

TIPO DE CAMBIO, TIPOS DE INTERES Y MOVIMIENTOS DE CAPITAL

En esta breve nota se intentan analizar las relaciones existentes en el sector español entre tipo de cambio, tasa de inflación y tipos de interés, así como entre estos últimos y los movimientos de capital.

Se trata, por lo tanto, de contrastar la teoría de la paridad del poder adquisitivo, y la teoría de la paridad de intereses en el caso español durante el período más reciente.

Inflación y tipo de cambio

La teoría de la paridad del poder adquisitivo establece que el tipo de cambio se mueve a largo plazo de manera que compensa los movimientos relativos de precios nacionales, o lo que es lo mismo, que nuestro nivel de precios en pesetas tiende a igualar, a largo plazo, los niveles de precios de los países con los que comerciamos multiplicados por el tipo de cambio entre nuestra divisa y la de ellos.

Esta teoría no es fácilmente contrastable, ya que en cada país los bienes y servicios no comerciados tienen un peso diferente, de acuerdo con el grado de apertura de la economía, además, los sistemas de cálculo de los índices de precios pueden ser también diferentes. Por último, pueden darse desviaciones debidas a los costes de transporte, y las barreras arancelarias y extraarancelarias existentes en el intercambio de bienes y servicios entre países.

En el caso de España, la paridad del poder adquisitivo parece cumplirse a largo plazo. Si intentamos contrastarla para el tipo de cambio peseta/dólar, vemos que para el período 1974-1983 la tasa de variación media del tipo de cambio peseta/dólar fue del 7,9% por año, siendo el diferencial medio de tasa de inflación en el período, el 8,9% y el diferencial medio de tasa de expansión monetaria el 8,8% entre ambos países. Es decir que la paridad del poder adquisitivo se cumple con cierta aproximación aún cuando la variación del tipo de cambio no ha sido totalmente suficiente como para compensar las variaciones del diferencial de precios, con lo que hemos sufrido una ligera pérdida, en media, de competitividad.

Si tomamos unos períodos más cortos vemos como la "ppp" no se cumple. Entre 1981 y 1983 la tasa de variación media de la peseta/dólar ha sido del 20,5% cuando el diferencial medio de la tasa de inflación ha sido del 7,1% y el de expansión monetario del 8,6%. Es decir, que en dicho período la variación del tipo de cambio ha más que compensado las variaciones del diferencial de precios resultando en un gran aumento de nuestra competitividad.

Si contrastamos la "ppp" en términos de índices de tipo de cambio efectivo nominal y de tipo de cambio efectivo real, medido por los precios industriales y respecto de los países desarrollados, llegamos a conclusiones parecidas. El cuadro nº 1 nos muestra la relación entre ambos tipos de cambio a través del índice de precios relativos o diferenciales entre España y los país desarrollados durante los último ocho años. Los índices de tipo de cambio efectivo nominal y real disminuyen con la depreciación y aumentan con la apreciación, y el índice de precios relativos aumenta conforme aumentan en mayor medida los precios industriales españoles respecto de los extranjeros (cosa que ocurre a lo largo de todo el período).

Vemos cómo entre 1977 y 1984 el tipo de índice de tipo de cambio efectivo real evoluciona con amplias oscilaciones, pero llega a final del período con un valor muy similar al del principio (89 frente a 90). De no haber sido por la devaluación de finales de 1982 no se hubiera podido recuperar la competitividad perdida en los años 79, 80, 81 y 82. Hoy nos encontramos pues con un nivel de competitividad medio igual al de 1977, sin embargo aún no se ha conseguido el que teníamos en 1973 que se puede considerar como un nivel de equilibrio, ya que nuestra balanza corriente no mostraba déficit ni superávit con una situación de demanda interna y externa normales.

Podemos concluir, por lo tanto, diciendo que la "ppp" sólo se consigue tomando como base períodos largos y por supuesto no se hubiera alcanzado de no ser por la devaluación de finales de 1982 y consiguiente depreciación en meses siguientes.

Tipos de interés y tipos de cambio

Mientras que a largo plazo debe de cumplirse la paridad del poder adquisitivo, a corto plazo es la paridad de intereses la que debe de tener mayor influencia sobre el tipo de cambio. Esta exige que los diferenciales de tipo de cambio al contado y a plazo de nuestra moneda con el dólar, por ejemplo, tiendan a compensar los diferenciales entre el tipo de interés de la peseta y el dólar para un instrumento homogéneo y perfectamente sustituible entre ambas monedas (por ejemplo, un depósito a corto plazo). La paridad de intereses se define en un marco de incertidumbre como $i - i^* = P - C / C = d$, siendo i el tipo de interés a corto plazo en España, i^* el tipo de interés extranjero (el eurodólar, por ejemplo), P el tipo de cambio a plazo y C el tipo de cambio al contado de la peseta/dólar, y de el descuento o premio.

En el gráfico nº se intentan analizar los efectos de los diferenciales de interés sobre la cotización de la peseta/dólar en los dos últimos años. Se representa, de un lado, la evolución del diferencial de intereses para depósitos a un mes y, de otro, la evolución del tipo al contado de la peseta/dólar medida por las tasas de variación media mensual.

Vemos cómo los tipos de interés españoles son siempre superiores a los del dólar ($i - i^* > 0$) a pesar de que el diferencial ha ido reduciéndose a partir de julio de 1983 hasta quedar en un nivel muy reducido. Durante dicho período la relación entre el diferencial de intereses y el tipo de cambio muestra una cierta concordancia, es decir, suelen coincidir variaciones al alza del diferencial con variaciones apreciativas de la peseta y viceversa, sin embargo, hay una serie de meses en los que esto no ocurre. Por ello, se ha introducido en el gráfico una curva de variación mensual de las reservas como representativa, en cierta medida, de la intervención en el mercado de cambios. Vemos cómo las variaciones muy bruscas de las reservas han podido incidir en dicha falta de correlación. Tal es el caso del período Noviembre-83, Febrero-84, y el de junio de 1984 en los que los movimientos bruscos de las reservas distorsionan la relación entre el tipo de cambio y los tipos de interés, ya que en ambos períodos las variaciones del tipo de cambio son apreciativas a pesar de disminuir el diferencial de intereses, esto es indicativo de una política de intervención para sostener la cotización de la peseta.

En el gráfico nº 2 se intenta contrastar la paridad de intereses. Es indudable que ésta última juega plenamente a corto plazo, ya que al comparar la curva del tipo de interés del depósito de eurodólares a 3 meses con el del interbancario español a tres meses que son las alternativas más sustituibles y corrientes en el mercado español, el precio a plazo del dólar sobre la peseta cumple la función de compensar los diferenciales de interés entre ambos instrumentos e igualar el comportamiento de ambas curvas. Para ello se ha sumado al tipo del eurodólar a tres meses, el premio a tres meses del dólar sobre la peseta, y esta suma se ha comprado con el tipo del interbancario a tres meses. Vemos como se dan muy pocas desviaciones respecto de la paridad e incluso las desviaciones tienden a reducirse indicando que las fuerzas del mercado tienden a actuar paulatinamente con mayor libertad en la determinación de los tipos de plazo y contado.

Tipos de interés y movimientos de capital

Por último, se pasa a analizar el comportamiento de algunos renglones de nuestra cuenta de capital frente a las variaciones de los tipos de interés.

Los movimientos de capital entre países vienen fundamentalmente determinados, en primer lugar, por los diferenciales de interés, es decir, por la rentabilidad alternativa de la inversión y en segundo lugar, aunque en menor medida, por las expectativas de tipo de cambio, es decir, por las posibles ganancias o pérdidas de capital, cuando no esté cubierta a plazo dicha inversión.

Todo ello hace que se cumpla la citada paridad de intereses, pero es importante saber en que medida reaccionan en el caso español los movimientos de capital a uno u otro factor

determinante.

Para ello, en el gráfico n° 3 se representan las variaciones mensuales en miles de millones de pesetas (Registro de Caja) de los pasivos en pesetas de los no residentes, los créditos internos en divisas (Circular 9 DE) consistentes en créditos financieros y la suma de ambos conceptos. La elección de estas partidas es porque se considera que pueden ser las más sensibles a las variaciones del diferencial de intereses. Sin embargo existe un problema de metodología de elaboración de la balanza de pagos a la hora de asignar los movimientos de capitales a los epígrafes correspondientes en función de la naturaleza de tales movimientos, por lo que la elección hecha puede ser muy discutible, aunque no deja de ser un segundo óptimo.

En el gráfico se representa también el diferencial de intereses cubierto de la peseta a un mes ($i-i*d$). Este dato se ha centrado en el gráfico en torno al valor $-0,7$ y nos interesa observar la relación entre las variaciones en el descuento intrínseco ($i-i*<d$) al que la peseta ha estado permanentemente sometida y las variaciones en la entrada y salidas de los movimientos monetarios correspondientes. Lo lógico es que cuando el descuento intrínseco se reduzca se incrementen los pasivos en pesetas de no residentes y los créditos financieros y viceversa.

A lo largo de esta corta muestra parece darse tal relación, por lo que se refiere a los créditos financieros, contemporáneamente o con desfases pequeños pero difíciles de precisar. Del mismo modo entre enero y octubre de 1983 se aprecia una relación aunque más desfasada entre la variación en el diferencial de intereses descubierto y los pasivos en pesetas de no residentes. A partir de marzo de 1984 nuevamente parece tener influencia el diferencial de intereses sobre los pasivos en pesetas de los no residentes. Sin embargo, en el período octubre 1983-marzo 1984, las fuertes fluctuaciones en los pasivos de los no residentes no son explicados por las variaciones en el descuento intrínseco. Sin duda alguna la explicación más coherente se debe a las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta y naturalmente sobre el tipo de cambio del dólar que ha estado sometido durante dicho período a presiones especulativas fuertísimas en uno y otro sentido y a muy corto plazo.

Una segunda explicación podría derivarse de la existencia de una serie de regulaciones de control de cambios que hacen que ciertos movimientos de capital estén sujetos a autorización y los que están liberalizados tengan una serie de límites impuestos, además, claro está de la ausencia de cobertura a plazo para ciertas operaciones financieras.

En conclusión, se puede decir que existe una creciente tendencia a que la economía española, conforme va aumentando su grado de apertura, se vaya integrando en mayor medida en los mercados internacionales de bienes, servicios y capitales y va ya normalizando sus intercambios conforme las

reglas que, a corto y a largo plazo, imponen el libre juego de la oferta, de la demanda y de las expectativas.

Los movimientos de capitales en 1984

En 1984 se acelera la tend