



## ARTÍCULO

# La sobrevaloración del tipo de cambio real de la economía española

José García-Solanes<sup>a,\*</sup> y Fernando Torrejón-Flores<sup>b</sup>

<sup>a</sup>Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Murcia, Murcia, España

<sup>b</sup>Facultad de Ciencias de la Empresa, Universidad Católica San Antonio de Murcia, Murcia, España

Recibido el 2 de mayo de 2012; aceptado el 14 de noviembre de 2012

### CÓDIGOS JEL

E32;  
F02;  
F04

### PALABRAS CLAVE

Bienes  
comercializables  
y no comercializables;  
Efecto Penn;  
Desalineamiento del  
tipo de cambio real;  
Crisis financiera

### JEL CLASSIFICATION

E32;  
F02;  
F04

### KEYWORDS

Tradables and  
non-tradables;  
Penn effect;  
Real exchange-rate  
misalignment;  
Financial crisis

**Resumen** En la primera parte de este trabajo se aplica el modelo de bienes comercializables y no comercializables para caracterizar los desequilibrios principales de la economía española y deducir la ecuación que fundamenta el «Efecto Penn». En la segunda parte se estima esa ecuación con datos anuales de sección transversal para dos amplias muestras de países y para cada uno de los años del periodo 2000-2009. Se obtiene que en 2002 el tipo de cambio real de la economía española inició un proceso de sobrevaloración frente al resto del mundo que alcanzó su máximo en 2008 (entre 27% y 29%). En 2009, se redujo a un nivel entre 17% y 19% por el impacto deflacionario de la crisis económica. El trabajo analiza los desequilibrios que acompañaron a este desajuste, y deduce algunas prescripciones de política económica para contrarrestarlos y/o resolverlos.

© 2012 Asociación Cuadernos de Economía. Publicado por Elsevier España, S.L. Todos los derechos reservados.

## The over-evaluation of the real exchange rate of the Spanish economy

**Abstract** In the first part of this work we apply the tradables and non-tradables model to characterise the main economic imbalances of the Spanish economy and to derive the equation that rationalizes and supports the Penn effect. In the second part, we estimate the Penn effect equation using annual cross-sectional data of two large samples of countries for each year of the period 2000-2009. We observe that the real exchange rate of the Spanish economy with respect the rest of the world started an overvaluation process in 2002 that reached its maximum level in 2008 (between 27% and 29%). The overvaluation rate dropped to 17%-19% in 2009, as a result of the deflationary impact of the financial crisis. We analyse the economic imbalances that accompany this misalignment, and deduce some policy prescriptions to solve them.

© 2012 Asociación Cuadernos de Economía. Published by Elsevier España, S.L. All rights reserved.

\*Autor para correspondencia.

Correo electrónico: solanes@um.es (J. García-Solanes).

## 1. Introducción

Los países de la Eurozona cosecharon importantes beneficios de estabilidad macroeconómica entre 1999, año de lanzamiento de la UEM, y finales de 2007, cuando estalló la crisis financiera internacional. Pero, al mismo tiempo, las economías periféricas de la zona, entre ellas España, acumularon desequilibrios a lo largo de ese periodo hasta niveles que son impensables cuando los países disponen de moneda propia y, por consiguiente, de una política monetaria autónoma.

La explicación de este fenómeno es que en una unión monetaria es más fácil que las perturbaciones asimétricas y/o las medidas y comportamientos —públicos y/o privados— erróneos y duraderos causen desequilibrios sin que se iluminen las señales de alarma que operan en otros contextos. Por ejemplo, en un periodo de «normalidad» como el anterior a la crisis, los gobiernos de las economías periféricas pudieron incurrir en continuos déficit de cuenta corriente y alimentar burbujas inmobiliarias durante muchos años sin ser avisados y/o castigados por primas de riesgo crecientes ni por ataques especulativos contra sus divisas o contra sus títulos de deuda.

Dentro de los desequilibrios macroeconómicos que acumuló la economía española dentro de la UEM, la pérdida de competitividad relativa, en precios y salarios, con respecto a la zona euro y al resto del mundo ocupa un lugar destacado<sup>1</sup>. El objetivo principal de este artículo es estudiar los factores que, desde inicios del año 2000, han ido alimentando la sobrevaloración del tipo de cambio real (TCR) de la economía española, y evaluar la magnitud de la misma. De manera recurrente, la economía española ha sufrido episodios de sobrevaloración de su tipo de cambio real. Desde el Plan de Estabilización de 1959 hasta la adopción del euro en 1999, distintos gobiernos españoles se vieron obligados a realizar hasta siete devaluaciones —una cada nueve o diez años, en promedio— para recuperar la competitividad perdida<sup>2</sup>. Como la sobrevaloración actual dentro de la UEM no puede resolverse por esa vía, a la economía española no le queda otra opción que una devaluación interna, tal y como nos lo ha recordado varias veces el Premio Nóbel Paul Krugman<sup>3</sup>. La devaluación interna consiste en un recorte drástico de salarios, rentas y precios, y la forma menos lenta, traumática y costosa de llevarla a cabo es mediante un pacto entre todos los agentes sociales. Cuando esto no es viable, la recesión y el desempleo se convierten en sus impulsores a lo largo de un proceso largo y costosísimo, tanto en términos económicos como sociales. En cualquier caso, para hacernos una idea de los sacrificios que nuestro país deberá soportar en el proceso, necesitamos estimar el

grado de sobrevaloración del tipo de cambio real de la economía española en el momento en que estalló la crisis, y examinar si desde entonces nos encontramos en una vía de solución del problema. De ello nos ocuparemos en las secciones siguientes enmarcando el problema en un modelo teórico con bienes comercializables y no comercializables, y estimando el efecto Penn.

El efecto Penn relaciona los precios relativos entre países, expresados en la misma moneda (o sea, los TCR bilaterales), con el cociente de los respectivos PIB por habitante valorados en paridad de poder adquisitivo. El fundamento procede de la hipótesis de Balassa y Samuelson, según la cual, a largo plazo, el determinante principal de los TCR son las productividades relativas entre países, que en el efecto Penn se aproximan mediante los PIB por habitante. El efecto Penn, conocido así porque los datos para su contrastación a escala mundial se elaboran y publican en las Penn Tables, se estima con datos de sección transversal de todos los países del mundo, o de una muestra muy representativa de los mismos. Nuestros resultados indican que el TCR de la economía española frente al resto del mundo, en 2002 entró en una senda de sobrevaloración creciente hasta alcanzar una magnitud entre 27% y 29% en 2008. En el año siguiente se redujo a un valor entre 17% y 19%, debido al impacto deflacionista de la crisis económica sobre la economía española. Como consecuencia, urge que las autoridades españolas adopten medidas eficaces para resolver ese importante desequilibrio.

Nuestro plan de trabajo se estructura de la manera siguiente: en la sección 2 describimos los hechos principales que alimentaron la sobrevaloración del TCR durante el periodo 2000-2008. En la sección 3 desarrollamos el modelo teórico que fundamenta el efecto Penn, y deducimos la ecuación que permite evaluar el grado de desalineamiento del tipo de cambio real. En la sección 4 estimamos esa ecuación con datos anuales de sección transversal para cada año del periodo 2000-2009 para dos muestras de países. Finalmente, en la sección 5 utilizamos nuestro modelo y nuestros resultados empíricos para caracterizar el impacto de la crisis financiera internacional en la economía española, y deducir algunas prescripciones de política económica.

## 2. Los hechos

El que a finales de los años noventa España tuviera unas cifras de paro que doblaban la media de la UE hizo que, en los años siguientes, las autoridades se despreocuparan de cambiar un modelo productivo basado en sectores intensivos en mano de obra y muy poco exigentes en productividad, como la construcción residencial. Dentro del nuevo horizonte que abrió la UEM, muchas de las empresas españolas vieron en la construcción un negocio muy rentable porque no requería esfuerzos tecnológicos ni gastos de inversión en I+D importantes, y permitía utilizar abundante mano de obra poco especializada y barata, proveniente de la inmigración. El Banco Central Europeo contribuyó a esta anomalía productiva con una política monetaria claramente expansiva, a la que la industria de la construcción es muy sensible. El resultado fue agrandar la fase cíclica de la economía española, pues los periodos en los que los tipos de interés estuvieron más bajos coincidieron con los años más expansivos de nues-

1. Para un análisis detallado de los diferentes desequilibrios de la economía española dentro de la UEM, véase el minucioso y espléndido trabajo de Estrada et al. (2009).

2. García Solanes (1983) analizó y evaluó el grado de sobrevaloración que indujo la devaluación de la peseta en 1982.

3. Así lo declaró en una rueda de prensa celebrada en Buenos Aires el 27 de octubre de 2009, y lo ha reiterado varias veces en su columna del periódico New York Times. Esa opinión también puede encontrarse en la entrevista a P. Krugman publicada en *Vanity Fair* el 21 de junio de 2012, de la que el periódico La Voz de Galicia adelantó un resumen un día antes.

Download English Version:

<https://daneshyari.com/en/article/7343055>

Download Persian Version:

<https://daneshyari.com/article/7343055>

[Daneshyari.com](https://daneshyari.com)