

DIEZ AÑOS DEL SME (*)

Una zona de estabilidad monetaria

El Sistema Monetario Europeo (SME) cuenta exactamente diez años. Se funda en un acuerdo establecido entre los bancos centrales de la República Federal de Alemania, Francia, Italia, Dinamarca, Irlanda y los países del Benelux para mantener sus monedas respectivas dentro de márgenes de fluctuación estrechos en relación con cada una de las otras monedas participantes en el sistema.

El balance de estos diez años es satisfactorio. Es verdad que han sido necesarios once reajustes, pero su influencia ha sido, en definitiva, relativamente restringida (véase el cuadro I). Así, por ejemplo, en el mercado oficial de Bruselas la desviación porcentual entre las cotizaciones más altas y más bajas en francos belgas ha sido, durante el período transcurrido de marzo de 1979 a diciembre de 1988, de un 33 por 100 para el marco alemán y de un 29 por 100 para la lira italiana, que son, respectivamente, la moneda más fuerte y la moneda más débil del SME. Para las monedas no incluidas en el SME las desviaciones han sido netamente mayores: un 53 por 100 para el franco suizo, un 146 por 100 para el dólar estadounidense y hasta un 156 por 100 para el yen japonés.

Cuadro I: Reajustes de las paridades en el SME (en %)

	24-9-1979	30-11-1979	23-3-1981	5-10-1981	22-2-1982	14-6-1982	21-3-1983	22-7-1985	7-4-1986	4-8-1986	12-1-1
DM	+2,00	-	-	+5,50	-	+4,25	+5,50	+2,00	+3,00	-	+3,00
HFL	-	-	-	+5,50	-	+4,25	+3,50	+2,00	+3,00	-	+3,00
FF	-	-	-	-3,00	-	-5,75	-2,50	+2,00	-3,00	-	-
LIT	-	-	-6,00	-3,00	-	-2,75	-2,50	-6,00	-	-	-
DKR	-2,90	-4,60	-	-	-3,00	-	+2,50	+2,00	+1,00	-	-
LFR/BFR	-	-	-	-	-8,50	-	+1,50	+2,00	+1,00	-	+2,00
IRL	-	-	-	-	-	-	-3,50	+2,00	-	-8,00	-

Pero no es eso todo. Las variaciones más fuertes de las cotizaciones se han producido durante los cuatro primeros años, cuando el sistema aún no había encontrado su equilibrio. A partir del reajuste del 21 de marzo de 1983, el SME ha navegado por aguas mucho más tranquilas. Desde entonces sólo ha habido cuatro reajustes de los tipos centrales (o paridades), es decir, un promedio de una cada dieciocho meses, frente a una cada siete meses durante los cuatro primeros años del sistema. A partir de marzo de 1983 las modificaciones de las paridades han sido, además, mucho menos importantes que hasta entonces. Tras esa fecha la depreciación de la lira italiana frente al marco alemán no ha llegado a la mitad de lo que fué en los cuatro primeros años (véase el cuadro II). En el caso del franco francés ha representado sólo un tercio. Hay que señalar, sin embargo, la notable actuación del franco belgo-luxemburgués y de la corona danesa, que, estancados en el pelotón de las monedas débiles durante los cuatro primeros años, posteriormente han alcanzado al marco alemán y el florín neerlandés. Sólo la libra irlandesa ha tenido un avance menos claro desde marzo de 1983.

Cuadro II: Apreciación cumulativa del tipo central del marco alemán en relación con los respectivos tipos centrales de los otros países del SME (en %)

	Marzo de 1979-marzo de 1983	Marzo de 1983-marzo de 1989
DM	-	-
HFL	4,0	0,0
FF	32,8	9,4
LIT	36,9	15,1
DKR	28,7	5,0
LFR/BFR	27,4	3,0
IRL	22,7	15,3

La estabilidad acrecentada de los cambios ha contribuido, lógicamente, a dar mayor credibilidad al SME, lo cual ha tenido el efecto nada despreciable de desalentar los movimientos de capitales que, en el pasado, fueron en varias ocasiones gravosos para el sistema. Los ajustes pequeños ofrecen poco o ningún incentivo a comprar monedas fuertes en vísperas del reajuste para convertirlas después masivamente en monedas débiles y obtener un beneficio. Con un margen de fluctuación del 2,25 por 100 es incluso posible que, si el reajuste de las paridades es mínimo, una moneda débil se aprecie inmediatamente después del reajuste en relación con las monedas "fuertes"(1).

Es evidente que el aumento de credibilidad del SME no se ha producido por arte de magia. La estabilidad de los cambios sólo es posible si los resultados económicos, sobre todo en el terreno de la inflación, son convergentes. Ahora bien, desde 1983 la inflación ha retrocedido sensiblemente en todos los países del SME, y el diferencial de inflación con la República Federal de Alemania -que es, junto con los Países Bajos, el país con menor inflación- se ha reducido considerablemente en todas partes (véase el gráfico 1). Dicho esto, hay que añadir inmediatamente que la moderación general de la inflación no ha sido, ni mucho menos, patrimonio exclusivo de los miembros del SME: en muchos países ajenos al sistema la inflación viene siendo, en efecto, más débil que hace algunos años.

Se observa, de todos modos, que los diferenciales de inflación no han sido totalmente neutralizados, desde 1983, por los ajustes de las paridades (véase el gráfico 2). Dinamarca es quien ha ido más lejos en esa dirección. Si las autoridades danesas hubieran neutralizado totalmente la inflación relativamente alta que tenían desde 1983 en comparación con la República Federal de Alemania mediante una depreciación de la corona, la cotización de esta moneda se habría situado a comienzos de 1989 a un 12 por 100

por debajo del nivel que ostentaba en realidad. Dicho en otras palabras, los países de moneda débil han sufrido una pérdida de competitividad frente a los países fuertes.

Es, en definitiva, la preocupación por la competitividad lo que ha impulsado a los países débiles del SME a demostrar una mayor disciplina económica. La política de moneda fuerte les obligaba a tomar medidas internas de saneamiento para evitar un deterioro de su balanza corriente, que a su vez habría desencadenado salidas de capital de carácter especulativo. La solución habría sido devaluar repetidamente o salirse del SME, corriendo el riesgo de caer bastante pronto en una espiral de depreciación-inflación. Todos los miembros del SME han escogido el sistema más duro pero más ortodoxo, y con el saneamiento interno han conseguido mejorar sustancialmente sus operaciones corrientes con el extranjero. En la fase inicial del SME Bélgica e Irlanda pechaban aún con imponentes déficit exteriores, pero en los últimos años su balanza corriente viene siendo constantemente excedentaria. También Dinamarca ha conseguido una neta mejoría de sus pagos corrientes por medio del saneamiento interno, pero los onerosos tipos de interés de la deuda exterior han hecho que subsista el déficit. En los últimos años Francia e Italia han tenido ora un superávit modesto, ora un déficit ligero.

Los países débiles del SME, en fin, han hecho en estos últimos años esfuerzos notables de saneamiento que se han traducido en un mayor equilibrio económico. El grado de estabilidad cambiaria conseguido descansa, pues, sobre una base sólida, y no ha habido que pagarlo con diferenciales de interés más elevado respecto a la República Federal de Alemania (véase el gráfico 3). No menos interesante es observar que el proceso de estabilidad creciente de los cambios ha coincidido con la fuerte depreciación del dólar estadounidense desde febrero de 1985, mientras que en

Gráfico 1
DIFERENCIALES DE INFLACION CON LA REPUBLICA FEDERAL DE ALEMANIA
 (Medias móviles trimestrales)

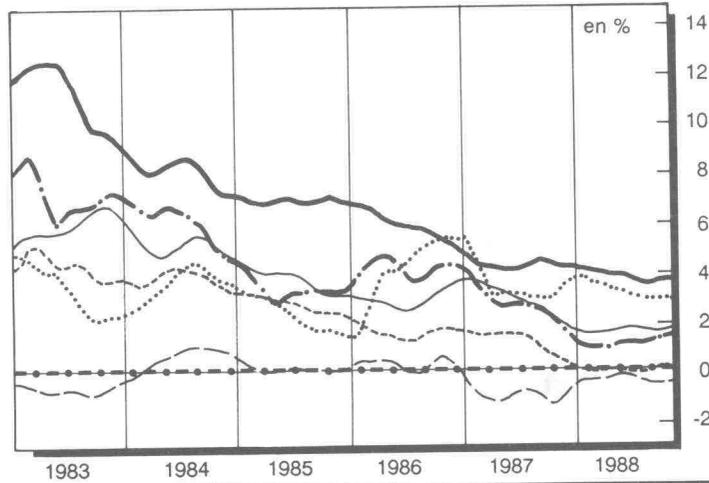
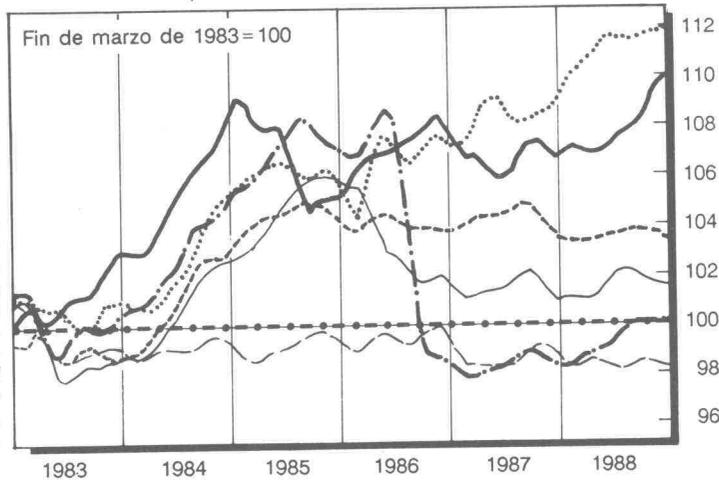
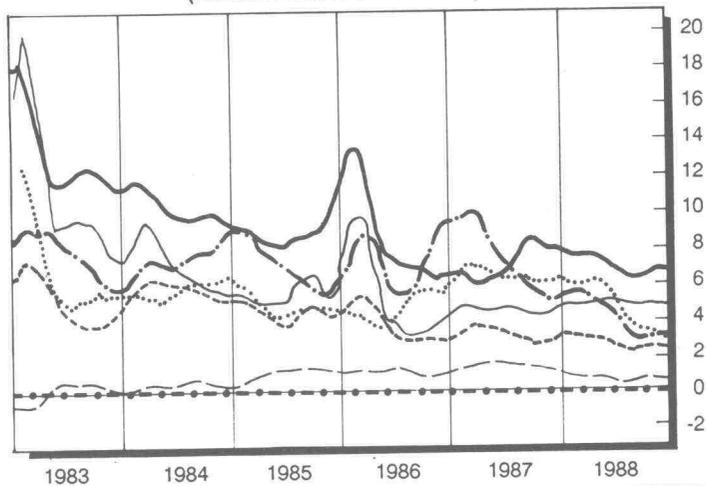


Gráfico 2
TIPOS DE CAMBIO REALES CON EL MARCO ALEMÁN (a)
 (Medias móviles trimestrales)



(a) Estos tipos de cambio dan una indicación de la medida en que el diferencial de inflación con la R.F.A. se compensa con una depreciación de la moneda frente al marco alemán. Cuanto más alto es el tipo de cambio real en relación con el marco alemán, menor es la compensación.

Gráfico 3
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERES A CORTO PLAZO CON LA REPUBLICA FEDERAL DE ALEMANIA
 (Medias móviles trimestrales)



la fase inicial bastaba un ligero descanso del billete verde para desequilibrar el sistema (2). Diez años después de su nacimiento, el SME parece haber alcanzado en gran medida su objetivo primordial: crear una zona de estabilidad de los precios y de los cambios.

No todo es color de rosa

Pero esa feliz evolución no significa que el SME sea exactamente lo que pretendían sus fundadores. En efecto, los objetivos originales eran mucho más ambiciosos. Al principio, por ejemplo, se esperaba que la libra británica se integrase con bastante rapidez en el mecanismo cambiario, pero aún no ha sido así. Las causas principales de su ausencia están en el carácter de "petromoneda" de la esterlina, y sobre todo en que las autoridades británicas toleran menos que nunca una intromisión extranjera en su política cambiaria y de tipos de interés. También en el caso de la lira italiana, el margen de fluctuación del 6 por 100, que debía ser sólo transitorio, sigue en vigor en lugar del margen usual del 2,25 por 100.

Otra diferencia, menos conocida pero no menos importante, entre los objetivos de partida y la evolución real del SME es la falta de avance en el plano institucional. Los fundadores pensaban abordar, tras dos años de funcionamiento del sistema, la fase llamada institucional. Se habría creado un Fondo Monetario Europeo, embrión de un banco central europeo, y se habría ampliado el papel del ECU. Pero el paso a esa fase ha sido aplazado sine die por el Consejo de Ministros europeo, por considerar que no existía aún una base lo bastante sólida para dar nuevos pasos hacia la unificación monetaria de Europa.

En lo que se refiere más especialmente a la utilización del ECU oficial, principal innovación del acuerdo del SME, también la experiencia ha sido menos favorable, lo cual contrasta

vivamente con el éxito del ECU privado. El ECU oficial sólo se puede utilizar en transacciones entre los bancos centrales del SME (3), y hasta ahora su empleo se ha limitado esencialmente al pago de los préstamos emanados de los mecanismos del crédito del SME. En general, sin embargo, no se ha recurrido a esos mecanismos de crédito, entre otras cosas porque hasta finales de 1987 los préstamos a muy corto plazo sólo estaban realmente disponibles para la financiación de las intervenciones sobre las cotizaciones techo y umbral. De todos modos, el grueso de las intervenciones en los mercados cambiarios se ha producido antes de llegar a los límites del 2,25 por 100 (intervenciones "intramarginales"). A esto se añade que el banco central que hubiera concedido los créditos no debía aceptar el reembolso en ECUs sino hasta un máximo del 50 por 100. A finales de 1987, el acuerdo de Basilea/Nyborg suprimió las dos limitaciones: desde entonces los bancos centrales pueden utilizar igualmente los préstamos a muy corto plazo para sus intervenciones intramarginales y esos préstamos pueden provisionalmente ser reembolsados en ECUs en su totalidad. Pero sería equivocado creer que con ello se han eliminado todas las trabas al desarrollo del ECU oficial como medio de reserva y de liquidación. De hecho, el ECU oficial sigue siendo otra manera de designar a las reservas de oro y dólares. En efecto, los ECUs oficiales se reconvierten cada tres meses en oro y en dólares a un cambio fijado de antemano (lo que se llama el "swap trimestral"). Mientras esos ECUs no se puedan vender en los mercados cambiarios, seguirán siendo una mera unidad de cuenta.

Acaso la diferencia más importante entre los objetivos originales y la evolución real del SME resida en que el sistema se ha transformado en una zona del marco alemán. La esperanza de ver al ECU convertido en pivote del sistema, de modo que tanto los países de moneda fuerte como los de moneda débil tomasen medidas, llegado el caso, para vincular su moneda al ECU, ha resultado vana. El sistema es criticado a menudo por los países de mo-

neda débil, que estima que la carga de buscar una mayor estabilidad de los cambios pesa demasiado sobre sus espaldas, mientras que la República Federal de Alemania apenas ha modificado su política. Efectivamente, en los períodos de tensión dentro del SME han sido casi siempre los países de moneda débil los que han elevado sus tipos de interés, mientras que los tipos del marco alemán permanecían inalterados. Sólo tras el acuerdo de Basilea/Nyborg participa el Bundesbank en las acciones coordinadas sobre los tipos de interés cuando hay tensiones en el seno del SME.

El funcionamiento del SME como zona del marco alemán tiene como consecuencia que los acontecimientos económicos de la República Federal de Alemania repercutan aún más deprisa y con mayor fuerza que antes en los restantes países del SME. Dado que, como de costumbre, las autoridades alemanas no están dispuestas a correr un riesgo de inflación por adoptar una política de relanzamiento económico, tampoco los restantes países pueden emprender una política de esa clase, porque no tardarían en surgir problemas de balanza de pagos y tensiones cambiarias. A esto se añade que los restantes países del SME, precisamente por ser económicamente más débiles, se ven obligados a practicar una particular moderación para que su moneda permanezca vinculada al marco alemán. Como prueba de ello basta ver el nivel relativamente elevado de los tipos de interés en comparación con los tipos alemanes (véase el gráfico III) o la pérdida de competitividad de los países de moneda débil frente a la RFA (véase el gráfico II). Esto último ha contribuido a disparar el déficit comercial de los otros países del SME frente a Alemania hasta cerca de un billón de francos belgas en 1988 (4), lo que en sí mismo constituye otra amenaza para la estabilidad del SME.

De numerosas declaraciones se deduce que las autoridades alemanas son conscientes de estos problemas y de la responsabilidad consiguiente. Pero su posición no es cómoda. De una parte están sus compromisos con el SME, pero de otra la RFA tiene sobre sí una gran responsabilidad en la política relativa al dólar; sin olvidar, naturalmente, la gran preocupación de conservar la esta-

tabilidad de los precios en el interior. Esos objetivos no siempre son conciliables. El Bundesbank no puede, por ejemplo, poner en circulación cantidades masivas de marcos para frenar el alza de la moneda alemana en el SME y, al mismo tiempo, seguir controlando el crecimiento de la masa monetaria para sujetar la inflación.

De todos modos, el hecho de que el SME se haya transformado en una zona del marco alemán encierra también ventajas importantes. Es la mejor demostración de que el SME está llamado a ser una zona de estabilidad monetaria. Abandonar la norma de estabilidad alemana sería caer en una disciplina política más laxa, que acarrearía fatalmente nuevos desequilibrios. Para calibrar los riesgos consiguientes basta recordar la experiencia del sistema de Bretton Woods, que se hundió precisamente a causa de la débil disciplina económica de su jefe de fila, los Estados Unidos. Esta evolución del SME parece una bendición para el porvenir del sistema. Entretanto, cabe añadir a este respecto que la carga del ajuste, que todavía pesa sobre los países de moneda débil, se aligerará a medida que sus resultados económicos se aproximen a los de Alemania.

NOTAS:

- (*) Kredietbank, Bulletin mensuel, marzo de 1989. Traducción de María Luisa Balseiro.
- (1) Supongamos, por ejemplo, que el franco belga, en vísperas de un reajuste del SME, se coticie a un 2,25 por 100 por debajo de su tipo central con el marco alemán y que tras esa intervención se encuentre a un 2,25 por encima del nuevo tipo central en marcos alemanes. En ese caso, ciertamente extremo, el marco estará menos caro después del reajuste que antes, mientras el ajuste del tipo central siga siendo inferior al 4,5 por 100.
- (2) Suele haber importantes movimientos de capital especulativos cuando se espera una depreciación del dólar. Entonces hay un giro masivo hacia las monedas fuertes. En el pasado, el marco alemán ha experimentado por esa razón presiones repetidas al alza, lo cual ha provocado tensiones en el seno del SME.
- (3) Incluidos el Banco de Pagos Internacionales y, desde hace poco tiempo, el Banco Nacional Suizo.
- (4) Es preciso añadir que el alto superávit comercial de la República Federal de Alemania también hay que atribuirlo en parte a la demanda sostenida de bienes de equipo en la mayoría de los países del SME y a la posición tradicionalmente sólida de la RFA en ese sector.

(SME, leyenda de los gráficos:)

Gráfico I: Diferenciales de inflación con la República Federal de Alemania (medias móviles trimestrales).

Gráfico II: Tipos de cambio reales con el marco alemán (a) (medias móviles trimestrales).

Fin de marzo de 1983=100

a) Estos tipos de cambio dan una indicación de la medida en que el diferencial de inflación con la República Federal de Alemania se compensa con una depreciación de la moneda frente al marco alemán. Cuanto más alto es el tipo de cambio real en relación con el marco alemán, menor es la compensación.

Gráfico III: Diferenciales de tipos de interés a corto con la República Federal de Alemania (medias móviles trimestrales).

Bélgica	Irlanda	En %
Francia	Países Bajos	
Dinamarca	Italia	
República Federal de Alemania		