



FEDEA

FUNDACION DE ESTUDIOS DE
ECONOMIA APLICADA

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

**EL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA ANTE
LA UNION MONETARIA EUROPEA***

por

Daniel Manzano**

Documento de Trabajo 91-23

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. Mi agradecimiento a J.L. Alzola, P. Bacchetta y J. Pérez-Campanero por sus comentarios en el debate organizado por FUNDES-FEDEA. Mi agradecimiento también a todo el equipo de Analistas Financieros Internacionales en cuyo seno se ha elaborado este trabajo. En particular Belén Mateos y Marisol de Francisco me han proporcionado la base estadística y gráfica necesaria y Belén Carrera ha organizado pacientemente el material y se ha encargado de la labor mecanográfica. Por supuesto, la responsabilidad de los errores u omisiones que pudiera contener este trabajo es sólo del autor.

** Analistas Financieros Internacionales, S.A.

INDICE

I. INTRODUCCION

II. LOS TERMINOS DEL DEBATE

III. EL GRADO DE APRECIACION DE LA PESETA

III.1. La apreciación de la peseta en el período 1986-1991.

III.2. Una visión de más largo plazo.

IV. DETERMINANTES DE LA APRECIACION REAL DE LA PESETA

IV.1. Liberalización financiera y movimientos de capital.

IV.2. Rigideces en los precios y salarios.

IV.3. Ganancias de productividad.

V. EL CAMBIO DE COYUNTURA, LA CREDIBILIDAD Y EL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA EN EL HORIZONTE DE LA UNION MONETARIA EUROPEA

V.1. Consideraciones previas.

V.2. El anclaje del tipo de cambio nominal, el crecimiento y la inflación en España.

VI. CONCLUSIONES

REFERENCIAS

I. INTRODUCCION

El tipo de cambio de su moneda es un precio esencial para una economía, tanto más cuanto más abierta sea, dado que afecta de forma específica a sus flujos exteriores y, por ende, incide directamente en el nivel de actividad económica y en la formación de otros precios.

Además es mucho más esencial en un régimen de tipos de cambio cuasi-fijos, porque una vez decidido el "nivel adecuado", las autoridades renuncian a su posterior utilización como instrumento de política económica para afectar a las variables de oferta y/o demanda y a los precios. Se convierte así en un elemento de anclaje para la instrumentación de la política económica.

En todo caso no conviene olvidar que más allá del nivel fijado en su caso, es crucial la propia decisión de utilizar la inmovilidad del tipo de cambio como mecanismo disciplinario. En particular ofrece ventajas en términos de credibilidad a países que como el nuestro, por ejemplo, no han gozado de la misma en grado homologable a la de los países del área en el que hemos decidido integrarnos.

El presente artículo tiene como objetivo contribuir al debate abierto sobre la adecuación del tipo de cambio de la peseta, después de algo más de dos años desde que nuestras autoridades decidiesen su adscripción al mecanismo de cambios del SME. Dicha discusión está implícitamente asociada al análisis de la competitividad y más en concreto al de la **competitividad vía precios**; de su evolución relativa en una moneda común en definitiva. También esta será la perspectiva básica que adoptaremos, sin bien no debe olvidarse que aunque crucial, la evolución relativa de los precios no es la referencia exclusiva para el análisis de la competitividad de una economía.

En un primer epígrafe situaremos los términos del debate para valorar después la apreciación que ha experimentado en los últimos años nuestra moneda. Un tercer epígrafe estará dedicado a desentrañar los mecanismos que han determinado dicha apreciación. A la luz de los mismos valoraremos en el cuarto epígrafe la transitoriedad o permanencia del proceso y las ventajas e inconvenientes de optar en la actual coyuntura por "soluciones

devaluatorias", si fuese recomendable alimentar una depreciación real de la peseta. El quinto y último nos servirá para reflejar las principales conclusiones.

II. LOS TERMINOS DEL DEBATE

Varios han sido los factores que han convertido al tipo de cambio de la peseta en centro de un interesante debate en los últimos años. Entre otros, debe destacarse en primer lugar la marcada apertura al exterior de la economía española desde nuestra integración en la CEE, coincidiendo con un período -la segunda mitad de la pasada década- en el que ha mostrado un espectacular dinamismo y ha sufrido una profunda transformación. El compromiso adquirido de completa liberalización de nuestros flujos exteriores, y en particular de los movimientos de capital en el horizonte de 1992, ha contribuido igualmente a hacer más vinculante dicha variable. Por último, la asunción explícita en este contexto de una disciplina en la instrumentación de la política económica basada en el principio de inamovilidad (relativa) del tipo de cambio de la peseta frente a las monedas de nuestros principales socios comunitarios, ha favorecido más aún la controversia entre dos posiciones extremas.

La apreciación en términos reales (también nominales) de nuestra moneda en este período, más o menos intensa, pero irrefutable empíricamente, ha sido señalada por algunos como principal **responsable** de un proceso de deterioro de la competitividad exterior de nuestra economía, cuyo máximo exponente no serían sino los abultados y crecientes déficit corrientes exteriores que se han venido registrando. Dicho proceso pondría en peligro en última instancia, según esta posición, la pretensión de un crecimiento económico suficiente, sostenido y equilibrado en el futuro.

En el otro extremo, la citada apreciación de la peseta es contemplada simplemente como el **resultado** de su creciente demanda vinculada a su mayor atractivo para la denominación de inversiones reales y financieras en un contexto de ganancia de credibilidad de la política económica instrumentada y de confianza del mercado en la sostenibilidad de los actuales desequilibrios (inflación y déficit exterior), cuyos determinantes habría que buscarlos básicamente en el ámbito interno. Además, para quienes defienden esta posición, dicho resultado es extremadamente beneficioso por sus favorables

efectos en la lucha antiinflacionista, sobre cuyo éxito habrían de cimentarse las mejoras no meramente transitorias de competitividad.

En el presente artículo defenderemos como más acertada esta segunda interpretación, justificando, por tanto, que la política que denominaremos de "aceptación de una peseta fuerte" ha sido globalmente favorable en el período que ha seguido a nuestra incorporación a la CEE, en el marco de las condiciones económicas que han operado en estos últimos años.

Señalaremos, no obstante, que sus favorables efectos pueden estar agotándose o tender a agotarse en el tiempo, propiciando potencialmente un ajuste excesivo de aquéllos sectores (el industrial) más expuestos a la competencia exterior, sin afectar a aquellos otros (servicios) que, operando en un mercado cautivo, son responsables en mayor medida de los desequilibrios de nuestra economía. Desde esta perspectiva, la defensa-aceptación a ultranza de una política de peseta fuerte, a pesar de sus efectos positivos sobre la credibilidad en la lucha antiinflacionista, podría no ser tan conveniente en el futuro próximo; sobre todo en el horizonte de mayor compromiso cambiario (estrechamiento de la banda de fluctuación inicialmente y fijación irrevocable de tipos fijos después) previsto en la Unión Monetaria Europea.

Identificado este riesgo concluiremos que, a pesar de ello, poner en práctica una política económica que propicie una depreciación significativa de la peseta sobre los niveles en los que viene cotizando desde su adscripción al mecanismo de cambios del SME podría ser contraproducente, y por consiguiente difícilmente justificable, en tanto que no estén consolidadas suficientemente las expectativas de corrección de los desequilibrios básicos.

III. EL GRADO DE APRECIACION DE LA PESETA

III.1. La apreciación de la peseta en el período 1986-1991

Un análisis de la "conveniencia" del nivel en el que actualmente cotiza nuestra moneda exige antes de nada cuantificar el mismo y por tanto estudiar, al menos, su comportamiento más reciente; en particular, desde 1986, año en el que coincidiendo con

nuestra incorporación a la CEE se inicia en nuestro país un período de espectacular expansión económica, determinante para comprender tanto los desequilibrios fundamentales que han venido caracterizando a la economía española como sus elevados tipos de interés relativos y la evolución del tipo de cambio de la peseta.

De entrada debe señalarse que, a lo largo de este período, nuestra moneda se ha apreciado **en términos nominales** frente al conjunto de divisas componentes de cualquiera de las áreas para nosotros vinculantes. Así, como puede observarse en la tabla 1, si se toma como base el año 1985 la apreciación nominal de la peseta en el primer semestre de 1991 respecto al conjunto de comunitarias era de un 1,4%, mientras que alcanzaba casi el 20% frente a los países de la OCDE¹. En cualquier caso, estas cifras de apreciación nominal de la peseta para el conjunto del período esconden un comportamiento diferenciado a lo largo del mismo. En los dos primeros años, 1986 y 1987, la peseta se deprecia frente al conjunto de monedas europeas (en torno a un 10%) manteniéndose prácticamente constante su tipo de cambio efectivo nominal (como consecuencia de la notable caída del dólar en este período) frente a los países de la OCDE. Los años siguientes evidencian, sin embargo, las fuertes presiones apreciadoras a las que ha estado sometida nuestra moneda: frente a las áreas mencionadas su apreciación nominal ha sido de un 8%- 17% en los últimos cuatro años y medio.

La consideración de la evolución de los precios relativos (tabla 2) frente a estas áreas determina, por otra parte, que la apreciación experimentada por la peseta desde nuestra incorporación a la CEE sea superior **en términos reales** (tabla 3), independientemente, además, de cual sea el indicador de precios- coste escogido de los habitualmente utilizados en el tipo de análisis que proponemos: precios de consumo, precios industriales o costes laborales unitarios (C.L.U.) en la industria. Bien es cierto que sólo es algo superior a las apreciaciones nominales antes citadas si el índice de posición efectiva real o tipo de cambio efectivo real (TCER) de la peseta se construye utilizando los **precios industriales**; en concreto, 6,8% y 25,2% respecto a los países de la CEE y los de la OCDE respectivamente.

Su apreciación real es muy superior, sin embargo, si el deflactor utilizado es el **índice de precios de consumo**, dado que nuestras sistemáticas y significativamente

¹ Utilizando las ponderaciones MERM 80-83 del FMI.

TABLA 1

INDICES DE TIPO DE CAMBIO NOMINAL DE LA PESETA FRENTE A:						
	CEE (*)	OCDE (*)	MARCO	LIBRA EST.	DOLAR	YEN
1985	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1986	93.8	100.7	89.8	106.9	121.4	85.7
1987	91.3	102.4	84.5	108.7	137.6	83.8
1988	94.8	105.6	87.4	106.0	145.8	78.7
1989	99.7	108.7	92.1	113.1	143.4	83.1
1990	100.3	116.5	92.0	121.0	166.6	101.4
1991 (**)	101.4	119.2	93.1	119.8	167.9	96.0

(*) Utilizando las ponderaciones MERM 80 - 83 del FMI.

(**) Primer semestre.

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

TABLA 2

INDICE DE PRECIOS RELATIVOS FRENTE A:						
	CEE (*)			OCDE (*)		
	PRECIOS CONSUMO	PRECIOS PRODUCC.	C.L.U.	PRECIOS CONSUMO	PRECIOS PRODUCC.	C.L.U.
1985	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1986	104,1	105.5	100.8	104.3	105.4	101.6
1987	106.8	106.8	102.5	106.9	106.6	105.8
1988	108.8	106.7	105.2	108.7	107.1	109.3
1989	111.5	106.0	109.3	111.4	106.8	113.8
1990	114.0	106.3	114.3	113.6	106.1	120.2
1991(**)	115.6	105,3		114.8	105.0	

(*) Utilizando las ponderaciones MERM 80 - 83 del FMI.

(**) Primer semestre.

FUENTE: Dirección General de Previsión y Coyuntura.

TABLA 3

INDICE DE TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DE LA PESETA FRENTE A:						
	CEE (*)			OCDE (*)		
	PRECIOS CONSUMO	PRECIOS PRODUCC.	C.L.U.	PRECIOS CONSUMO	PRECIOS PRODUCC.	C.L.U.
1985	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1986	97.6	99.0	94.6	105.0	106.1	102.3
1987	97.5	97.5	93.6	109.5	109.2	108.3
1988	103.1	101.2	99.7	114.8	113.1	115.4
1989	111.2	105.7	109.0	121.1	116.1	123.7
1990	114.3	106.6	114.6	132.3	123.6	140.0
1991 (**)	117.2	106.8		136.8	125.2	

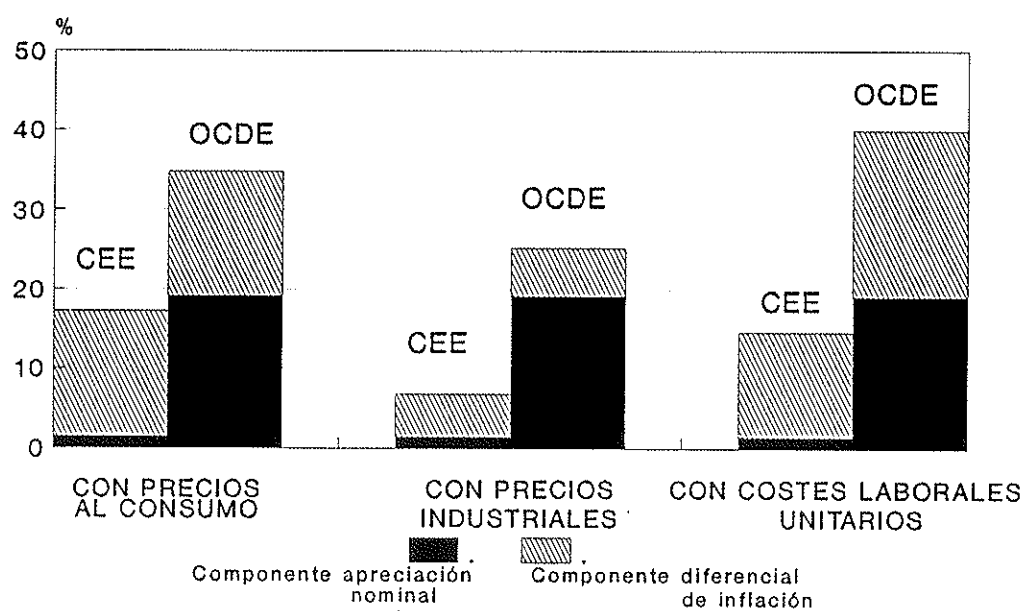
(*) Utilizando las ponderaciones MERM 80 - 83 del FMI.

(**) Primer semestre.

FUENTE: Dirección General de Previsión y Coyuntura.

Gráfico 1

VARIACION EN LA POSICION EFECTIVA REAL
DE LA PESETA FRENTE A LA CEE Y LA OCDE
EN EL PERIODO 1986-1991 (1º semestre)



superiores tasas de inflación medidas por este indicador de precios se traducen en apreciaciones reales de la peseta en este período de nada menos que un 17,2% y un 36,8% respecto a cada una de dichas áreas.

No muy diferente de estos últimos porcentajes es el grado de apreciación real de la peseta bajo la consideración como deflactor de los **C.L.U. en la industria**. Aunque la evolución relativa de los tres indicadores de precios empleados en el análisis tiene implicaciones notables que serán comentadas posteriormente, puede adelantarse que los C.L.U. constituyen probablemente el indicador más relevante para el análisis de la competitividad-precios, en la medida en que la mayor parte de la producción en este sector es comercializada internacionalmente y sus precios no pueden separarse de forma permanente de la senda de crecimiento de los C.L.U. Utilizando este deflactor, la apreciación real de la peseta frente a la CEE alcanzaba un 14,6% en 1990 (último año para el que se dispone de información en este caso), siendo de nada menos que un 40% frente a los países de la OCDE. La mayor apreciación nominal relativa de la peseta respecto a esta última área (derivada básicamente de la cesión del dólar antes señalada) constituye, al igual que en la determinación del TCER con precios al consumo o precios de producción, la explicación básica de nuestra mayor pérdida de competitividad frente a los países de la OCDE que frente a los países de la CEE. No obstante debe citarse adicionalmente en este último caso el menor crecimiento de los C.L.U. en los países extracomunitarios.

En definitiva, entre el 7% y el 17% constituye el rango aproximado en el que, atendiendo a diferentes indicadores de precios-costes, cabe evaluar la apreciación real de la peseta frente a los países comunitarios desde nuestra integración en este área hasta mediados de 1991. De estos porcentajes sólo un 1,4% debe atribuirse a una apreciación nominal de la peseta: por tanto, **en este caso nuestra pérdida de competitividad en precios se explica casi totalmente por nuestras sistemáticamente mayores tasas de inflación** (véase el Gráfico 1).

Mucho mayor es la apreciación real de la peseta frente al conjunto de países que integran la OCDE, nada menos que entre un 25% y un 40% según el indicador de precios-costes utilizado. En este otro caso la contribución de la apreciación nominal de la peseta al deterioro de nuestra competitividad en precios es, sin embargo, sustancial; casi un 20%.

III.2. Una visión de más largo plazo

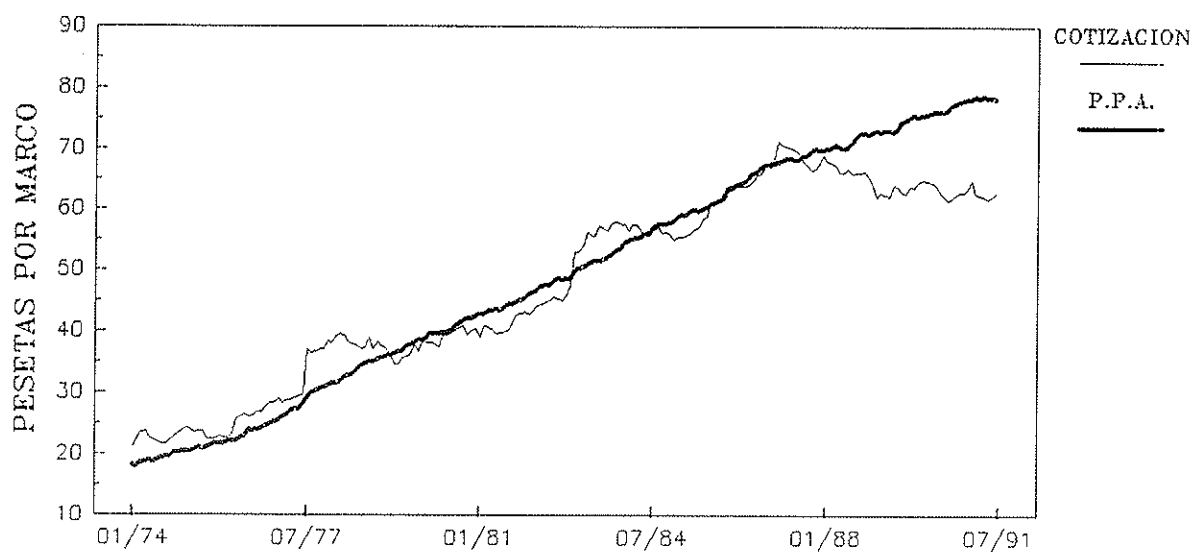
Constatada esta importante apreciación real de la peseta en los últimos años, una valoración más rigurosa de su nivel de cotización exige, sin embargo, una perspectiva de más largo plazo. Al fin y al cabo las cifras anteriores están calculadas sobre un período base de referencia, el año 1985, que no necesariamente debe corresponderse con el "nivel de equilibrio", identificando éste con la verificación, al menos aproximada, de la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA en adelante). De hecho podría apuntarse el notable superávit exterior por cuenta corriente (casi un 2% del PIB) en 1985 como indicio de una posible infravaloración de la peseta en términos reales en nuestro año base; de ser así, la apreciación real de la peseta antes comentada debería leerse, al menos parcialmente, en términos de compensación de la pérdida previa de poder de compra de nuestra moneda.

Con el fin de identificar esta posibilidad hemos considerado el período 1974-1991 procediendo a estimar la senda del tipo de cambio de paridad para el mismo. Estimar dicha senda sería trivial bajo la hipótesis de conocimiento previo de un momento del tiempo en el que el tipo de cambio de mercado se ajustase al "tipo de cambio de equilibrio" (en nuestra consideración un momento de tiempo en el que se verificase la PPA). El reconocimiento ex-ante del desconocimiento de dicho momento hace obligada la utilización de una metodología en la que no sea vinculante dicha hipótesis. En particular, la que hemos empleado (véase para su desarrollo Manzano, D. (1989)) consiste en el cálculo de la **senda promedio** de las sendas posibles que resultan de suponer todos y cada uno de los momentos temporales del período elegido como eventuales puntos de equilibrio. El supuesto de verificación a largo plazo de la PPA garantizaría, con la utilización de una muestra de período de tiempo suficientemente extenso, que la senda resultante de la aplicación de esta metodología fuese muy ajustada a la verdadera senda de paridad. La consideración del marco alemán como moneda más vinculante en el seno del SME y de los deflatores de precios para los que se dispone de información mensual (índices de precios de consumo y de precios industriales) arroja los resultados que muestran los Gráficos 2 y 3, resultados que son extensibles mayoritariamente a otros países comunitarios.

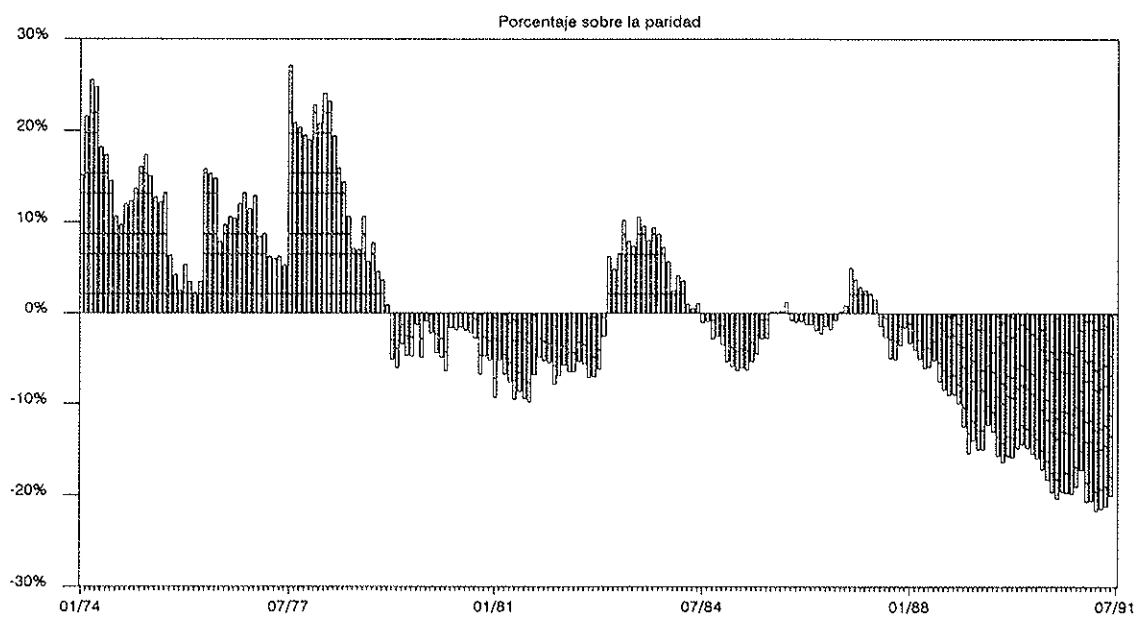
Dichos gráficos son consistentes no sólo con la apreciación real de la peseta a lo largo de estos últimos años que ya habíamos constatado, sino con **su apreciación respecto a la senda de paridad resultante del análisis de un período dilatado de tiempo**. Asimismo,

TIPO DE CAMBIO DE PARIDAD PTA-MARCO Y DESVIACION DEL TIPO DE MERCADO
(CON PRECIOS AL CONSUMO)

PARIDAD PESETA / MARCO ALEMAN

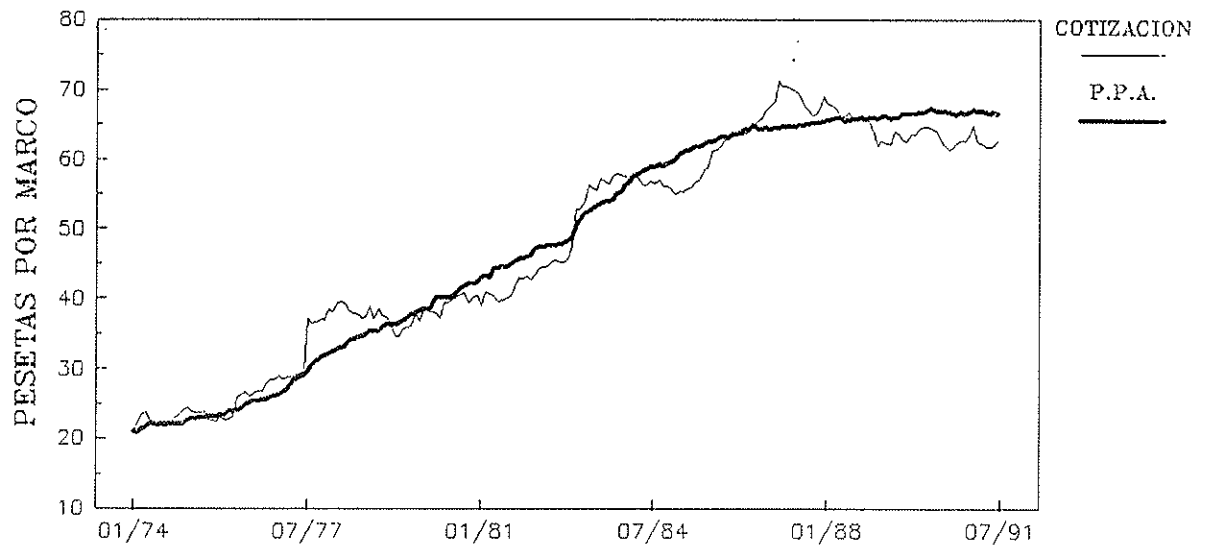


DIFERENCIAL PESETA / MARCO ALEMAN

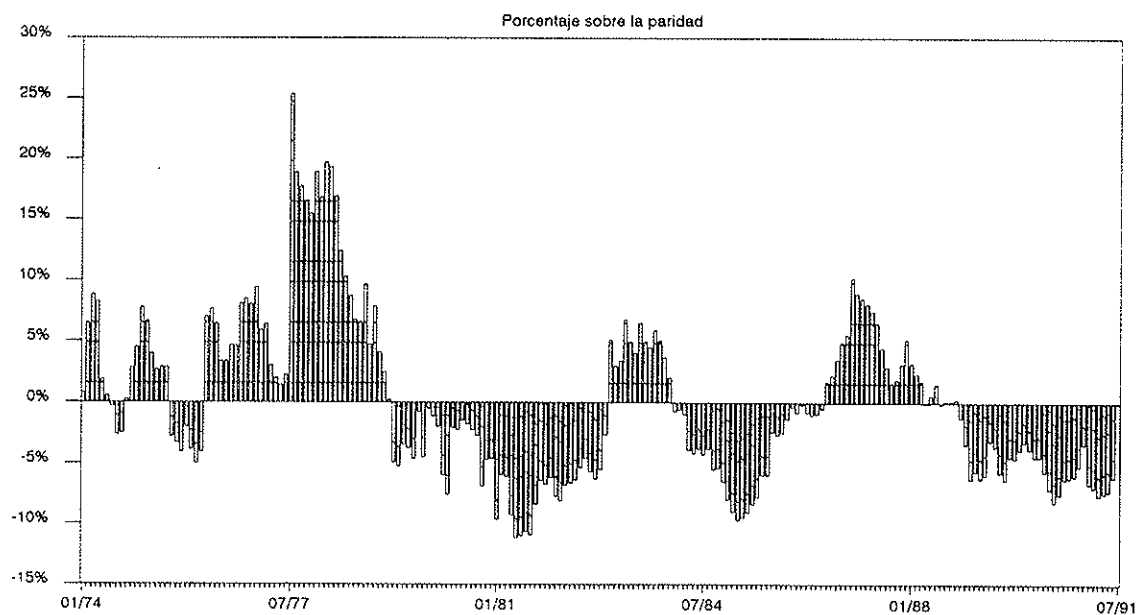


TIPO DE CAMBIO DE PARIDAD PTA-MARCO Y DESVIACION DEL TIPO DE MERCADO
(CON PRECIOS DE PRODUCCION)

PARIDAD PESETA / MARCO ALEMAN



DIFERENCIAL PESETA/MARCO ALEMAN



dichos gráficos muestran que en 1985 -el año previo a nuestra incorporación a la CEE que se ha tomado como referencia-, el tipo de cambio nominal de la peseta se correspondía aproximadamente con su tipo de cambio de paridad; incluso cabe hablar de cierta apreciación sobre el mismo.

En consecuencia, la apreciación real de la peseta en los últimos años no habría de catalogarse según este análisis como de mero efecto compensador de una pérdida de poder adquisitivo en periodos anteriores: **dicha apreciación constituiría en su totalidad un saldo deudor desde la perspectiva de la competitividad vía precios.** Ahora bien, la constatación de este resultado no es motivo suficiente para propugnar una devaluación de la peseta. Otras desviaciones de la senda de paridad, en grado más o menos apreciable, pero también durante largos periodos de tiempo han caracterizado el perfil temporal de cotización de la peseta, siendo ello un fenómeno no menos común en el análisis de otras divisas.

Cualquier propuesta pasa necesariamente por entender las razones que han propiciado el episodio de desviación significativa y prolongada respecto al tipo de cambio de paridad (de sobrevaloración de la peseta en términos reales, en nuestro caso), valorar sus efectos favorables y sus contraindicaciones en la actualidad y, sobre todo, los riesgos asociados a una eventual prolongación excesiva en el tiempo de una situación de este tipo frente a los riesgos en los que asimismo se incurre con "soluciones devaluatorias". A ello dedicaremos las siguientes secciones.

IV. DETERMINANTES DE LA APRECIACION REAL DE LA PESETA

Siguiendo a Danthine J.P. y otros (1991) serían tres las razones últimas básicas capaces de propiciar una apreciación significativa del tipo de cambio efectivo real de una moneda: fuertes entradas de capital vinculadas a procesos de liberalización en paralelo a la definición de elevados diferenciales de tipos de interés reales, rigideces en el mercado de bienes (en la fijación de precios y salarios) frente a la flexibilidad del mercado de activos financieros y, finalmente, ganancias de productividad de una economía frente a sus competidores. Independientemente de la dificultad empírica para asignar un peso específico a cada una de ellas y de la posibilidad de utilizar clasificaciones alternativas, esta distinción

constituye en nuestra opinión una interesante perspectiva teórica para entender fenómenos de apreciación como los experimentados por la peseta en los últimos años, aunque, como ya hemos mencionado en absoluto de forma privativa. También es interesante esta clasificación para el análisis de la transitoriedad o la permanencia del fenómeno de apreciación real de una moneda.

Las razones mencionadas están, como es natural, íntimamente asociadas a las múltiples y novedosas aportaciones realizadas en la vertiente de la determinación de los tipos de cambio en las dos últimas décadas. Conviene recordar a este respecto que no es hasta los años setenta, a raíz de la implementación del sistema de tipos de cambios flotantes y del inicio del proceso de desregulación financiera, cuando el esfuerzo investigador (intensificado en la década de los ochenta) por desentrañar los mecanismos que rigen el comportamiento de los tipos de cambio ha sido especialmente importante.

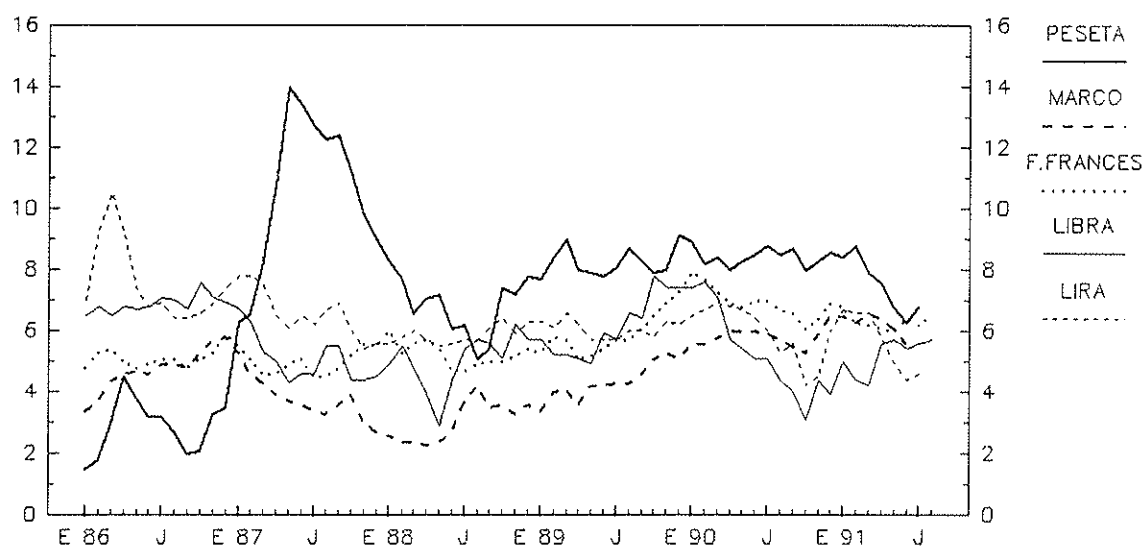
IV.1. Liberalización financiera y movimientos de capital.

Resultado básico de estas investigaciones es la necesidad de incorporar lo que genéricamente se ha denominado el "mercado de dinero" (los flujos de capitales, en definitiva) para entender dicho comportamiento. Esta ha sido la aportación fundamental de los llamados "modelos monetarios" (en cualquiera de sus variantes) que, por oposición a los modelos más tradicionales que hacían recaer el poder explicativo sobre variables de carácter real, ponen el énfasis en factores de carácter monetario: **hacen descansar en la balanza de capitales, por consiguiente, la explicación fundamental de los movimientos en el tipo de cambio.**

Pocas dudas caben de que factores de carácter financiero y, en particular, las espectaculares entradas de capital, ligadas al proceso de liberalización financiera y estimuladas por persistentes diferenciales de tipos de interés reales (Gráficos 4 y 5), y expectativas de atractivas rentabilidades de las inversiones reales, constituyen una explicación básica de la apreciación de la peseta descrita en la sección anterior, siendo precisamente esta combinación **una de las tres razones** señaladas por los autores mencionados.

TIPOS DE INTERES REALES (*)

CORTO PLAZO

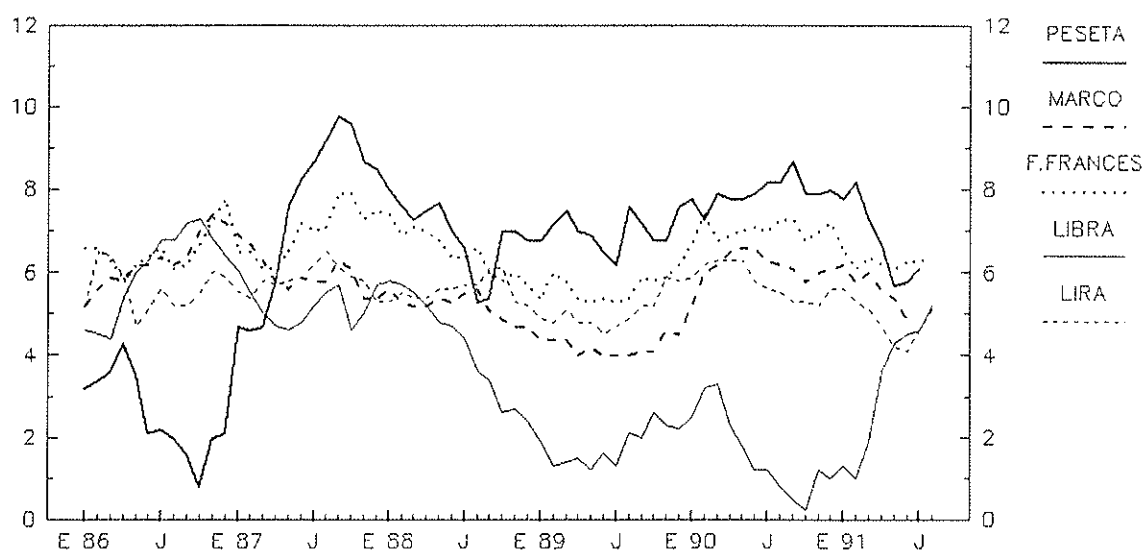


(*) Tipo nominal - Inflación actual

Gráfico 5

TIPOS DE INTERES REALES (*)

LARGO PLAZO



(*) Tipo nominal - Inflación actual

No abundaremos excesivamente en un fenómeno suficientemente conocido, pero merece la pena, aunque sea de forma relativamente compacta, reflejar la intensidad del mismo. Con este fin ofrecemos en la tabla 4 el desglose de las principales partidas de la balanza de pagos española en los últimos cinco años y medio acumulando para este período todas y cada una de ellas en la última columna.

La intensidad del fenómeno de acumulación de activos en pesetas por parte del sector no residente es tanto más expresiva si se contrapone al galopante deterioro paralelo del saldo por cuenta corriente de la balanza, como reflejo de los crecientes déficit comerciales y del desfavorable comportamiento de los ingresos netos de la subbalanza de servicios, tradicionalmente compensadora de aquéllos. Los 102,6 m.m. de dólares de déficit comercial en el conjunto del período (el 70% aproximadamente en los últimos dos años y medio) sólo son compensados parcialmente por unos superávit de 49,7 m.m. y 20,4 m.m. de dólares vía subbalanza de servicios y de transferencias respectivamente. Ello arroja un déficit corriente acumulado en el período superior a los 33 m.m. de dólares (obsérvese que el sólo cómputo de los últimos dos años y medio supondría incluso una cifra superior dado que en los primeros años del período de análisis la balanza corriente era superavitaria).

Pues bien, frente a esas necesidades netas de financiación exterior desde nuestro ingreso a la CEE que refleja el déficit corriente acumulado en este período, únicamente las entradas netas de capital a largo plazo representaron mucho más que el doble de aquéllas, nada menos que casi 74 m.m. de dólares. Y ello, aun en un contexto de restricción (contrario al espíritu liberalizador de estos años) de determinados flujos de entrada de capital a largo plazo (en concreto, la financiación crediticia exterior) en buena parte de este período. Si a ello se le añade unas entradas de capital a corto plazo que acumuladas representaron casi 20 m.m. de dólares, a pesar de las no menos notables restricciones que han estado vigentes (igualmente contrarias al espíritu liberalizador), se tiene la explicación de la mayor acumulación mundial de reservas de un banco central en los últimos años. Dicha acumulación asciende a 48,8 m.m. de dólares aproximadamente el 75% del stock de reservas centrales con el que actualmente cuenta nuestro país.

TABLA 4
BALANZA DE PAGOS
Miles de millones de dólares

	1986	1987	1988	1989	1990	1991 1ºSemestre	Acumulado 86-91
1. BALANZA COMERCIAL	-5,6	-11,4	-16,2	-24,5	-29,5	-15,5	-102,7
Importaciones	32,4	44,6	55,8	65,6	80,5	43,7	322,6
Exportaciones	26,8	33,2	39,6	41,2	51,0	28,3	220,1
2. SERVICIOS	9,6	10,2	9,4	8,5	9,0	2,9	49,6
De los que:							
Turismo	10,5	12,8	14,1	13,1	14,3	6,0	70,8
Rentas de inversión netas	-2,0	-2,9	-3,5	-3,1	-3,7	-2,3	-17,5
3. TRANSFERENCIAS	1,0	2,5	3,7	4,4	4,8	3,3	19,7
4. BALANZA POR C/C (1+2+3)	5,0	1,2	-3,1	-11,6	-15,7	-9,3	-33,5
5. ENTRADAS NETAS DE CAPITAL A L.P.	-1,4	9,6	10,2	17,2	19,3	18,8	73,7
De las que:							
Sector privado	0,6	9,6	10,9	14,0	15,5	8,7	59,3
Inversión neta	4,2	7,3	7,8	13,0	15,0	6,4	53,7
Directa	1,6	2,0	3,3	4,2	7,9	2,7	21,7
En Inmuebles	1,4	1,8	2,3	2,5	2,3	0,7	11,0
De cartera	1,2	3,5	2,0	6,1	4,1	2,9	19,8
Crédito neto	-3,6	2,3	3,1	0,9	0,5	2,3	5,5
Sector público	-2,0	0,1	-0,7	3,3	3,7	10,1	14,5
Inversión neta	0,0	0,3	0,3	2,0	1,7	9,3	13,6
Crédito neto	-2,0	-0,2	-1,0	1,3	2,1	0,7	0,9
6. BALANZA BASICA (4+5)	3,6	10,8	7,1	5,6	3,6	9,5	40,2
7. ENTRADAS NETAS DE CAPITAL A C.P.	-1,0	3,7	4,4	1,9	9,2	1,5	19,7
8. VARIACION RESERVAS CENTRALES (+ = aumento)	2,7	14,2	9,7	4,5	8,7	9,0	48,8

FUENTE: Banco de España (Boletín Estadístico)

Dejemos constancia, de momento, de tan expresivos datos destacando, en todo caso, dos hechos adicionales. En primer lugar, que del total de pasivos netos exteriores acumulados por la economía española vía entrada de capitales a largo plazo en el período de análisis un 77% tuvo como destinatario al sector privado, correspondiendo el 23% restante al sector público. Sin embargo, es espectacular el vuelco que se produce en 1991, año en el que, como es conocido, se produce una enorme adquisición de deuda pública española por parte de no residentes, una vez que este mercado se homologa en condiciones para estos agentes al de nuestros principales socios comunitarios. Así el sector público se convierte en el primer semestre de dicho año en el destinatario de más del 50% de los fondos derivados del incremento de los pasivos netos exteriores a largo plazo de la economía española.

El segundo hecho a destacar es que del total de entradas de capital a largo que se han convertido en pasivos exteriores del sector privado (como ya hemos dicho una parte mayoritaria), han dominado claramente las que han tomado la forma de inversión (un 90%) frente a las que tomaron la forma de financiación crediticia (obvia consecuencia de las restricciones que se señalaron). No sólo eso, sino que, además, la inversión directa (la de mayor ánimo de permanencia, la más difícilmente liquidable y más estrechamente asociada a la rentabilidad de inversiones reales)², ha superado hasta ahora a las otras dos vías de inversión (en cartera y en inmuebles), bastando ella sólo para financiar las dos terceras partes del déficit corriente español desde nuestra adhesión a la CEE. Este dato es importante de cara a valorar la transitoriedad o no del fenómeno de apreciación inducido por la afluencia de capitales exteriores, en la medida en que tales flujos podrían incrementar la productividad y consiguientemente la capacidad de nuestro país para generar más renta y exportaciones y hacer frente a la remuneración de los pasivos exteriores.

IV.2. Rigideces en los precios y salarios.

La segunda de las razones que podría propiciar una sobrevaloración del tipo de cambio efectivo real de una divisa sería, según Danthine J.P. y otros (1991), de carácter

² La cifra total de inversión directa requiere dos matizaciones en todo caso. En primer lugar, las cifras de 1989 y 1990 incorporan la asimilación de ciertos créditos a inversión directa, desplazamiento que tuvo formalmente cierta intensidad como consecuencia de las medidas restrictivas sobre la financiación crediticia exterior. En segundo lugar, en 1991 se ha cambiado la definición no siendo homogénea la misma con la de años anteriores.

estructural, y está ligada a las rigideces que puede y habitualmente presenta el sistema de precios y salarios domésticos frente a la flexibilidad que cabe atribuir a las variaciones en el tipo de cambio nominal.

En definitiva, estos autores están incorporando la aportación realizada por los denominados "modelos de desequilibrio" para explicar el hecho de que, a los precios actuales, el tipo de cambio nominal puede implicar un nivel de desequilibrio del tipo de cambio real. Dicha aportación no es otra que el reconocimiento, en definitiva, de **la diferente velocidad de ajuste en el mercado de activos y en el mercado de bienes.**

Pocas dudas caben acerca de que en nuestro país se han dado las condiciones para que se haya podido producir este fenómeno de forma colateral a la mera entrada masiva de capitales como consecuencia del proceso de integración económica y financiera de nuestro país en los últimos años y de la definición de diferenciales de tipos de interés reales sistemáticamente favorables. Basta señalar la resistencia a la moderación de su crecimiento que han ofrecido determinados componentes de los precios (los más protegidos frente a la competencia exterior) y de los costes laborales --de ambos hechos se dará suficiente evidencia posteriormente--, a pesar del contexto de extrema dureza monetaria que ha caracterizado la actuación del Banco de España en los años más recientes.

En términos muy simples los modelos de desequilibrio establecen que la sorpresa monetaria restrictiva, buscando el efecto moderador de los fuertes crecimientos de la demanda interna, tendría un reducido impacto instantáneo sobre los precios y salarios, variables que sólo se acomodarían lentamente (tanto más cuanto menor sea la flexibilidad en el mercado de bienes). Su traducción en términos de menor crecimiento real de la oferta monetaria (tanto más cuanto más lento fuese dicha acomodación), lógicamente se correspondería con una elevación de los tipos de interés. Ello actuaría como factor de atracción de capitales y de paralela apreciación del tipo de cambio nominal de la moneda en cuestión sobre su "nivel de equilibrio" (fenómeno al que se ha dado en llamar de "overshooting"). La apreciación nominal de la moneda se produciría en tanto que el incremento de los tipos de interés compense el riesgo posterior de vuelta (depreciación) hacia el tipo de cambio de equilibrio.

Este fenómeno descrito de forma muy esquemática y representado a título ilustrativo en el Gráfico 6, casi con tanta seguridad ha reforzado adicionalmente el episodio de significativa apreciación real de la peseta en los últimos años. De hecho, probablemente habría sido más intensa su contribución si, no se hubiese puesto límite a la apreciación nominal de la peseta y a la propia elevación de los tipos de interés con la incorporación de nuestra moneda al mecanismo de cambios del SME y con la adopción de medidas limitadoras de la libertad de movimientos de capitales y de restricciones al crecimiento del crédito interno.

IV.3. Ganancias de productividad.

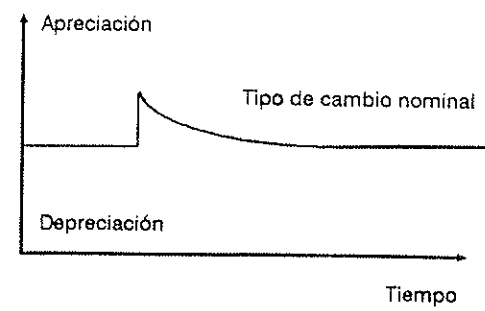
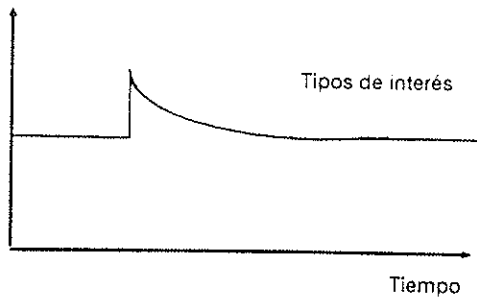
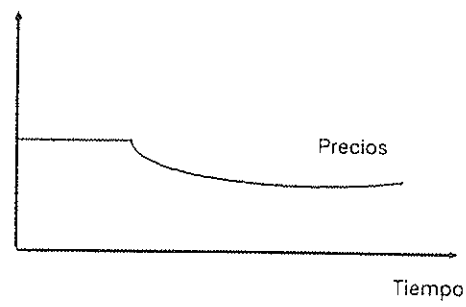
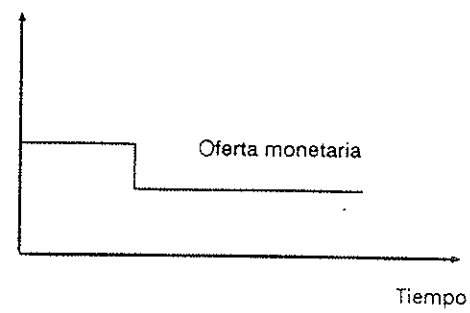
En la relación señalada por Danthine J.P. y otros (1991) las ganancias relativas de productividad constituirían, a la luz de las investigaciones sobre los determinantes del tipo de cambio, el tercer gran factor capaz de propiciar la apreciación del tipo de cambio de una moneda. Dicha apreciación reflejaría simplemente el incremento de su valor de la moneda como consecuencia de **la mayor capacidad del país para producir riqueza** y, a diferencia de los casos anteriores (y en particular del último), sería perfectamente sostenible en el tiempo.

En definitiva, la (aparente, en este caso) apreciación de dicha moneda en términos reales sería el resultado de la no incorporación inmediata a los precios de esas ganancias de productividad, pero su sostenibilidad estaría basada en el mayor potencial futuro de la economía en cuestión para aminorar en mayor medida que sus competidores las tensiones inflacionistas.

Desde esta perspectiva la apreciación en términos reales de la moneda no sería sino el anticipo de un nuevo "nivel de equilibrio" por encima del que define la senda basada en el comportamiento histórico de sus precios relativos y de su tipo de cambio nominal.

En la medida en que ello hubiese sido así en el caso de la peseta, las desviaciones apuntadas de su tipo de cambio nominal frente a su "senda de paridad", con ser ciertas, estarían exagerando la intensidad del desequilibrio. En otras palabras, una parte de la apreciación real experimentada por la peseta en los últimos años sería consolidable,

Gráfico 6
El fenómeno de "overshooting" en los
modelos de desequilibrio.



no debiendo producirse por tanto una depreciación nominal de aquélla tan intensa como la que señala el mero análisis de la PPA.

La posibilidad de que éste último fenómeno se haya producido encuentra respaldo aparentemente en las espectaculares tasas de inversión que ha definido la economía española en estos últimos años y en las no menos espectaculares entradas de capital en forma de inversión directa a las que hemos aludido anteriormente. De hecho, dicha posibilidad es sugerida (y en buena parte basada en la estructura de los fondos exteriores a largo plazo que han afluído a la economía española) por la interesante modelización de Dolado J. y Viñals J. (1991) en la que el "tipo de cambio de equilibrio" deja de estar referenciado simplemente a la verificación, base la información pasada, de la PPA.

La tabla 5, en la que se ofrece la evolución de la productividad en España y en las principales economías de nuestro entorno, podría servir para cuestionar, no obstante, esta visión. El crecimiento de la productividad en la economía española, medida ésta por el cociente entre el PIB a precios constantes y el total de personas empleadas, ha sido en el periodo de análisis (y aún en un contexto de fuerte crecimiento de la producción) inferioral registrado por la mayor parte de los países de nuestro entorno más vinculantes, e incluso inferior al del conjunto de los que integran la CEE. Ello, además, en contraposición a la definición en los años anteriores a este período de tasas de crecimiento de la productividad notablemente superiores a la de estos países.

V. EL CAMBIO DE COYUNTURA, LA CREDIBILIDAD Y EL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA EN EL HORIZONTE DE LA UNION MONETARIA EUROPEA

V.1. Consideraciones previas

Reconocida la apreciación real experimentada por la peseta en los últimos años y analizados sus determinantes últimos resulta crucial reflexionar sobre la conveniencia o no de que las autoridades "propicien" una depreciación de la peseta o de que simplemente no se opongan a la misma ante el aparente cambio de la coyuntura y de los parámetros que han guiado hasta ahora su comportamiento. Tanto más en la perspectiva, a medio plazo, de la definición de un tipo de cambio irrevocablemente fijo o, cuando menos, de una estrecha

TABLA 5

TASAS DE CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD (*)								
	1974-82	1983-85	1986-90	86	87	88	89	90
ESPAÑA	3.2	2.4	1.6	1.6	2.4	2.2	0.8	1.1
ALEMANIA	2.2	2.4	1.8	1.3	1.0	3.0	1.9	1.9
FRANCIA	2.2	1.9	2.0	2.0	1.6	2.7	2.4	1.3
R. UNIDO	1.3	2.3	1.1	3.1	2.5	0,9	-0.6	-0.4
ITALIA	2.0	1.6	2.3	1.8	2.4	2.5	3.0	1.6
CEE	2.1	2.2	1.7	1.9	1.5	2.2	1.7	1.2

(*) PIB a precios constantes por persona empleada

FUENTE: EUROSTAT, Dirección General de Previsión y Coyuntura y elaboración propia.

TABLA 6

DEMANDA Y PRODUCCION
Porcentaje de variación sobre período anterior

	1986	1987	1988	1989	1990
Consumo privado	3,6	5,8	4,7	5,5	3,7
Consumo público	5,7	8,9	4,0	7,6	4,4
Formación bruta de capital fijo	10,0	14,0	14,0	13,7	6,7
Demanda interna	5,2	8,1	7,1	7,8	4,3
Exportaciones de bienes y servicios	1,3	6,1	5,2	2,9	4,2
Importaciones de bienes y servicios	16,5	20,2	14,3	17,0	8,1
PIB a precios constantes	3,3	5,6	5,2	4,8	3,7
PIB a precios corrientes	14,2	11,8	11,2	12,1	11,3
Pro memoria:					
Saldo exterior por c/c (% PIB)	1,7	0,1	-1,1	-3,2	-3,5
Saldo presupuestario (% PIB)	-4,5	-3,7	-2,9	-1,7	-2,3

FUENTES: INE, D.G. de Previsión y Coyuntura.

banda de fluctuación en torno a una paridad cuya alteración debe tener un carácter excepcional por la propia naturaleza del proceso de Unión Monetaria Europea.

Para ello es apropiado convenir inicialmente en los peligros que comporta cualquier actuación que comprometa el objetivo irrenunciable de no retrasar la convergencia en tasas de inflación a la de los países de nuestro entorno; que cuestione en definitiva el "discurso de rigor" que nuestras autoridades han mantenido en los últimos años y en el que la adscripción de la peseta al mecanismo de cambios del SME constituyó una pieza clave.

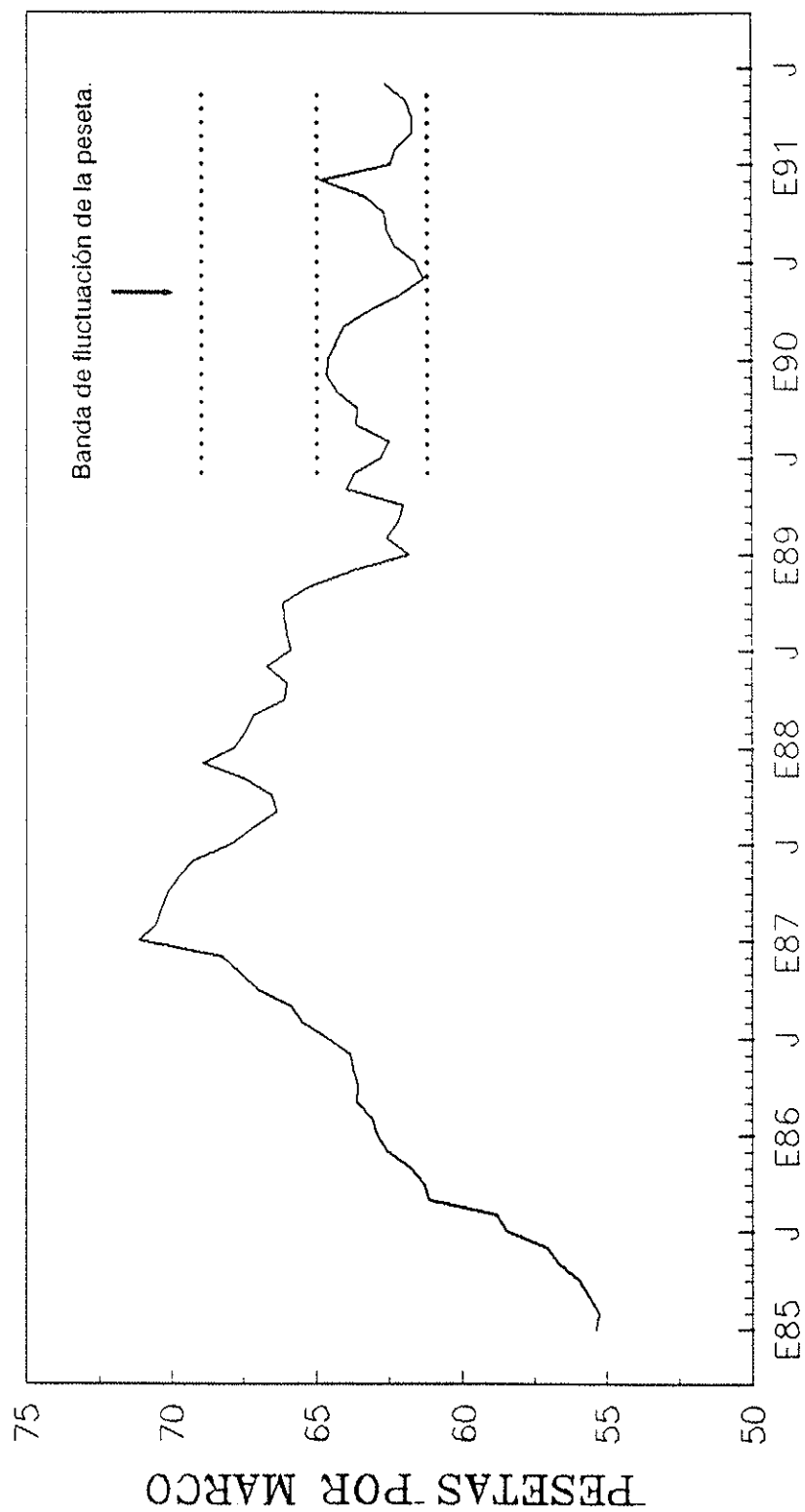
Dicho discurso ha hecho posible, en un contexto de manifestación de fuertes desequilibrios de la economía española, la salvaguardia de una "estabilidad cambiaria" (salvo episodios aislados la peseta ha cotizado en la parte más apreciada de su banda desde 1989 como refleja el Gráfico 7) que ha sido expresión y elemento afianzador simultáneamente de la credibilidad en la restauración de los mismos a medio plazo y, por tanto, garante de la financiación exterior holgada y relativamente "sana" que la economía española exigía ante la evidente necesidad de aumentar notablemente su stock de bienes de capital.

A esa ganancia de credibilidad, implícita en una política antiinflacionista basada en el anclaje del tipo de cambio nominal, debe contraponerse, en todo caso, las implicaciones adversas que induce la apreciación real de una moneda; **tanto mayores cuanto más lento sea su efecto moderador sobre los precios domésticos y cuanto menos equilibrado sea el reparto del "ajuste"**. A este respecto conviene señalar que obviamente son los sectores más abiertos al exterior y, por tanto, más expuestos a la competencia (léase el sector industrial, básicamente) los más firmes candidatos a sufrir el peso del "ajuste". Este se articula sobre la incapacidad de dichos sectores, en este contexto, para trasladar a sus precios finales los mayores costes de producción, lo que termina por comprimir sus márgenes empresariales y situarlos eventualmente en situación comprometida si las ganancias de productividad no son suficientes para "cerrar este gap".

En mayor o menor medida este mecanismo de penalización de la generación de inflación basado en el anclaje del tipo de cambio nominal ha sido "moneda común" en el seno del SME; constituye de hecho su característica más sobresaliente en los últimos años. Las devaluaciones de las divisas que definen diferenciales desfavorables de inflación no han sido, en general, suficientes para compensar tales diferenciales, determinando este hecho

Gráfico 7

EVOLUCION DE LA COTIZACION PESETA / MARCO ALEMAN



apreciaciones reales sistemáticas de aquéllas frente al marco alemán. El caso español es el más reciente y paradigmático de uso de este mecanismo penalizador de la generación de la inflación. Conviene, por tanto, reflexionar sobre la virtualidad de sus efectos antiinflacionistas y sobre los costes que pudiera estar induciendo en otras vertientes, después de haber estado siendo utilizado durante un período de tiempo prolongado y de haberse iniciado un cambio de coyuntura.

V.2. El anclaje del tipo de cambio nominal, el crecimiento y la inflación en España.

Cualquier análisis del papel desempeñado por el anclaje de tipo de cambio nominal pasa antes necesariamente por reconocer el excepcional período de expansión de la economía española en los últimos años (tabla 6), expansión que tiene sus fundamentos en el especial dinamismo del que en paralelo hacían gala las principales economías desarrolladas y en el drástico ajuste que en la primera mitad de la década de los ochenta llevó a cabo nuestra economía.

Una expansión de la demanda interna que en los años centrales (1987-89) del período analizado definió siempre tasas de crecimiento reales superiores al 7% (incluso por encima del 8% en el primer año) y que llegó a reflejar en 1989 un diferencial de hasta tres puntos frente al ritmo de expansión de la producción justifica suficientemente las tensiones que han terminado por tener lugar en la vertiente de los precios y salarios (tabla 7).

La opción de no acomodar el tipo de cambio nominal de la peseta a las pérdidas de competitividad-precio ha contado entre otros con los siguientes efectos favorables:

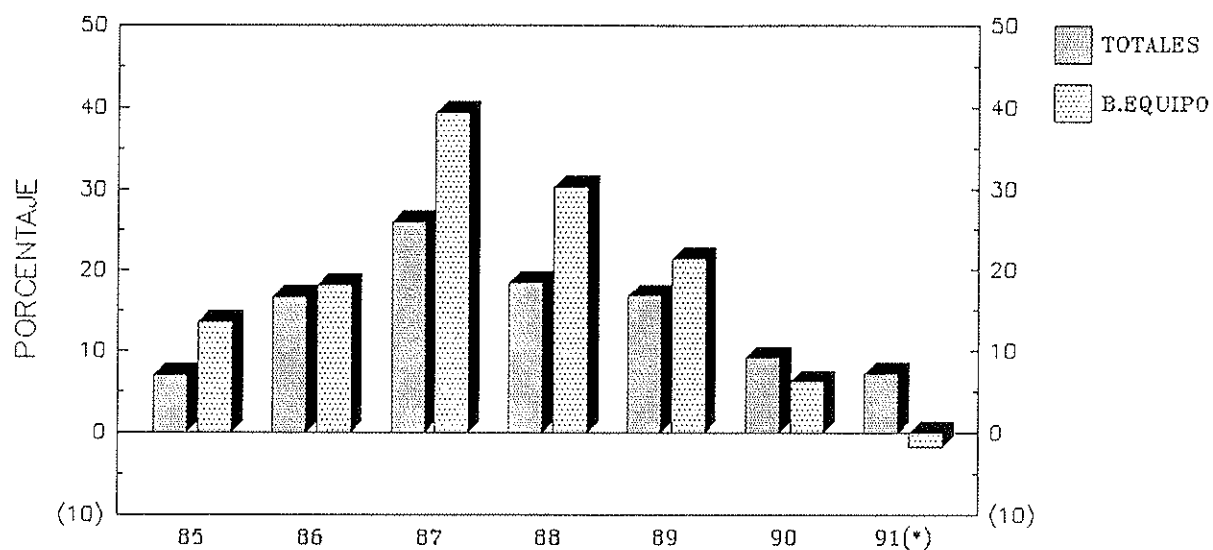
- * Modernización y reequipamiento del aparato productivo -de cuya intensidad son elocuentes las tasas de crecimiento de la FBCF que se señalan en la tabla 6 - barato, en la medida en que dicho proceso ha tenido un alto componente de importaciones. Obsérvese a este respecto el Gráfico 8, en el que en paralelo a las elevadas tasas de crecimiento del conjunto de las importaciones - expresivas básicamente de la fuerte expansión de la demanda interna, pero también en parte de la propia apreciación en términos reales de la peseta y del desarme arancelario -

destacan las aún más elevadas tasas de crecimiento de las importaciones de bienes de equipo hasta el año 1989.

- * Ha hecho más vinculantes las mejoras de productividad en los sectores más abiertos al exterior.
- * Ha permitido importar deflación en un contexto en el que una inflación importada habría sido más rápidamente indiciada. El Gráfico 9 refleja claramente el papel moderador del crecimiento de los precios domésticos que ha tenido los precios de las importaciones de mercancías de cuyo favorable comportamiento es en buena parte responsable la estabilidad e incluso moderada apreciación del tipo de cambio nominal de la peseta que ya valoramos en el segundo epígrafe.³
- * Ha permitido a su vez, como también señalamos, y estrechamente ligada a la credibilidad de la lucha antiinflacionista que inducía esta disciplina cambiaria, la persistencia de un flujo más que suficiente de capitales para financiar el desequilibrio exterior.

³ La fuerte caída de los precios de las importaciones en 1986 es producto básicamente del profundo descenso de los precios de las importaciones energéticas en dicho año.

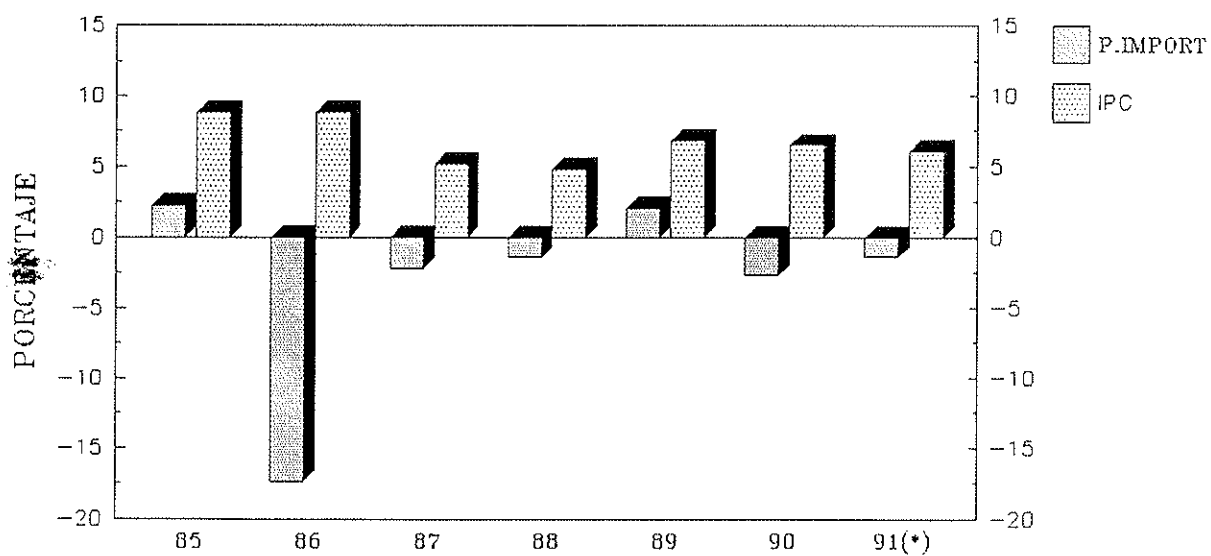
TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES 1985-1991



(*) Primer semestre

Gráfico 9

TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS 1985 - 1991



(*) Primer semestre

TABLA 7

PRECIOS, SALARIOS Y COSTES LABORALES
Porcentaje de variación sobre período anterior

	1986	1987	1988	1989	1990	1S 1991
Indice de precios al consumo	8,8	5,2	4,8	6,8	6,7	6,1
Inflación subyacente	9,4	6,1	4,9	6,6	6,5	6,5
Indice de precios industriales	0,9	0,8	3,0	4,0	2,2	1,8
Precios de importación	-17,4	-2,2	-1,4	2,1	-2,7	-1,4
Precios de exportación	-3,5	2,6	4,4	4,6	-2,0	0,1
Remuneración por asalariado	9,5	6,7	6,3	6,1	7,8	--
Costes laborales unitarios	7,8	4,2	4,0	5,3	6,6	--

FUENTES: INE, D.G. de Previsión y Coyuntura.

TABLA 8

SECTOR INDUSTRIAL
Porcentaje de variación sobre período anterior

	1986	1987	1988	1989	1990	1S 1991
INDICE DE PRODUCCION INDUSTRIAL (IPI)	3,1	4,5	3,0	4,5	0,1	-2,0
IPI bienes de consumo	3,3	5,5	2,5	2,9	2,5	-0,3
IPI bienes de equipo	10,6	16,0	10,7	6,0	-4,2	-10,7
IPI bienes intermedios	1,6	1,5	1,8	5,3	-0,8	-1,6
UTILIZACION CAPACIDAD PRODUCTIVA (%)	78,7	78,0	79,7	80,9	79,5	77,3
EMPLEO SECTOR INDUSTRIAL	1,7	2,5	1,5	3,3	2,8	-3,0
Pro memoria:						
EMPLEO SECTOR SERVICIOS	6,0	4,3	3,9	5,9	4,0	3,5

Señalados estos efectos, en cuyo calificativo de favorables es fácil convenir en el marco de "recalentamiento" económico que observaba nuestro país hasta los primeros meses del año 1990, el cambio de coyuntura a partir de entonces (tabla 6) propiciado por la simbiosis de este mecanismo deflacionista y de la política de rigor monetario empleada -pero no menos por el deterioro del escenario económico internacional como consecuencia de fenómenos tales como la recesión en los países anglosajones y la crisis del Golfo-- obliga a renovar el análisis.

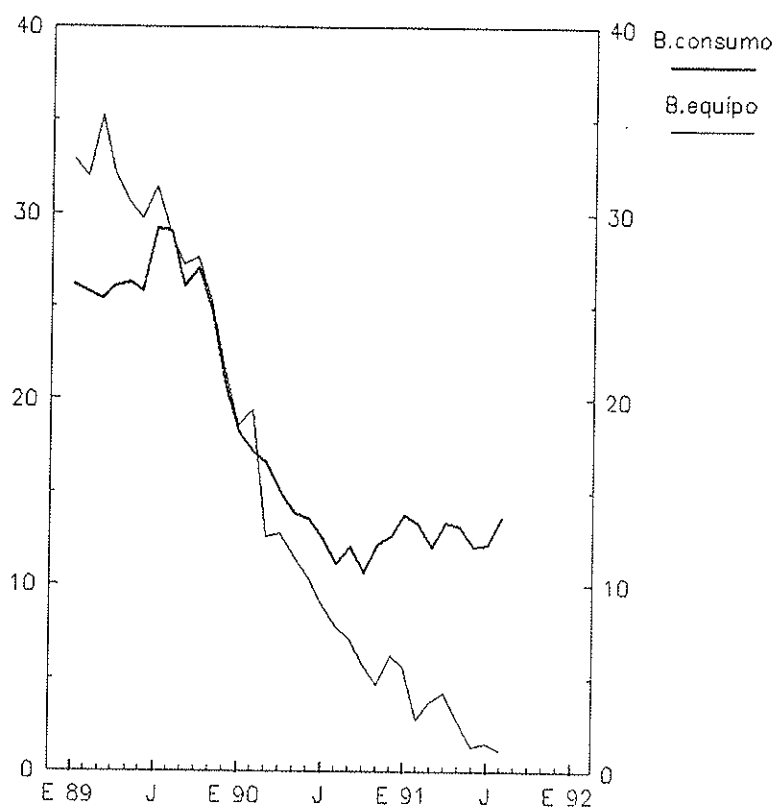
En particular, deja de tener sentido la justificación de un tipo de cambio apreciado de la peseta en términos de abaratamiento de las importaciones de bienes de capital cuando éstas se han desacelerado de forma dramática hasta el punto de crecer no sólo menos que las importaciones totales -a pesar de su igualmente notable desaceleración- sino incluso a crecer a tasas negativas ya en el primer semestre de 1991 (Gráfico 8). Las importaciones de bienes de consumo muestran, por el contrario, una notable estabilidad en tasas de crecimiento superiores al 10% (Gráfico 10).

A pesar de ello, cuestionar su utilidad como mecanismo deflacionista requiere analizar con mayor profundidad el proceso de formación de precios y de rentas nominales. De hecho, los escasos avances que han tenido lugar recientemente en la corrección del desequilibrio inflacionista a pesar de la favorable contribución antes comentada de los precios de importación requieren por sí mismos una explicación. Esta no es otra que **la progresiva transformación de la anterior inflación de demanda en una inflación básicamente de costes.**

Hasta 1989 la fuerte expansión económica y la moderación salarial condujeron a una desaceleración de los costes laborales unitarios que permitió reducir de forma significativa la tasa de inflación (al tiempo que acentuó el proceso de recomposición de los excedentes y de acumulación de capital), debiendo catalogarse por tanto las tensiones en los precios en este período como típicamente de demanda. El contexto de fuerte expansión de la actividad y del empleo que caracterizó a dicho período terminó por quebrar, sin embargo, el proceso de moderación salarial (en 1989 los CLU llegaron a crecer tan sólo un 4% mientras que en 1990 alcanzaban el 6,6%) lo que, unido al fuerte estrechamiento que finalmente se ha producido del "gap" entre el crecimiento de la demanda interna y de la producción interior (tan sólo 0,6 p.p. en 1990 tras los 3 p.p. que definió el año anterior),

VOLUMEN DE IMPORTACIONES

Tasas medias anuales



hace fácilmente identificable en términos convencionales a la inflación actual como de costes. Tan relevante, incluso más, es que está enraizada en el probablemente más grave problema estructural que caracteriza actualmente a la economía española: **la facilidad con la que el sector servicios, en gran medida inmune a la competencia exterior, puede trasladar a los precios finales esos mayores costes.** Este hecho sitúa en una posición muy comprometida a un sector como el manufacturero cuyos precios finales -en ausencia de barreras de entrada- vienen definidos por la competencia exterior, mientras que sus costes están indiciados al crecimiento de los precios domésticos.

Obsérvese en la tabla 7 el crecimiento de índices de precios como los industriales o los de exportación frente al crecimiento que experimentan los CLU (y paralelamente los precios al consumo) para entender la compresión de los excedentes empresariales en el sector industrial y la imposibilidad de que dicho proceso pueda sostenerse indefinidamente sin poner en evidente peligro el proceso de acumulación de capital y la creación de empleo que necesita la economía española (vease la tabla 8).

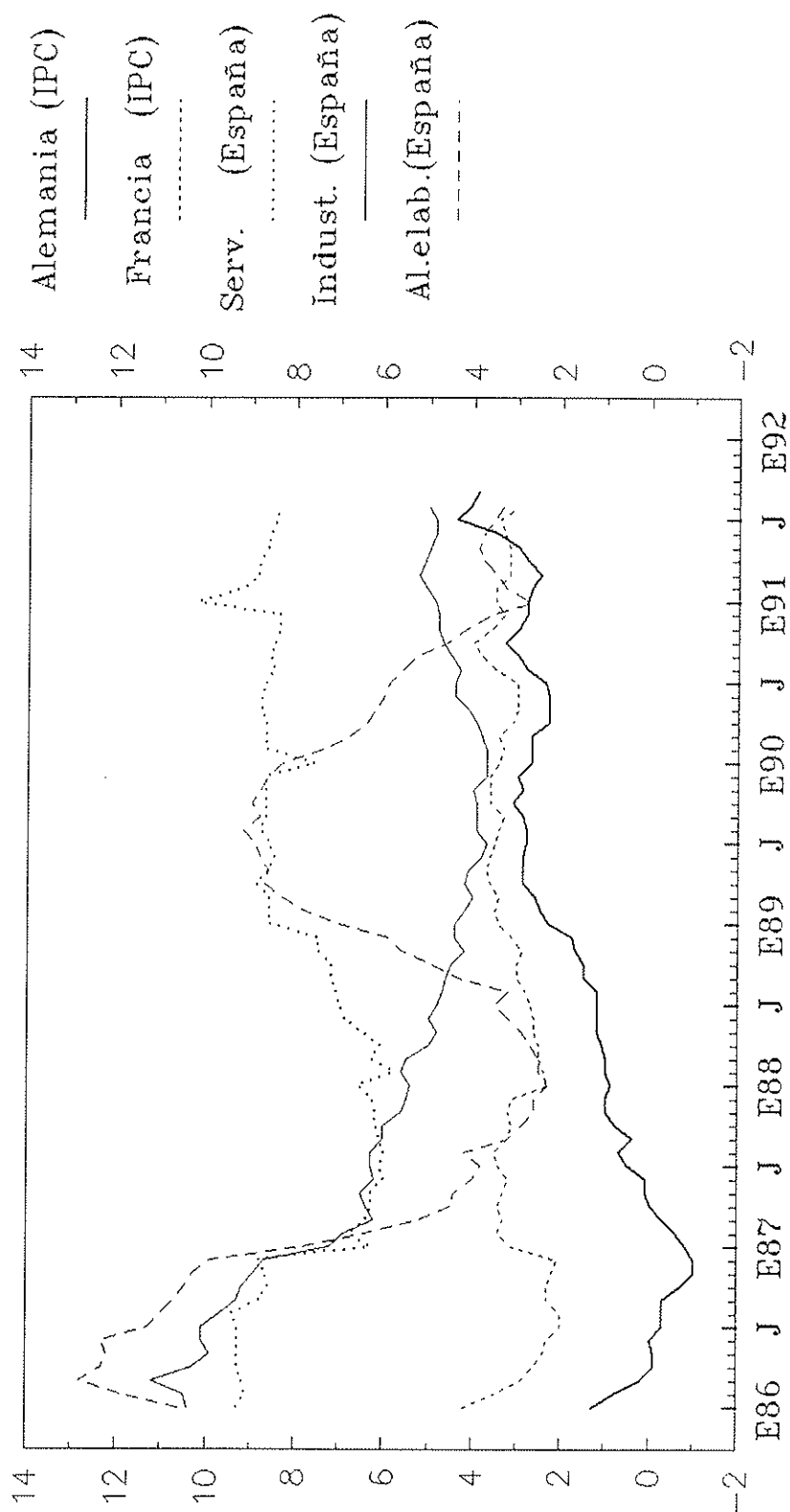
Enormemente expresivo de este comportamiento dual de la inflación española es, por otra parte, el Gráfico 11. Partiendo de tasas de en torno al 10% de los tres componentes básicos del IPC (precios de los servicios, de los bienes industriales y de los alimentos elaborados) en la fecha de nuestra incorporación a la CEE, el primero de ellos apenas se ha moderado cinco años y medio después (crece a tasas sólo ligeramente inferiores al 9%) mientras que los otros dos lo hacen a tasas similares a las del IPC de países centrales en el SME como Alemania y Francia.

En definitiva, no puede cuestionarse la eficacia antiinflacionista de la política de simbiosis del anclaje del tipo de cambio nominal y del mantenimiento de la beligerancia monetaria. **Ha sido eficaz allí donde podía serlo y no ha tenido prácticamente efectos allí donde la precondition de mercado suficientemente abierto al exterior no se ha verificado y donde eran necesarias, por consiguiente, medidas de carácter estructural.**

En este contexto, la "tentación" de preconizar la suavización del "rigor" cambiario, fundamentándola en la significativa apreciación real experimentada ya por la peseta y en el relativo agotamiento de sus efectos disciplinarios, es evidente y no está falta de cierta justificación. Pero, en nuestra opinión, los menores avances en la corrección de

Gráfico 11

CONVERGENCIA DE LA INFLACION ESPAÑOLA Tasas interanuales



la inflación que cabe esperar ahora del mantenimiento del rigor cambiario (por el carácter estructural del componente "residual" más inflacionista) no son tan relevantes como los peligros asociados a la posible alimentación de las actuales tensiones en los precios en que se traduciría una depreciación significativa de la peseta. **El peligro de alimentación existe por cuanto que las expectativas inflacionistas no están en absoluto cercenadas y porque la naturaleza del proceso de formación de precios y rentas nominales vigente en España permite incorporar todavía cualquier impulso en la vertiente de los precios.**

En la medida en que esto sea así, el remedio a la delicada situación por la que ya atraviesan los sectores más abiertos a la competencia exterior, de lo que es suficientemente expresiva la tabla 8, no pasa por "soluciones devaluatorias" o de permisividad de una depreciación significativa de la peseta dentro de su banda de fluctuación actual. Esa ganancia inicial de competitividad exterior podría volver a quedar rápidamente neutralizada por una mayor inflación doméstica, comprometiendo adicionalmente el objetivo de convergencia en precios con los países centrales del SME.

No sólo eso sino que, además, el abandono del "rigor" cambiario haría difícilmente compatible en este contexto la estabilidad de unos flujos exteriores de capital - que todavía va a seguir necesitando la economía española- con la paulatina convergencia en tipos de interés que había empezado a registrar la peseta (Gráficos 12 y 13) y que igualmente exige el proceso de unión monetaria europea.

En definitiva, la "solución devaluatoria" podría cuestionar la credibilidad en la sostenibilidad y en la convergencia de los desequilibrios que todavía define la economía española cuando, por un lado, el grueso de los flujos de capital hacia nuestro país en paralelo a su proceso de apertura al exterior ya se ha producido y cuando, por otro, estará plenamente vigente de forma inmediata la absoluta libre movilidad de capitales.

Justo por todo ello es incluso más vinculante ahora el mantenimiento, si no el refuerzo, de dicha credibilidad, independientemente de que el enorme volumen de reservas acumuladas en los últimos años constituya un elemento de disuasión suficiente por el momento para contrarrestar cualquier ataque especulativo contra la peseta que eventualmente pudiera producirse.

DIFERENCIAL TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO

Peseta frente a:

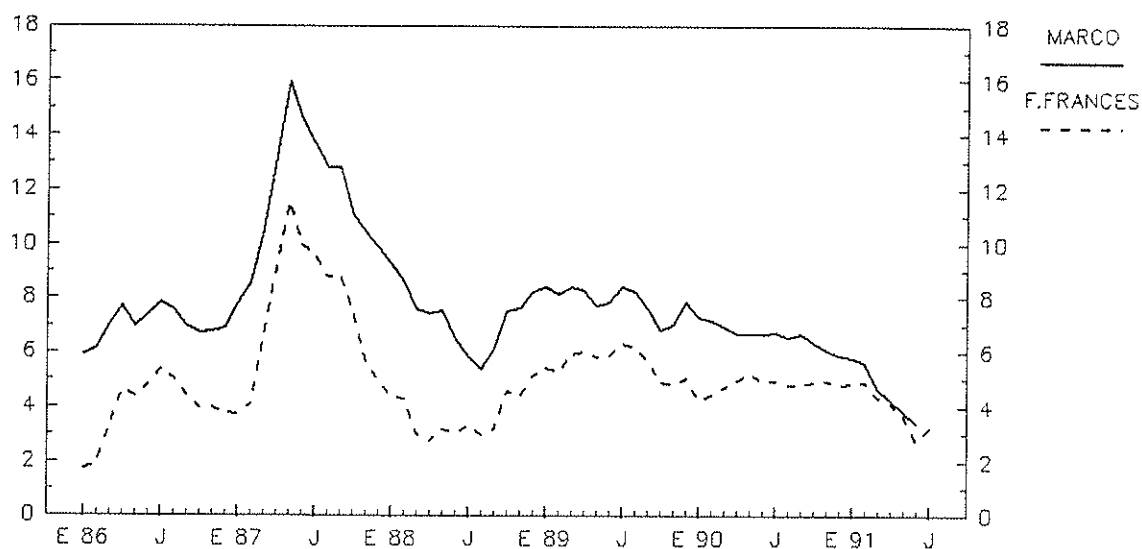
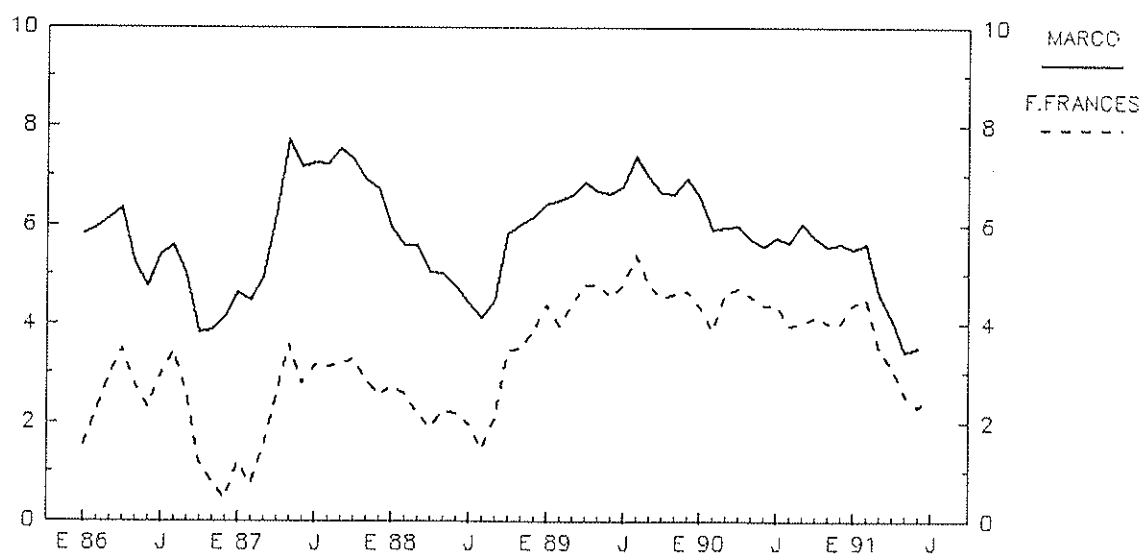


Gráfico 13

DIFERENCIAL TIPOS DE INTERES A LARGO PLAZO

Peseta frente a:



En esta tesitura la opción probablemente más sensata consista en proceder a corto plazo al estrechamiento de la banda de fluctuación de la peseta en torno a su actual paridad central. Ello supondría en la práctica una moderada depreciación de la peseta respecto a sus niveles de cotización desde que se incorporó al mecanismo de cambios, aliviando también moderadamente la desfavorable evolución de la relación real de intercambio para los sectores más abiertos al exterior, pero al mismo tiempo constituiría una señal clara y suficiente del mantenimiento del rigor en la instrumentación de la política monetaria-cambiaria.

Optar por un estrechamiento en la parte más apreciada de la banda (que permitiera a nuestra divisa seguir cotizando en los niveles nominales en los que ha estado situada desde 1989) para afianzar aún más dicho rigor tiene dos contraindicaciones. Por un lado, podría no contar con la aceptación de los principales bancos centrales del SME; recordemos que el Bundesbank nunca ha visto al marco devaluarse en su seno. Por otro, dicha revaluación tendría claros inconvenientes desde una consideración de largo plazo a la vista de la apreciación real experimentada por la peseta en los últimos años y de las dificultades que existirán en el futuro --por la obligada excepcionalidad de los reajustes-- para compensar en un "momento más oportuno", al menos parcialmente, la pérdida de competitividad vía precios que dicha apreciación ha inducido.

Técnicamente no existirían, por otra parte, inconvenientes de nuestros socios en el mecanismo de cambios para el estrechamiento propuesto en torno a la actual paridad central: nuestro diferencial de inflación y nuestros diferenciales de tipos de interés a corto y a largo plazo frente a Alemania son significativamente inferiores (más de un punto porcentual en todos los casos) a los que definía Italia cuando la lira asumió en enero de 1990 la disciplina de la banda estrecha.

VI. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos identificado los términos en los que actualmente se plantea el debate sobre la adecuación del valor actual de la peseta, cuestión enormemente vinculante en la perspectiva de la unión monetaria europea cuyo proceso se inició de forma explícita el pasado mes de julio de 1990.

La primera conclusión que hemos obtenido, y que constituye una precondition para defender una de las posturas extremas de este debate (la "solución devaluatoria") es que la peseta se encuentra significativamente apreciada sobre el nivel que determina la paridad del poder adquisitivo. Teniendo en cuenta que en paralelo a nuestra incorporación a la CEE se verificaba aproximadamente una situación de equilibrio, la peseta se habría apreciado en términos reales frente a este área entre un 7% y un 17% atendiendo a los diferentes indicadores de precios-costes utilizados. Dicha apreciación se corresponde además casi totalmente con el diferencial de inflación acumulado en este período, mucho menor bajo la consideración de precios industriales (sector completamente abierto a la competencia exterior) que bajo la consideración de los precios al consumo o de los CLU.

De las tres razones inmediatas susceptibles de ser identificadas como responsables de la citada apreciación --atracción de capitales ligadas al proceso de apertura al exterior y a la definición de diferenciales de rentabilidad atractivos sobre activos financieros y reales, rigidez de precios y salarios y, finalmente, ganancias de productividad-- las dos primeras parecen contar con suficiente respaldo empírico, siendo más cuestionable la última de ellas. En este sentido, habría que pensar que a largo plazo es difícilmente mantenible una apreciación real de la peseta como la que define en la actualidad.

Este hecho no justifica por sí sólo, sin embargo, la adopción de medidas de carácter explícitamente devaluatorio o tendentes simplemente a propiciar una depreciación sustancial de la peseta dentro de su actual banda (ancha) de fluctuación, a pesar de la delicada situación por la que ya han empezado a atravesar los sectores más sujetos a la competencia exterior. La naturaleza del actual proceso de formación de precios y rentas nominales impediría que dichas medidas se tradujesen finalmente en una ganancia de la competitividad-precio de nuestra economía, poniendo además en peligro la credibilidad en

la sostenibilidad y corrección final de sus desequilibrios: el principal activo con el que ha contado en los últimos años.

Su mantenimiento probablemente pase en la presente coyuntura por el reforzamiento de la disciplina cambiaria en términos de estrechamiento de la banda de fluctuación. Mantener la actual paridad central permitiría compatibilizar una señal de suficiente rigor con un cierto alivio del deterioro de la relación real de intercambio que han experimentado los sectores abiertos a la competencia en la medida en que la peseta se ha manteniendo cotizando "pegada" a su límite máximo de apreciación nominal permitido por el mecanismo de cambios del SME.

REFERENCIAS

ALZOLA, J.L. y MAYCAS, J. (1989): "La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME" Boletín Económico del Banco de España. Julio-Agosto.

ARGANDOÑA, A. y otros (1989): Crecimiento sin desequilibrios con la peseta en el SME: Exigencias para la política de demanda y las políticas de oferta. Circulo de Empresarios. Madrid.

ARGANDOÑA, A. (1990): "El conflicto entre la política monetaria y la peseta". En Política monetaria e inestabilidad financiera. FEDEA.

D.G. DE PREVISIÓN Y COYUNTURA (1991): "Los costes laborales unitarios relativos trimestrales: metodología y resultados". En Síntesis mensual de indicadores económicos. Mayo.

D.G. DE PREVISIÓN Y COYUNTURA (1991): "Precios y salarios: Un enfoque de contabilidad nacional". En Síntesis mensual de indicadores económicos. Marzo.

DOLADO J. y VIÑALS J. (1991): "Macroeconomic policy, external targets and constraints: The case of Spain", CEPR, Discussion Paper nº 505, Londres.

DANTHINE, J.P.; DE GRAUWE, P.; KATSELI L. y THYGUESEN, N. (1991): "North and South in the EMS. Convergence and divergence in inflation and real exchange rates", CEPS Paper nº 50, Bruselas.

EZQUIAGA, I. y MANZANO, D. (1989): "De la coordinación en el SME a la unión monetaria: el papel de las políticas monetarias". Economistas, num. 40.

EZQUIAGA, I. y MANZANO, D. (1990): "El año de la incorporación de la peseta al SME". Economistas, num. 41.

EZQUIAGA, I. y MANZANO, D. (1991): "La peseta y el Sistema Monetario Europeo". Economistas num. 47.

GIAVAZZI, F. y PAGANO, M. (1988): "The advantage of tying one's hands. EMS discipline and central bank credibility". European Economic Review, 32.

MANZANO, D. (1989): "Una contrastación empírica de la paridad del poder adquisitivo", Boletín Semanal de ICE, num. 2.177.

ONTIVEROS, E.; BERGES, A.; MANZANO D. y VALERO, F.J. (1991): Mercados financieros internacionales, Espasa Calpe. Madrid.

PEREZ-CAMPANERO, J. (1989): "Competitividad, credibilidad y especulación: Algunas implicaciones de la pertenencia al SME", en A. Argandoña y otros, Crecimiento sin desequilibrios con la peseta en el SME Circulo de Empresarios, Madrid.

VIÑALS, J. (1987): "La incorporación de España al SME y sus consecuencias para la política monetaria". La política monetaria en España, FEDEA.