjunto, sin embargo, en 1990 las entradas netas por préstamos financieros exteriores a largo plazo (a más de 1 año) se elevaron a 4.510 millones de dólares, mientras que en 1985 se habían producido salidas netas (esto es, mayores amortizaciones que préstamos nuevos) por un importe de unos 3.000 millones de dólares.

3º.- La Circular del Banco de España del 7 de enero de 1987 sobre los riesgos de cambio de las entidades delegadas. Las entidades delegadas son aquellos bancos, cajas de ahorro y otras instituciones con autorización para operar en el mercado de divisas (e incluye a la práctica totalidad de las entidades de depósito existentes en España, más alguna sociedad de valores). Hasta principios de dicho año 1987, las entidades delegadas no podían asumir en la operativa diaria posiciones cortas en divisas, y las posiciones largas estaban estrictamente limitadas. La nueva regulación les permitió mantener posiciones de riesgo de cambio abiertas (tanto largas como cortas) dentro de unos límites bastante permisivos establecidos en función de sus recursos propios. Lo que es más importante, a nuestros efectos, es que esta nueva regulación dejó abierta a los bancos la posibilidad de asumir de manera ilimitada posiciones cortas de contado (o, en otras palabras, endudamiento en divisas para financiar activos en pesetas), siempre que el riesgo de cambio estuviese compensado con posiciones largas de plazo. Ello supuso autorizar, de hecho, la creación de liquidez en pesetas en base a la toma de pasivos en moneda extranjera. La creación de liquidez en pesetas por esta vía fue en 1990 por un volumen equivalente a 4.700 millones de dólares, mientras que en 1985 se había producido una detracción de liquidez en pesetas por el equivalente a 608 millones de dólares. Este cambio de tendencia se inició ya en 1987 y fue de tal magnitud que obligó a reintroducir restricciones parciales para suavizar su efecto apreciator sobre el tipo de cambio de la peseta. Algunas de estas restricciones se mantienen hoy día por motivos de control monetario, y no se deben considerar, en rigor, como limitaciones a la movilidad exterior de los capitales.

Paralelamente a este proceso liberalizador de las entradas de capital en España, se inició en el período que nos ocupa una liberalización progresiva de las salidas de capital de España al exterior. El alcance más limitado de este movimiento de apertura de las salidas de capital, junto con la especial coyuntura macroeconómica española en los últimos años, que se abordará posteriormente, determinó que el efecto práctico de todo ello fuese una entrada neta de capitales a España por volúmenes muy elevados.

Los anteriores son los aspectos más relevantes de la liberalización de los movimientos de capitales en el conjunto del período que nos ocupa. Sin embargo, en ocasiones, otras alteraciones del marco legal existente, que aparecen como poco significativas, llegaron a ejercer un efecto transitorio muy importante sobre los flujos de entrada de capitales en España. Tal es el caso, por ejemplo, de la eliminación, desde el 1 de enero de 1991, de la retención sobre las rentas generadas por el cobro de cupones para los tenedores no residentes de deuda pública española: esta medida coincidió con la aparición de expectativas de descenso en los tipos de interés en España y provocó una masiva entrada de capital extranjero en el mercado de deuda pública española en el primer semestre de 1991.

III.2.- Factores institucionales

En cuanto a los aspectos institucionales que han contribuido a incrementar notablemente el volumen total de la balanza de capitales en los años recientes, es preciso referirse a tres de ellos:

1º.- La integración de España en la Comunidad Económica Europea en enero de 1986 y, en general, la creciente internacionalización de la actividad económica en los países de nuestro entorno. El aumento sostenido de las inversiones directas intracomunitarias y las realizadas por países extracomunitarios en la C.E.E. se ha dirigido en gran medida a aquellos países con ventajas estratégicas de cara al mercado único europeo: España se ha visto beneficiada por su tardío acceso a la Comunidad, por ser en sí misma un mercado potencial extenso (casi 40 millones de personas) y por ofrecer una economía donde el factor trabajo es abundante y relativamente barato. A todas estas razones, debe añadirse la garantía de estabilidad y disciplina para la política económica que entraña la propia pertenencia a la Comunidad. El resultado de todo ello es que las

inversiones directas del exterior en España comenzaron a aumentar significativamente en 1985, en previsión de tales acontecimientos, y se elevaron a 2.458 millones de dólares. En 1990, las inversiones directas fueron ya de 7.881 millones de dólares, lo que representa un salto de nivel (en parte permanente) de este tipo de entradas de capital.

2º.- El desarrollo de los mercados monetario y de capitales en España. En particular, el establecimiento del sistema de anotaciones en cuenta para la negociación en el mercado secundario de la deuda pública (letras del Tesoro y deuda del Estado), en julio de 1987, supuso un gran paso adelante en el proceso hacia una mayor profundidad y liquidez de los mercados de renta fija en España, al descargar las transacciones entre dos inversores del coste del trasvase físico de los títulos. Desde su introducción, el volumen de negociación de deuda pública intermediado a través de la central de anotaciones en cuenta del Banco de España acaparó la práctica totalidad del volumen negociado, relegando al mercado bursátil de renta fija a una condición marginal. Pues bien, la existencia de un mercado secundario líquido en donde poder hacer y deshacer fácilmente posiciones en títulos de renta fija fue en sí mismo un factor que estimuló la canalización de inversiones de cartera exteriores hacia este tipo de títulos. Así, desde julio de 1987 hasta diciembre de 1989, el volumen de las tenencias de no residentes de títulos de deuda pública aumentó en unos 433.000 millones de pesetas (casi 4.150 millones de dólares a los cambios actuales). En el primer semestre de 1991, se ha producido un aumento adicional de 11.000 millones de dólares, debido a las expectativas de descenso de los tipos de interés y a la eliminación de la retención a no residentes, que se ha comentado más arriba. A efectos ilustrativos, es destacable que a junio de 1991, los inversores no residentes eran los tenedores del 16% de la deuda pública española (3% en letras del Tesoro y 29% en deuda del Estado).

La consideración de los títulos de renta fija del Estado como referencia para emisiones de la misma naturaleza por parte del sector privado hace esperar que el desarrollo reciente del mercado secundario de deuda pública suponga un ensanchamiento y mejora de los mercados de renta fija privada, hasta ahora muy limitados, lo que tenderá a aumentar el atractivo de los instrumentos financieros españoles para el inversor extranjero. A este respecto es importante señalar, por ejemplo, el desarrollo reciente del mercado de bonos matador (títulos de renta fija emitidos en España y en pesetas por instituciones no residentes). Estos títulos se colocan mayoritariamente entre inversores no residentes y, por tanto, suponen una mayor demanda de pesetas en el mercado de divisas. El volumen

emitido pasó desde la exigua cifra de 30 miles de millones de pesetas en 1987 hasta los 186 miles de millones en 1990.

Este atractivo para los inversores no residentes de los títulos de renta fija en pesetas se ha intensificado, recientemente, con la aparición de los mercados de productos derivados: las opciones sobre bonos, en noviembre de 1989, y los futuros sobre bonos, en marzo de 1990. Estos instrumentos, generalmente baratos y muy líquidos, proporcionan a los inversores institucionales un mecanismo ágil de cobertura de los riesgos de interés de sus carteras de títulos de renta fija, en momentos de expectativas cambiantes sobre los tipos de interés. Por ello, y como efecto indirecto, son susceptibles de generar una demanda adicional de los activos subyacentes a esos contratos.

Por contraposición, el mercado de renta variable experimentó una reforma mucho más lenta, que aún está en marcha. El deficiente sistema de negociación y liquidación de las transacciones en renta variable hasta hace pocos años no fue óbice para el aumento progresivo de las inversiones de no residentes en las bolsas españolas, especialmente en los años 86 y 87, aprovechando la favorable coyuntura del mercado bursátil español en dichos años y la estabilidad o apreciación de la peseta. Sin embargo, no es menos cierto que la negativa experiencia del fuerte descenso de las bolsas españolas en octubre de 1987, en que los inversores extranjeros "descubrieron" la dificultad de deshacer sus posiciones de una manera ágil y rápida (tal como ocurre en los mercados de renta variable de otros países de nuestro entorno, que han abordado hace tiempo su reforma), supuso una rémora para la vuelta de los inversores extranjeros a las bolsas españolas hasta varios meses después. En este sentido, la reforma del mercado de valores iniciada en 1989 supone un atractivo para los inversores institucionales extranjeros, si se consigue desarrollar un mercado suficientemente líquido y amplio.

3º.- La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios e intervención del Sistema Monetario Europeo. Este mecanismo es un acuerdo de cooperación entre las autoridades de los países participantes para mantener sus respectivas monedas dentro de unas bandas predeterminadas, que se alteran solamente cuando se producen realineamientos formales de las paridades centrales. La peseta se integró en este mecanismo en junio de 1989 con una banda de fluctuación del $\pm 6\%$, por contraposición a bandas del $\pm 2,25\%$

que operan para casi todas las demás divisas participantes³. Esta incorporación, aunque tardía en relación con el período de tiempo que nos ocupa, fue precedida de un cambio en la orientación de la política cambiaria del Banco de España: tal como se ha descrito en el epígrafe I, mientras que en los primeros años 80 la política cambiaria de las autoridades monetarias se dirigía a conseguir una evolución nominal de la peseta que corrigiese el diferencial de inflación con respecto a una cesta de monedas determinadas (los llamados índices C.E.E. e índices de países desarrollados), en el período que nos ocupa la política cambiaria se orientó progresivamente hacia la estabilidad del tipo de cambio nominal frente a otras divisas europeas y, en especial, frente al marco alemán, como moneda líder de entre ellas. En este contexto, la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME fue un paso lógico en ese proceso e implicó que la política cambiaria española, sin diferir sustancialmente de la que se venía realizando en años anteriores, se viese reforzada, ya que el mantenimiento de nuestra moneda en las bandas de fluctuación del Sistema no sólo compete a nuestras autoridades económicas, sino también a las autoridades del resto de los países participantes en dicho acuerdo cambiario. Además, con ello, la política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios aumentó su credibilidad, debido a los compromisos cambiarios adquiridos por las autoridades. En este sentido, merece la pena recordar que, aunque siempre subsiste el recurso a un realineamiento de las paridades centrales, parece haber un entendimiento implícito entre los países participantes para reducir la frecuencia de aquéllos: de hecho, el último realineamiento general de las paridades centrales se produjo hace ya más de cuatro años (en enero de 1987). Desde su instauración, en 1979, hasta 1987 se efectuaron 11 realineamientos.

La estabilidad general del tipo de cambio nominal de una moneda, reforzada en su caso por la asunción de compromisos internacionales como los que entraña la pertenencia al SME, altera de una manera significativa las perspectivas de los inversores internacionales. Desde un punto de vista estratégico, induce una mayor confianza en la situación y en la política económicas y en las perspectivas de futuro del país, estimulando así su integración económica y alentando las inversiones extranjeras a largo plazo, en el

³En el momento de la incorporación de la peseta, la lira italiana gozaba también de un margen de fluctuación del $\pm 6\%$. Posteriormente, en enero de 1990, las autoridades italianas decidieron el estrechamiento de su banda hasta el $\pm 2,25\%$. Por su parte, en octubre de 1990, las autoridades británicas introdujeron a la libra esterlina en el mecanismo de cambios e intervención del SME con una banda del $\pm 6\%$. De manera que, actualmente, las monedas española e inglesa están acogidas al margen amplio, mientras que las restantes fluctúan con una banda máxima del $\pm 2,25\%$.

convencimiento de que el valor de las mismas no se deteriorará con el tiempo. Desde un punto de vista más operativo, la estabilidad nominal de la moneda confiere a otros factores (el nivel y la futura evolución de los tipos de interés) un papel esencial en la determinación de la dirección de los flujos de capitales internacionales, promoviendo así las inversiones de cartera entre países: la reacción inicial de los inversores extranjeros a la incorporación de la peseta en el SME, con una entrada masiva y repentina de capitales, fue muy significativa a este respecto.

III.3.- Factores coyunturales

Por último, hay que referirse a los aspectos cíclicos o coyunturales que han contribuido a incrementar el peso que la balanza de capitales ha adquirido en los últimos años en el conjunto de la balanza de pagos española. La evolución macroeconómica de la segunda parte de los años 80 se caracterizó por la continuada expansión de la actividad económica y por la aparición de desequilibrios internos y externos, en la forma de, respectivamente, presiones inflacionistas y crecientes déficit comerciales. La fase de expansión económica comenzó a mediados de 1985 y coincidió, por tanto, con el avance registrado en la liberalización de los movimientos de capital con el exterior y con la mejora en la eficiencia de los mercados financieros españoles, tal como se ha señalado anteriormente. Ello supuso un impulso adicional a las entradas netas de capitales en España por motivaciones diversas e interrelacionadas. Entre éstas se destacan:

1º.- El propio ritmo intenso de crecimiento de la actividad económica, que atrajo inversiones directas y de cartera en renta variable por la expectativa de altas tasas de rentabilidad, tanto de la inversión productiva directa (al ser el español un mercado relativamente extenso y con un potencial importante de crecimiento, dado su nivel de desarrollo inferior al de la media europea) como de la inversión de cartera (en este caso la rentabilidad se manifestaba en el continuado alza de las cotizaciones bursátiles desde finales de 1985 hasta octubre de 1987, alza a su vez inducida por el elevado ritmo de generación de beneficios asociado a la fase expansiva del ciclo).

2º.- La orientación restrictiva adoptada por la política monetaria en el transcurso de este período, que indujo una gran parte de los flujos de entrada de capitales exteriores a España y que determinó el escaso resultado de las medidas liberalizadoras de

las salidas de inversiones de España al exterior. Podríamos distinguir, a este respecto, dos subperíodos:

- En el primero, que comprende los años 1985 y 1986, continuó, en términos generales, el tono distendido iniciado por la política monetaria en 1983. Ello resultó en una tendencia al descenso o a la estabilización (según los distintos activos y pasivos financieros que se consideren) de los tipos de interés en España. La mayor facilidad crediticia interna coincidió con un proceso de fuerte depreciación del dólar frente a la peseta (y, en general, frente a todas las monedas europeas). Ambos factores motivaron un proceso intenso de amortizaciones de préstamos financieros exteriores denominados en divisas por parte de las instituciones que, en aquel entonces, tenían capacidad para acudir a los mercados financieros internacionales. Así, las grandes empresas públicas, algunas eléctricas y el Tesoro redujeron fuertemente su apelación a los mercados exteriores, con lo que conseguían ganancias de capital (derivadas de la amortización de créditos en dólares a un tipo de cambio mucho más favorable que el de su contratación) y la sustituían por los canales de financiación interna en pesetas. Este proceso implicó, por tanto, una fuerte salida de capitales al exterior y originó una pérdida de reservas significativa en 1985, a pesar del superávit corriente. En 1986, sin embargo, el aumento ya comentado de las inversiones extranjeras en España compensó las salidas de divisas por amortizaciones de préstamos exteriores, de forma que el superávit corriente generó un aumento de las reservas centrales.

- El segundo subperíodo, que comprende los tres siguientes años (1987, 1988 y 1989), en el que la política monetaria adoptó un talante considerablemente más restrictivo que en los años anteriores, a la vista de los desequilibrios que el fuerte ritmo de crecimiento económico estaba generando. Ello derivó en un amplio diferencial de intereses favorable a la peseta con respecto a otras divisas de nuestro entorno. Las menores trabas legales e institucionales a los movimientos de capital fueron el complemento ideal para que el citado diferencial de intereses favorable a la peseta generara, a lo largo de gran parte de 1987, 1988 y 1989, un flujo intenso de entrada de capitales hacia España en busca de la mayor rentabilidad y/o apreciación del tipo de cambio de nuestra divisa. Este favorable diferencial de intereses es el responsable también, en parte, del escaso desarrollo de las inversiones españolas en el exterior, a pesar del proceso de liberalización instrumentado. Los flujos de entrada de capitales a España en estos años adoptaron diversas formas:

a) Inversiones de no residentes en títulos de deuda pública (letras del Tesoro y deuda del Estado), que comenzaron a mediados de 1987 -junto con el nacimiento del sistema de anotaciones en cuenta-. Un factor que animó significativamente las inversiones de no residentes en estos títulos fue, no sólo el elevado tipo de interés con que se remuneraban, sino también el descenso de dichos tipos de intereses desde mediados de 1987 hasta mediados de 1988: con ello, a la rentabilidad explícita proporcionada por el tipo de interés, se añadían las ganancias de capital derivadas del aumento del precio de mercado de dichos títulos.

b) Toma de préstamos financieros exteriores por parte de las empresas residentes. Desde el punto de vista de éstas, la obtención de recursos en divisas suponía un coste de financiación claramente inferior al del endeudamiento en pesetas, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio de nuestra divisa. Si a ello añadimos la apreciación que experimentó la peseta con respecto a las divisas de tipo de interés bajo (como el marco alemán y el franco suizo), resultaba que, en algunos casos, el coste de financiación era incluso menor que el tipo de interés de la divisa en la que se denominaban los pasivos.

c) Las inversiones a corto plazo de bancos no residentes en el mercado interbancario español en la forma de depósitos en pesetas convertibles y, posteriormente, en forma de "swaps" de divisas con las entidades delegadas españolas. Estos instrumentos eran los que canalizaban lo que comúnmente se denomina como "dinero caliente", que se mueve muy ágilmente entre diferentes mercados, según sus respectivas rentabilidades y las expectativas sobre la evolución de los tipos de cambio a corto plazo. Estas inversiones adquirieron gran intensidad en determinados momentos, para posteriormente perder importancia, como consecuencia de algunas medidas transitorias de control de cambios introducidas precisamente para desanimarlas. La eliminación o suavización reciente de estas medidas de control de cambios ha coincidido con la apertura del mercado de cesiones temporales de deuda pública a los no residentes, de forma que, hoy día, los flujos transitorios de entrada de dinero caliente encuentran en los "repos" de letras o de deuda un nuevo instrumento, además de los depósitos de convertibles y de los "swaps" de divisas, para su colocación.

¿Cuál ha sido el resultado neto de todo esta combinación de factores legales, institucionales y coyunturales que afectaron al comportamiento y a la estructura de la balanza de capitales española?

En pocas palabras, se podría decir que el saldo neto de las transacciones financieras con el exterior pasó de ser ligeramente negativo en 1985 (por un importe de unos 3.500 millones de dólares) y en 1986 (con un saldo negativo de cerca de 2.300 millones de dólares) a tornarse claramente superavitario en los años posteriores, con saldos netos positivos por importe de casi 13.000 millones en 1987 y 1988, de más de 16.000 millones en el año 1989 y de alrededor de 24.500 millones de dólares en 1990. Este cambio de signo del saldo neto de la balanza de capitales corrió paralelo a un cambio de signo, aunque de sentido inverso y de menor intensidad, en el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente. El resultado neto fue, por tanto, un aumento de las reservas centrales y una apreciación del tipo de cambio nominal de la peseta.

Interesa señalar, por otro lado, que, desde la perspectiva de la sostenibilidad de los déficit corrientes o, dicho en otros términos, de la posibilidad de financiarlos, la creciente internacionalización de la economía española y la progresiva liberalización de los movimientos de capital con el exterior introducen aspectos positivos y negativos:

- Entre los primeros, destaca el salto de nivel que se ha producido en las inversiones directas, de cartera y en inmuebles destinadas a nuestro país. Estas entradas han contribuido a financiar parte del impulso inversor que ha caracterizado a la fase expansiva del ciclo económico español reciente, fenómeno que, a su vez, aumenta el potencial de crecimiento de nuestra economía de cara al futuro. Y ha sido precisamente la demanda de bienes de inversión la causante de una buena parte del aumento del déficit comercial, al menos en los primeros años del ciclo alcista.

- Entre los segundos, sin embargo, debe señalarse la volatilidad de los flujos financieros internacionales, especialmente de aquellos más sensibles a los diferenciales de intereses y a las expectativas sobre los tipos de cambio. Aún cuando el signo de estos flujos ha sido, en conjunto, positivo para España en los últimos años, no es menos cierto que episodios transitorios de fuerte salidas de capitales, como los que se produjeron en octubre-noviembre de 1987 y otros de menor intensidad, como los de septiembre de 1988 y últimos

trimestres de 1989 y de 1990, demuestran que la extrapolación hacia el futuro de las tendencias actuales en cuanto al volumen de las entradas netas de fondos a España es arriesgada. Ello pone en peligro la sostenibilidad de déficits corrientes con un ritmo de crecimiento como el que se ha observado en algunos de los años recientes.

En definitiva, lo ocurrido en España en la segunda parte de los años 80 ha sido que, a pesar del deterioro del saldo de la balanza corriente, la peseta se ha fortalecido gracias al fuerte influjo de capitales procedentes del exterior. A menudo se argumenta que esta apreciación de la peseta es artificial y se sostiene debido al diferencial favorable de intereses con respecto a otras divisas de nuestro entorno. Un análisis más detallado de la composición de la balanza de capitales arroja alguna luz sobre la veracidad de esa proposición:

Con este objetivo, podríamos dividir el flujo de entrada de capitales en España en dos grandes grupos, que llamaremos capitales autónomos y capitales inducidos:

- Por "autónomos" se entienden aquellas entradas de capital extranjero que no son el resultado, al menos directamente, de la existencia de un diferencial de intereses favorable, sino que su motivación es diferente. En otras palabras, son aquellos que, en su conjunto, hubiesen venido a España, aún cuando el diferencial de intereses favorable a la peseta hubiese sido más reducido. Entre ellos se pueden incluir la inversión directa, la inversión en inmuebles y la inversión de cartera en renta variable. Estos capitales, que entraron y siguen entrando de forma masiva desde nuestra incorporación a la C.E.E., han sido, hasta época muy reciente, suficientes para neutralizar el efecto negativo del deterioro de la balanza corriente. En la medida en que un flujo permanente de dinero de esta naturaleza continúe llegando a nuestro país, el análisis de las perspectivas futuras del tipo de cambio debe incorporar esta variable como un fundamento de la estabilidad del tipo de cambio, tan sólido como los flujos de balanza corriente.

- Por "inducidas" se entienden, por contraposición, aquellas entradas de capital que han llegado atraídas por el diferencial de intereses favorable a la peseta y por el reducido riesgo de cambio. El riesgo de cambio que los mercados financieros internacionales han supuesto para la peseta ha sido relativamente pequeño por la existencia, precisamente, de una balanza "básica" saneada (entendiendo por tal, un concepto peculiar

que incluye el saldo corriente y los movimientos de capitales "autónomos") y, posteriormente, también por la pertenencia de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Estas entradas de capitales inducidos por el diferencial de intereses y por la estabilidad "básica" del tipo de cambio se han superpuesto a las anteriores y han coadyuvado a la fuerte tendencia apreciadora de la peseta desde 1987.

Por tanto, no es aventurado decir que, si bien el amplio diferencial de intereses favorable a la peseta ha contribuido sustancialmente a su fortaleza en los mercados de divisas, la entrada continuada de capitales exteriores de naturaleza autónoma hubiese supuesto, por sí misma, una garantía de estabilidad y, probablemente, de una apreciación significativa del tipo de cambio en los años 1986-90.

En resumen: las sustanciales modificaciones en el marco legal e institucional en el que se mueve la economía española y, en particular, el sistema financiero, han alterado el comportamiento del tipo de cambio y, por tanto, el enfoque que se debe adoptar para el análisis del mercado de divisas. La balanza corriente y los diferenciales de inflación ya no son los únicos determinantes de dicha variable (probablemente son muy poco relevantes en períodos cortos y medios de tiempo), sino que los flujos internacionales de capitales, aunque heterogéneos, se constituyen en el factor clave. Estos flujos de capital adquieren, en sistemas financieros liberalizados, un volumen muy superior y se ajustan mucho más rápidamente que los flujos corrientes. Y en ellos juegan un papel preponderante factores interdependientes, tales como las expectativas de beneficios empresariales, los niveles y diferenciales de tipos de interés nominales y reales y las expectativas sobre la propia evolución del tipo de cambio y de los tipos de interés, que complican enormemente el análisis y cualquier ejercicio de prospectiva. Únicamente se puede afirmar que parte de estos capitales (en especial los que anteriormente hemos calificado como inducidos) son muy volátiles y cambian fácilmente de destino ante la menor sombra o incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas y de las perspectivas de crecimiento y estabilidad de precios. A este respecto, debe tenerse en cuenta además, que todavía no se ha producido un flujo paralelo de salida de capitales españoles al exterior, a pesar de la liberalización introducida en los últimos años: las inversiones directas españolas en el exterior representan todavía un volumen pequeño, mientras que las inversiones de cartera y los préstamos financieros al exterior no han dado muestras de ningún dinamismo, debido, sin duda, a la favorable coyuntura macroeconómica española de los últimos años.

Por último, es necesario recalcar, de nuevo, la íntima interrelación entre las políticas monetaria y cambiaria en un entorno de libertad completa de movimientos de capital. Aún más, la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo no hace sino intensificar dicha interdependencia y relega, progresivamente, a la política monetaria (definida más como un objetivo de precios-tipos de interés- y menos como un objetivo de cantidades-agregados monetarios-) al cumplimiento del compromiso de estabilidad del tipo de cambio. Con ello, además, se obliga a la política fiscal a actuar de moduladora de la demanda interna y pierde, también, de una manera indirecta parte de su independencia.

IV.- EFFECTOS DE LA APRECIACION DE LA PESETA EN EL PERIODO 1986-90

Una vez descritas las causas de la evolución ascendente del tipo de cambio nominal de la peseta en la segunda parte de los años 80, es lícito preguntarse cuál ha sido la intensidad de dicha apreciación y cuáles han sido sus efectos sobre las variables reales de la economía. Esta sección tratará de abordar de una manera breve y concisa ambos extremos.

Durante el período que nos ocupa, el tipo de cambio real de la peseta se ha apreciado, es decir, se ha producido una pérdida de competitividad frente al exterior, por dos motivos superpuestos: en primer lugar, por la propia apreciación nominal del tipo de cambio; y, en segundo lugar, por la acumulación de un diferencial positivo de inflación frente a los países destino de nuestras exportaciones y origen de nuestras importaciones. En otras palabras, se ha producido una revalorización de la peseta en términos reales más allá de la mera apreciación nominal.

La estimación de esta pérdida de competitividad exterior de la economía española no es una cuestión fácil. Entre los años 1985 y 1990, la peseta se revalorizó, en términos nominales, un 11,2% frente a los países desarrollados y un 2,3% frente a los

países de la CEE⁴. La apreciación frente a los países desarrollados fue mucho más intensa, como resultado, básicamente, de la fuerte pérdida de valor del dólar con respecto a las monedas europeas en ese período⁵. Entre esos mismos años, la economía española acumuló un diferencial de inflación desfavorable del 14,4% frente a los países desarrollados y del 14,9% frente al conjunto de la CEE, medido por los respectivos índices de precios al consumo. Con ello, se deduce que la apreciación del tipo de cambio de la peseta en el período citado fue, en términos reales, de alrededor del 27,3% frente a los países desarrollados y del 17,6% frente a la CEE. Estas cifras son suficientemente significativas como para argumentar, como con frecuencia se hace, que la peseta adolece de un tipo de cambio sobrevalorado que perjudica la competitividad exterior de la economía española.

Sin embargo, cabe aducir también que la utilización de los índices de precios al consumo para deflactar el tipo de cambio nominal es un método que puede desfigurar la realidad de los hechos. En efecto, el índice de precios al consumo incluye, en todos los países, una buena proporción de bienes no comerciables y de servicios (que son, en general, no comerciables) entre sus componentes. Ello no refleja la capacidad de competencia exterior de las exportaciones ni la capacidad de penetración interna de las importaciones, en la medida en que las distintas subdivisiones del índice presenten un comportamiento dispar. Este fenómeno se ha dado, efectivamente, en España en los últimos años de una manera muy evidente: así, mientras que el componente de servicios del IPC (34,24% del índice total) creció un 46% entre 1985 y 1990, el componente de bienes industriales (32,74% del índice total) lo hizo solamente en un 26%.

Por ello, resulta conveniente deflactar el tipo de cambio nominal por un índice de precios de bienes comerciables. La inexistencia de un índice de este tipo se puede subsanar, de una manera aproximada, mediante la utilización de series de precios

⁴Los datos sobre tipos de cambio efectivos nominales, sobre índices de precios al consumo e industriales, y sobre tipos de cambio efectivos reales, que se citan a lo largo de esta sección, están tomados del Boletín Estadístico del Banco de España.

⁵Nótese que el acercamiento progresivo de la política cambiaria del Banco de España al área europea (primero, con la utilización del índice CEE como referencia y la consiguiente entrada en desuso del índice de países desarrollados; y, posteriormente, con la incorporación al SME) implica que la evolución del tipo de cambio de la peseta con relación al dólar se convierte en una variable residual, desde el punto de vista de la política cambiaria, que depende de la evolución de la divisa norteamericana con respecto al marco alemán.

industriales, dado que la mayor parte de éstos son comerciables, siendo así que la mayor parte de los bienes no industriales y de los servicios no son objeto de comercio internacional. El diferencial desfavorable de incremento de precios industriales acumulado por la economía española en el período 1985-90 fue del 1,2% frente a los países desarrollados y del 1,1% frente a la CEE. Ello implica apreciaciones reales de la peseta en ese período del 12,6% frente a los países desarrollados y del 3,5% frente a la CEE. Estas cifras son claramente inferiores a las que se obtienen con precios al consumo e ilustran sobre la imprecisión inevitable de las estimaciones sobre la pérdida de competitividad exterior.

En definitiva, es evidente que la economía española ha sufrido un deterioro de su competitividad internacional, por la vía de la apreciación del tipo de cambio en términos nominales, a la que se ha añadido la acumulación de un diferencial desfavorable de inflación. Esta revalorización del tipo de cambio real ha sido, sin embargo, menor de lo que se argumenta con frecuencia, debido al comportamiento mucho menos inflacionista de los bienes industriales en comparación con otros bienes y servicios no comerciables.

En contra del razonamiento anterior ha de reconocerse, sin embargo, que esta disociación de una economía entre bienes comerciables y no comerciables no debe entenderse, en la práctica, en su sentido más estricto. Así, por ejemplo, en una economía como la española, en la que el crecimiento de los salarios toma como referencia la evolución del IPC global, incluso en el sector de bienes comerciables, se genera un efecto indirecto negativo sobre la competitividad de las empresas exportadoras y de las empresas competidoras de las importaciones por la existencia de una alta tasa de inflación en los servicios y bienes no comerciables. Por tanto, en la medida en la que el aumento de los precios industriales ha sido menor que el de los precios del conjunto de bienes y servicios y que el de los salarios, ello ha sido posible a costa de un estrechamiento de los márgenes de beneficio en el sector de bienes comerciables (excluyendo mejoras excepcionales de productividad en dicho sector, que no hay razón para suponer que hayan existido). El deterioro de los márgenes de beneficio con el objetivo de evitar que el aumento de los costes laborales se traduzca en un encarecimiento del producto final es una solución sólo transitoria, puesto que, a la larga, compromete la capacidad de financiación interna de inversiones productivas y limita, también, el atractivo para una posible financiación externa.

Con ello, se empeora la capacidad competitiva de la estructura productiva de una economía abierta al exterior.

La apreciación del tipo de cambio real de la peseta en el período 1985-90 ha debido tener, sin duda, efectos sobre las variables reales de la economía. Estos efectos, que son difíciles de estimar con precisión, tienen una doble vertiente: por un lado, dicha apreciación ha podido contribuir positivamente al descenso progresivo de la tasa de inflación; y, por otro, ha debido afectar negativamente a la evolución de la balanza comercial.

Es bien sabido que la fortaleza del tipo de cambio ayuda a aminorar las presiones inflacionistas en una economía a través de dos vías principales:

- En primer lugar, mediante un efecto directo de reducción, en términos de la moneda nacional, de los precios de las importaciones. En las economías occidentales en las que se presenta un alto componente de importaciones a lo largo del proceso productivo (especialmente en lo que hace referencia a las materias primas), el mantenimiento de los costes de los productos importados contribuye a evitar una intensificación de las presiones inflacionistas de origen interno. Así, por ejemplo, se observa que, según datos de los valores unitarios de las importaciones⁶, los precios de las compras al exterior no energéticas descendieron un 3,6% en el período 1985-90. Aunque ello no es achacable en toda su cuantía al efecto del tipo de cambio, sino también a la debilidad general de los precios de las materias primas, es indudable que la fortaleza de la peseta contribuyó de una manera significativa.

- En segundo lugar, mediante un efecto indirecto sobre los exportadores y sobre las empresas competidoras de las importaciones, que se ven privadas de un instrumento fácil y transitorio de ganancia de competitividad (la depreciación de la moneda) y se ven forzadas a buscar mejoras de eficiencia y contención de costes de producción por vías más sólidas y permanentes. El moderado comportamiento de los precios industriales en los años recientes, que se ha comentado más arriba, es una buena prueba de los resultados positivos

⁶Los datos de valores unitarios de las exportaciones y de las importaciones están tomados de la Síntesis Mensual de Indicadores Económicos de la Dirección General de Previsión y Coyuntura del Ministerio de Economía y Hacienda.

a este respecto. Si, además, nos concentramos en el sector de las exportaciones, en lugar de referirnos al conjunto de precios industriales, observaremos que el crecimiento acumulado del valor unitario de las exportaciones no energéticas fue, en el período 1985-90, del 12,8%, inferior al 15,4% de los precios industriales no energéticos.

Por tanto, la apreciación del tipo de cambio real de la peseta contribuyó positivamente al objetivo de contención de las presiones inflacionistas internas. Cabría decir, incluso, que dicha apreciación fue buscada, en algunos momentos, por las autoridades, como parte de una estrategia global antiinflacionista, cuyo puntal era el mantenimiento de unos tipos de interés relativamente elevados. La estabilidad o la revalorización moderada de la moneda se constituye así en un complemento de una política monetaria estricta que pretenda aminorar las presiones y las expectativas inflacionistas de origen interno.

La contraindicación más evidente de una apreciación excesiva del tipo de cambio real es, sin duda, el efecto negativo que tiene sobre la balanza comercial, al encarecer las exportaciones, dificultando su penetración en mercados exteriores, y al abaratar las importaciones, facilitando su penetración en el mercado doméstico. El período que nos ocupa se caracterizó, efectivamente, por un deterioro notable del saldo comercial con el exterior. Este deterioro es achacable, en su mayor parte, al fuerte y continuado crecimiento de las importaciones, más que a un comportamiento negativo de exportaciones. Las exportaciones no energéticas crecieron en volumen un 27,5% en el período 1985-90, lo que implica una pérdida sólo pequeña de cuota de los mercados exteriores, habida cuenta del ritmo de crecimiento de los países destino de nuestras ventas. Al mismo tiempo, sin embargo, las importaciones no energéticas aumentaron en volumen un 150%. Ello es el resultado, en su mayor parte, del fuerte dinamismo de la demanda interna en España en el citado período, en comparación con otros países de nuestro entorno. Es bien sabido que en la determinación de los flujos de comercio exterior tienen mayor relevancia los ritmos de crecimiento relativos de las demandas internas que las variaciones en los tipos de cambio, al menos en plazos de tiempo cortos. El efecto de estos últimos es más difuso y se extiende durante varios años, lo cual dificulta su estimación.

Por tanto, aún cuando sea difícil discernir el origen del deterioro del saldo comercial con el exterior, parece evidente que una buena parte del mismo se ha debido al

ciclo económico alcista de la demanda interna en España y sólo en menor medida al efecto negativo de la apreciación del tipo de cambio.

V. CONCLUSION

En el período 1986-90, la peseta experimentó unas presiones apreciatorias, casi continuadas, que contrastan vivamente con la tendencia hacia la depreciación que se observaba en la mayor parte de los 15 años precedentes.

Esta evolución fue el resultado de la conjunción de una serie de factores, tales como alteraciones en el marco legal de los movimientos de capitales; de alteraciones del entorno institucional en el que se desenvuelve la economía española, en general, y el mercado de divisas, en particular; y de factores cíclicos, relacionados con la especial coyuntura macroeconómica española. Al mismo tiempo, esta evolución coexistió con un cambio progresivo del papel que juega la política cambiaria en el conjunto de la política monetaria, tanto en su diseño como en su instrumentación práctica.

La apreciación nominal de la peseta se intensificó, en términos reales, por la acumulación de un diferencial desfavorable de inflación con respecto a nuestros competidores. La pérdida de competitividad exterior que ello supone es difícil de medir y, en cualquier caso, su efectos sobre la evolución de las exportaciones y de las importaciones es difusa. Unicamente, cabe decir, con cierto grado de seguridad, que la apreciación real del tipo de cambio de la peseta que es menor de lo que, con frecuencia, se sugiere, contribuyó sustancialmente a la moderación de las presiones inflacionistas de origen interno que la posición cíclica de la economía española estaba generando.

TABLA 1

LA BALANZA DE PAGOS ESPAÑOLA 1970-1991

(Millones de dólares)

<u>Año</u>	<u>Balanza corriente(1)</u>	<u>Balanza de capitales(2)</u>	<u>Reservas centrales(3)</u>
1970	219	642	861
1971	921	551	1.472
1972	653	1.076	1.729
1973	603	1.149	1.752
1974	-3.225	2.517	-708
1975	-2.994	2.869	-125
1976	-3.929	2.985	-944
1977	-3.371	4.516	1.145
1978	1.333	2.556	3.889
1979	-1.107	4.092	2.985
1980	-6.291	5.641	-650
1981	-6.160	5.379	-781
1982	-5.564	2.078	-3.486
1983	-3.553	3.227	-326
1984	1.070	3.417	4.487
1985	1.585	-3.497	-1.912
1986	4.962	-2.261	2.701
1987	1.233	12.938	14.171
1988	-3.097	12.800	9.703
1989	-11.635	16.182	4.547
1990	-15.720	24.403	8.683
1991(1er.sem)	-9.293	18.291	8.998

(1) (+) = superávit; (-) = déficit.

(2) (+) = entrada neta; (-) = salida neta.

(3) (+) = aumento; (-) disminución.

FUENTE: Registro de Caja del Banco de España.

TABLA 2

BALANZA DE CAPITALES ESPAÑOLA (1985-1991)

(Millones de dólares)

	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991(1er sem.)</u>
I. CAPITAL A LARGO PLAZO	-1.541	-1.414	9.617	10.199	17.218	18.904	19.328
- Inversión extranjera	(2.462)	(5.165)	(8.319)	(9.458)	(16.635)	(19.935)	(17.820)
- Créditos extranjeros	(-2.853)	(-5.746)	(2.088)	(3.453)	(2.401)	(4.510)	(4.461)
- Inversión española	(-590)	(-930)	(-716)	(-1.370)	(-1.594)	(-3.246)	(-2.078)
- Créditos españoles	(-560)	(97)	(-74)	(-1.342)	(-224)	(-2.294)	(-874)
II. CAPITAL A CORTO PLAZO	-2.017	-766	3.345	3.703	2.343	8.101	2.336

Indice de posición efectiva nominal de la peseta

(Base 1985=100)

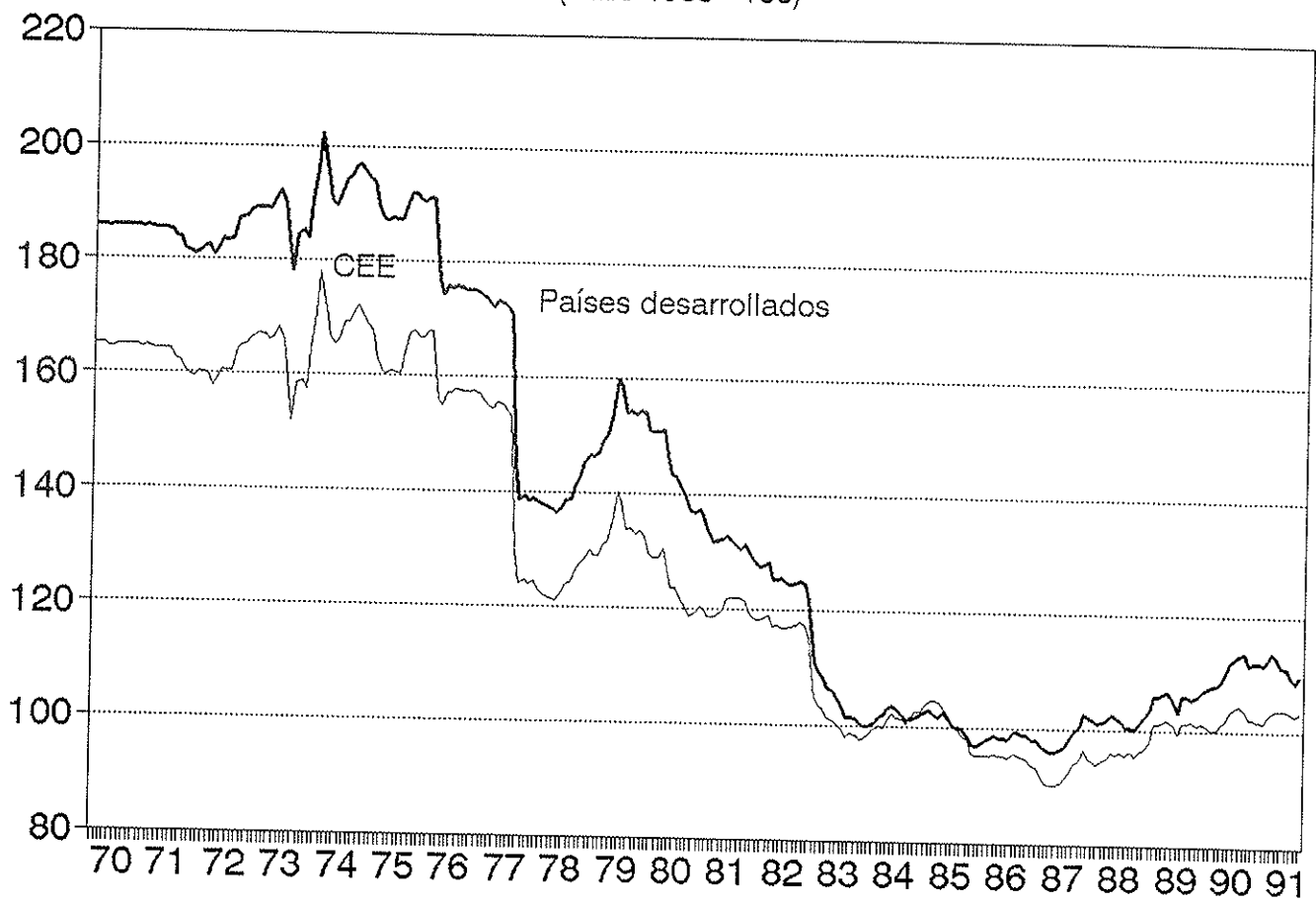


Gráfico 1

Índice de posición efectiva real de la peseta

(medida por precios al consumo. Base 1985=100)

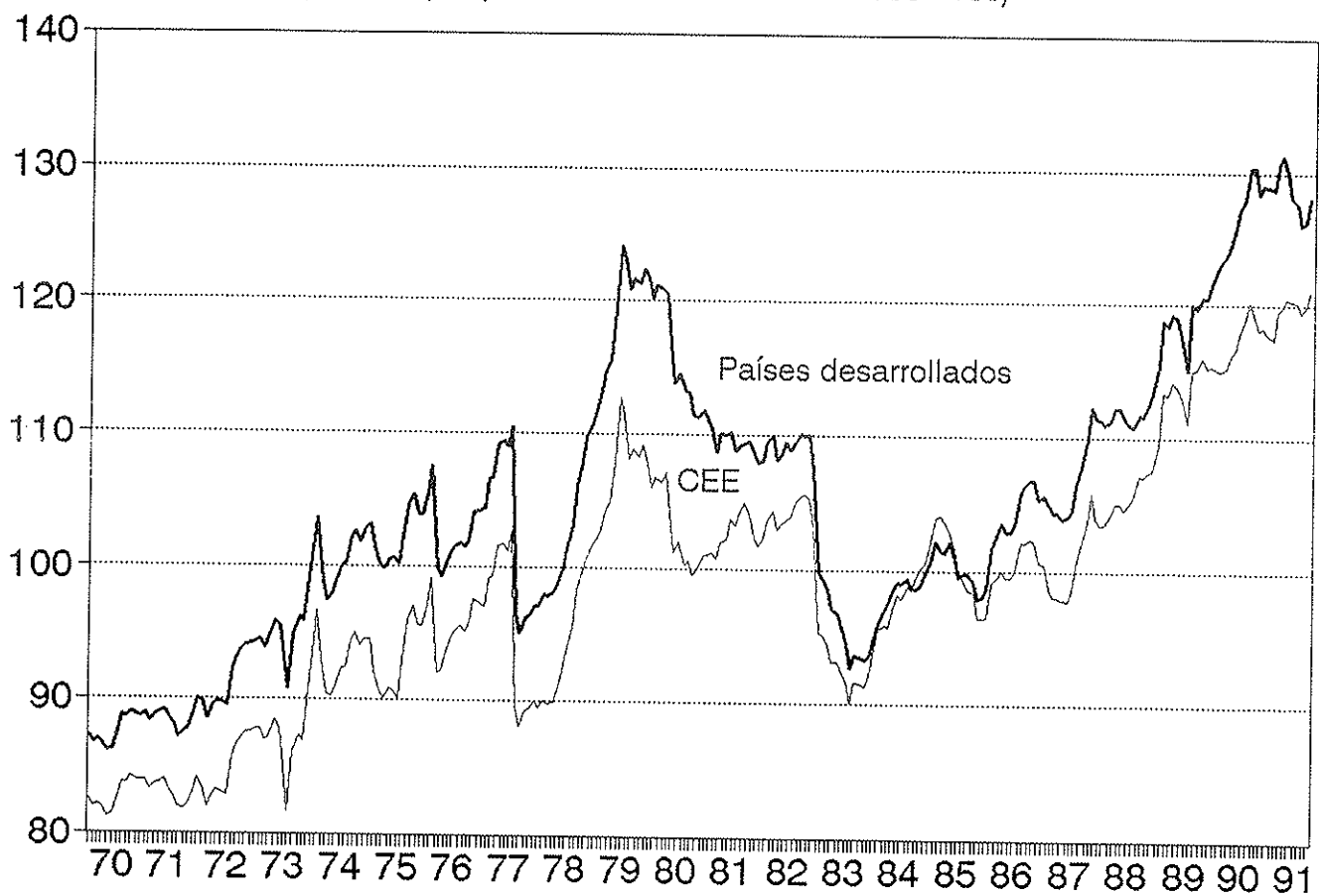


Gráfico 2.a

Índice de posición efectiva real de la peseta

(Medida por precios industriales. Base 1985 = 100)

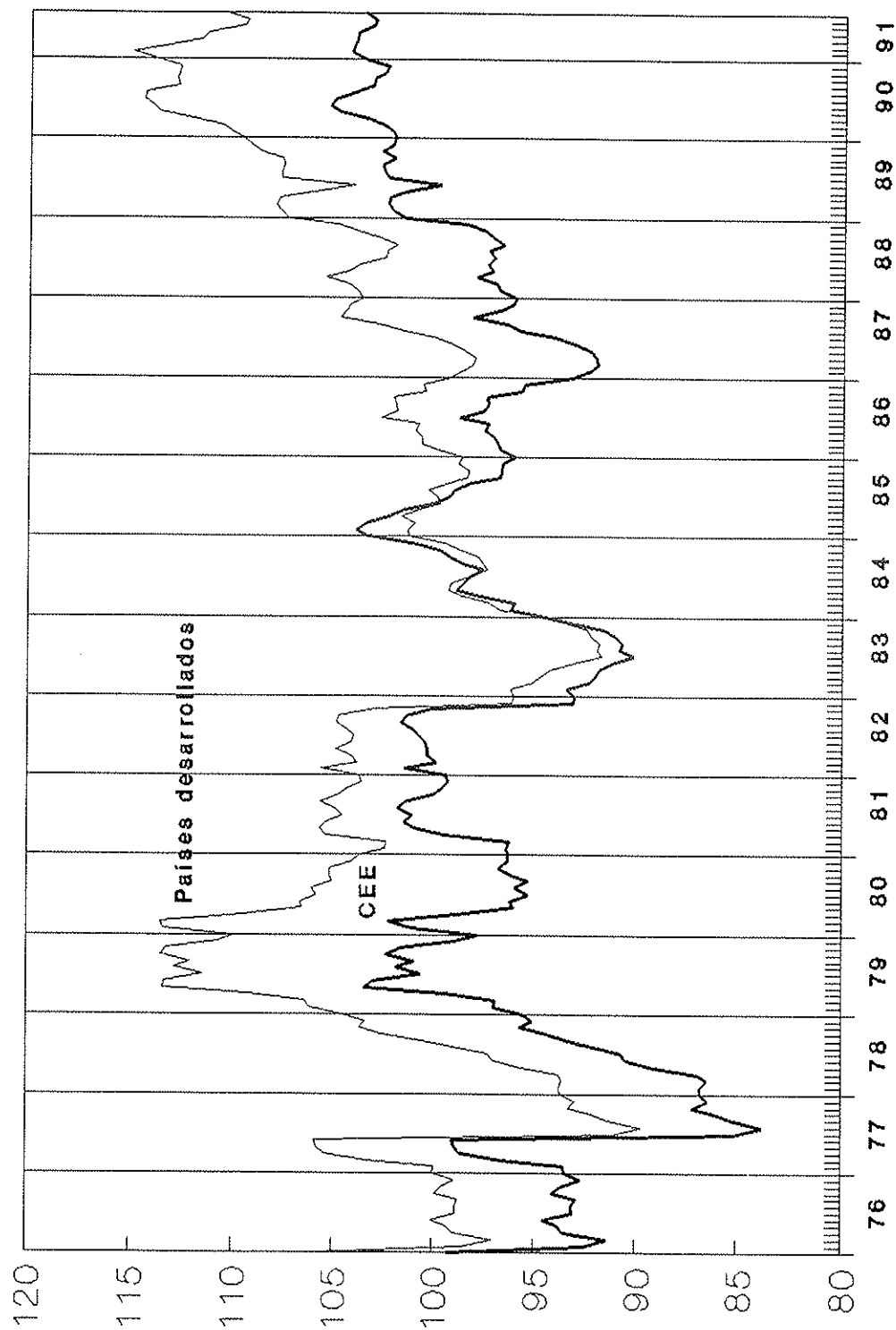


Gráfico 2.b