

LA PESETA Y LOS PRECIOS
Un análisis de largo plazo (1868-1995)

José Aixalá Pastó



Prensas Universitarias de Zaragoza

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	7
PARTE I. TEORÍAS SOBRE LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO	
1. UNA INTRODUCCIÓN A LOS TIPOS DE CAMBIO	15
1.1. El tipo de cambio como precio en el mercado de divisas	15
1.2. Los condicionantes institucionales del tipo de cambio	19
1.2.1. Los sistemas internacionales de coordinación	19
1.2.2. La política nacional de tipo de cambio	30
1.3. Teorías y modelos para la determinación del tipo de cambio	33
1.3.1. El corto y el medio plazo	37
1.3.1.1. Los modelos monetarios y de carteras	39
1.3.1.2. El papel de las expectativas	42
1.3.2. El largo plazo	45
2. LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO A LARGO PLAZO: LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO	47
2.1. Introducción	47
2.2. La teoría básica de la PPA	48
2.2.1. Antecedentes	48
2.2.2. Versión absoluta y relativa	53
2.2.3. Los desajustes de la PPA	54
2.3. La evidencia empírica de la PPA	59
2.3.1. Las contrastaciones de la PPA	59
2.3.2. Algunas reflexiones en torno a la evidencia empírica de la PPA.	63

PARTE II. LA PESETA Y LA PARIDAD DEL PODER
ADQUISITIVO (1868-1995)

3. LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO: UNA PAUTA PARA LA PESETA	71
3.1. En torno al período de la contrastación	71
3.2. En torno a los indicadores utilizados	84
3.2.1. El tipo de cambio efectivo real	84
3.2.2. La cointegración.....	90
3.3. Los resultados	94
3.3.1. Los tipos de cambio bilaterales	95
3.3.2. El test de cointegración	108
3.3.3. El tipo de cambio multilateral	114
4. UNA EXPLICACION DE LOS RESULTADOS Y DE LOS ASPECTOS COYUNTURALES	125
4.1. Introducción	125
4.2. La peseta con el horizonte del patrón oro (1868-1913)	130
4.3. La peseta en la crisis del patrón oro (1914-1935)	139
4.4. La peseta al margen de Bretton Woods (1936-1959)	148
4.5. La peseta en la senda europea (1960-1995)	157
RECAPITULACIÓN	169
BIBLIOGRAFÍA	185
ANEXO	193
Cuadros	195
Fuentes estadísticas utilizadas	219
ÍNDICE DE CUADROS	221
ÍNDICE DE GRÁFICOS	223

INTRODUCCIÓN

Cuando el nuevo milenio entre en escena, la peseta celebrará su ciento treinta y dos aniversario, pues el día 19 de octubre del ya lejano 1868, el Gobierno Provisional que iniciaba el Sexenio Revolucionario promulgó el decreto que daba origen al que todavía hoy, aunque todo apunta a que ya por poco tiempo, es nuestro signo monetario. Según el profesor J. Velarde, existían dos motivos para acometer en aquel momento la reforma del sistema monetario español que se llevó a cabo paralelamente a la creación de la peseta: por un lado, poner en orden la compleja circulación monetaria existente en nuestro país, debido a la coexistencia de una gran heterogeneidad de monedas; por otro, el deseo de incorporación a la Unión Monetaria Latina, basada en el bimetalismo oro-plata, e integrada desde la firma de su tratado constitutivo en 1865 por Francia, Italia, Bélgica y Suiza, con la posterior adhesión de Grecia. Francia, con el fin de desmarcarse de la amenaza económica de Gran Bretaña, había concebido un proyecto de unión económica aduanera relacionada con el mundo de los países latinos, proyecto que quedó finalmente reducido a la existencia de un sistema monetario común —la Unión Monetaria Latina—, al que España decidió más tarde incorporarse, señalando el Decreto de 1868 que el Gobierno español podría incluso autorizar de forma eventual la circulación legal en España de las monedas de los países que integraban la Unión.

Tras un breve intento de convivencia en el seno de la citada unión monetaria, la peseta permaneció por un largo tiempo al margen de las corrientes e instituciones monetarias dominantes en el contexto internacional. Mientras los países más importantes mantenían un sistema de patrón oro hasta la primera guerra mundial, la peseta evolucionaba en el marco de

un sistema fiduciario con tipos de cambio flexibles; tampoco nuestras autoridades monetarias adoptaron el patrón oro cuando éste fue restaurado a lo largo de la década de los veinte, con su posterior abandono en los primeros años treinta. Después de la segunda guerra mundial, cuando los principales países se esforzaban, aunque de forma menos acelerada de lo que algunos han interpretado, por instaurar un sistema de pagos multilateral basado en la convertibilidad de sus monedas, España mantenía un sistema monetario y de cambio exterior absolutamente intervenido, con una peseta inconvertible y un estricto control de cambios, que llevó a la necesidad de inventar un sistema de cuentas especiales y cambios múltiples, lo cual era lo menos parecido a las directrices que emanaban del Fondo Monetario Internacional y de las organizaciones económicas internacionales recién creadas. Es a partir de 1959 cuando nuestro país comienza una integración en el contexto monetario internacional, que le llevará primero a adoptar el sistema monetario y las normas de funcionamiento derivadas de los acuerdos de Bretton Woods, a mantener durante los años setenta y ochenta un sistema de tipos de cambio flexibles intervenidos, al estilo del que estaba vigente en el conjunto de los países avanzados económicamente, y a aceptar posteriormente, con todas las consecuencias, una vinculación con un mecanismo de cambios exteriores caracterizado por una elevada rigidez, como lo era el Sistema Monetario Europeo en 1989, marco institucional éste en el cual la peseta se ha encontrado inmersa hasta su incorporación a la Unión Monetaria, y cuya trayectoria en el mismo ha alternado etapas de estabilidad y fortaleza con otras de debilidad y turbulencias, pero siempre presididas por una decidida apuesta de nuestras autoridades económicas por permanecer en la disciplina del sistema.

Al hilo de estas reflexiones y en vista de un marco institucional tan cambiante y, en ocasiones, tan heterodoxo si nos referimos a nuestro propio país, nos hemos preguntado, y éste sería el objetivo fundamental de nuestro trabajo, a qué pautas de comportamiento ha obedecido la cotización de la peseta con respecto a tres divisas tan significativas como la libra esterlina, el franco francés y el dólar estadounidense, a lo largo de este período de más de un siglo que transcurre desde la creación de nuestro signo monetario hasta el año 1995, fecha en que sufrió su última devaluación y adoptó una paridad central con la que encontró su equilibrio a largo plazo, y que ha servido de base para su integración en la moneda única en los umbrales del siglo XXI.

Para nuestro propósito hemos estudiado los aspectos teóricos relacionados con la formación de los tipos de cambio en el mercado de divisas, a lo cual dedicamos la primera parte del libro. Este análisis nos lleva a la conclusión de que se pueden distinguir una serie de modelos para la determinación del tipo de cambio cuyas variables actúan en unos plazos muy cortos, incluso en el día a día, de tal forma que otorgan al mercado de divisas una extraordinaria volatilidad, ya que son capaces de alterar instantáneamente las expectativas, racionales o no, de los agentes económicos participantes en dichos mercados, de la misma forma que se alteran las expectativas de los participantes en otros mercados financieros organizados (son los llamados *modelos de expectativas*).

Otros modelos, en cambio, utilizan variables cuyos efectos sobre el mercado de divisas se manifiestan a medio plazo, estando dichos modelos relacionados con el equilibrio en los mercados de activos (*modelos de paridad de intereses, monetarios y de carteras*). En este caso se plantea la posibilidad de que los mercados de dinero o de otros activos financieros rentables de los diferentes países se encuentren en equilibrio o tiendan hacia él, siendo éste el factor fundamental para explicar la formación del precio de las monedas.

Por último, existe otra modelización que plantea la posibilidad de que los tipos de cambio se determinen en el largo plazo en función del diferencial de precios entre los países de que se trate (es la denominada *paridad del poder adquisitivo*). En este caso, la formación del precio de las divisas no se produce como consecuencia del ajuste en los mercados de activos financieros, sino como consecuencia del equilibrio en los mercados de bienes.

En virtud de estas consideraciones y siendo que nuestra pretensión inicial se basaba en analizar la evolución del tipo de cambio de la peseta para un período prolongado (1868-1995), entendemos que la paridad del poder adquisitivo es el modelo que mejor se ajustará a nuestros objetivos, ya que la literatura sostiene que ésta es una teoría sobre la determinación del precio de las divisas cuyo cumplimiento debe situarse en el largo, incluso en el muy largo plazo, de forma que su contrastación para períodos relativamente cortos resulta una tarea infructuosa y aun estéril.

Guiados por este planteamiento, dividimos la primera parte en dos capítulos: El capítulo primero nos aproxima a las denominadas variables

fundamentales que determinan el precio de las divisas, e incluye un planteamiento general a propósito de las teorías y modelos que se han diseñado en la literatura para explicar la formación de los tipos de cambio, analizando de una manera más detallada aquéllos que actúan en el corto y medio plazo, y que nos ayudan a explicar las desviaciones del tipo de cambio en estos intervalos temporales con respecto a su senda de equilibrio a largo plazo. Finalizamos esta primera parte con un capítulo referido a los determinantes del tipo de cambio a largo plazo, en el cual nos detendremos en explicar cuáles son los fundamentos teóricos de la paridad del poder adquisitivo, así como la evolución histórica de esta ya clásica teoría, sin olvidar los posibles desajustes que pueden distorsionar su cumplimiento, y que han sido señalados por diferentes autores a la luz de los trabajos empíricos que han llevado a cabo relacionados con la misma.

Una vez explorados en la primera parte los aspectos teóricos, el trabajo empírico que nos proponemos llevar a cabo, y que como ya hemos anunciado se refiere a la contrastación de la paridad del poder adquisitivo para la peseta a lo largo del período que transcurre desde 1868 hasta 1995, se encuentra desarrollado en la segunda parte, que comprende los capítulos tres y cuatro. En el capítulo tres se plantean las cuestiones referentes a la representatividad del período objeto de estudio a través de sus características institucionales, así como algunos aspectos relacionados con los indicadores utilizados para llevar a cabo el trabajo empírico. Ello permite presentar con posterioridad los resultados de nuestra propia contrastación, tanto referidos a los tipos de cambio bilaterales con respecto a las tres divisas que han constituido un permanente punto de referencia para nuestras autoridades económicas, como referidos al tipo de cambio multilateral de la peseta frente al conjunto de las tres monedas antes mencionadas. Finalmente, una vez obtenidos los resultados de la contrastación empírica, el capítulo cuarto trata de hacer un esfuerzo de interpretación de un conjunto de aspectos coyunturales, a la luz de los elementos institucionales y de política económica que han guiado el comportamiento de la peseta a lo largo del período estudiado, y que han producido en el corto y medio plazo desviaciones con respecto a la senda de equilibrio a largo plazo.

A la hora de presentar este trabajo, deseo poner de manifiesto que corresponde a una versión de la tesis doctoral, que con el título *Los deter-*

minantes del tipo de cambio de la peseta a largo plazo (1868-1989). Una aplicación de la teoría de la paridad del poder adquisitivo, fue elaborada y leída en el Departamento de Estructura e Historia Económica y Economía Pública de la Universidad de Zaragoza. Por ello, quiero agradecer a todos mis compañeros de Departamento su colaboración y constante estímulo, de forma especial a las profesoras M.^a Dolores Gadea y Marcela Sabaté. La citada tesis doctoral fue dirigida por el profesor Dr. José M.^a Serrano Sanz y defendida ante un tribunal presidido por el profesor Dr. Juan Velarde y compuesto por los profesores Dr. Ernest Lluch, Dr. José Luis García Delgado, Dr. Antón Costas y Dr. Eduardo Bandrés. A todos ellos deseo expresar mi más profundo reconocimiento y mi mayor gratitud.