
**UN AÑO EN EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO:
UN BALANCE GRIS**

Luis A. Lerena

La decisión de entrar en el Sistema Monetario Europeo (SME) no se tomó en el mejor momento económico. En junio de 1984, nuestro déficit comercial y por cuenta corriente era preocupante y mostraba una clara tendencia al agravamiento. El diferencial de nuestra inflación se mantenía tercamente constante, más de dos puntos por encima del de nuestros socios. La economía estaba "sobrecalentada". Como resultado de los altos tipos de interés, el tipo de cambio de la peseta era considerado excesivamente alto y perjudicial para la competitividad de nuestra economía. En esa situación, parecía aconsejable resolver primero estos problemas o al menos colocarlos en vías de solución y, posteriormente, pedir la entrada en el Sistema. Sin embargo, nuestras autoridades optaron por nuestra incorporación inmediata para reforzar la credibilidad de su política monetaria, según la interpretación que ha dado a esa decisión el Banco de Pagos de Basilea (IS). Nuestra incorporación tenía, además, un claro componente político, era el precio a pagar por nuestra Presidencia Comunitaria.

Muchos expertos económicos en el sector privado no estaban, probablemente, de acuerdo con la decisión que se adoptó. Ahora bien, todos, unánimemente, consideraron que el reto que la decisión creaba a la economía española era superable si el Gobierno estaba dispuesto a introducir en su política económica las reglas que imponía nuestra pertenencia al Sistema Monetario Europeo, sobre todo el uso de una combinación armónica de políticas fiscal y monetaria. Se abrió, así un período de esperanza, alimentado por los efectos favorables que se esperaban de la rectificación de rumbo de nuestra política económica, basada, como tantas veces se ha repetido, en el uso exclusivo de la política monetaria. Se evitarían, con ello, los efectos perjudiciales que estaba produciendo la utilización de un sólo instrumento para corregir todos los desequilibrios.

Sin embargo, la evolución posterior de los acontecimientos ha confirmado, definitivamente, que nuestra entrada en el Sistema no ha supuesto, en el año transcurrido, ningún cambio real en la política económica. La decepción en los sectores económicos ha sido notable y la desconfianza en la capacidad de las autoridades económicas para imponer un cambio de política económica se ha acrecentado.

En el período transcurrido, la cotización de la peseta ha atravesado tres periodos claramente delimitados. En los primeros meses de su entrada, (junio a octubre) la firmeza de la peseta fué considerable y, a mediados de agosto se aproximó a su máxima divergencia del 6% frente a la moneda más débil del sistema (la corona danesa). La situación cambió tras el intento de controlar la apreciación del dólar que siguió a las reuniones del FMI y del Grupo de los Siete. La intervención concertada produjo tensiones en el SME y rumores de una realineación de paridades. Alguna advertencia de las autoridades alemanas sobre el excesivo nivel alcanzado por el tipo de cambio de la peseta llegó a colocar nuestra moneda, en octubre, en el límite de depreciación de la banda estrecha. En posición relativamente débil se mantuvo hasta enero de 1990. A principios de 1990, las esperanzas de realineación general de paridades se disiparon con la entrada de la lira en la banda estrecha y los tipos de interés nominales y los flujos de capital dominaron la evolución del Sistema. En esas condiciones, la peseta, con los tipos de interés más altos entre los países miembros, ha continuado una apreciación ininterrumpida, hasta tocar el extremo de la banda de fluctuación permitida a finales de junio. Las autoridades alemanas han vuelto a reiterar su preocupación por esta evolución artificial de la peseta y han abogado, otra vez, por una realineación de paridades, si no se toman otras medidas, pero, esta vez la peseta no se ha resentido.

Como resultado de esta evolución puede decirse que la aportación más significativa de nuestra entrada en el sistema Monetario Europeo es la fortaleza de la peseta. El énfasis que se ha hecho para destacar los beneficios que se obtienen de una peseta fuerte merece algún tipo de análisis. En principio, ni una peseta fuerte ni una peseta débil constituyen un activo permanente para la economía española. El tipo de cambio deseable para cualquier divisa es aquel que pueda mantenerse con una cierta estabilidad y, esa condición no la suelen cumplir las paridades que se sitúan en uno y otro extremo de la banda. Las fluctuaciones de la peseta en el período así lo confirman. La peseta oscila siguiendo los movimientos de unos tipos de interés que se forman con una política que ha olvidado que la pertenencia al SME limita el campo de actuación de las variables monetarias. Esos tipos de cambio no responden a los "fundamentos" o condiciones reales de la economía. Por eso, cuando se rumorea una realineación de paridades, el mercado deprecia la peseta porque considera, como las autoridades alemanas, que si hay que fijar un nuevo tipo de cambio central para nuestra moneda, que asegure su estabilidad en SME, habrá de fijarse a un nivel por debajo del que está determinando el mercado a corto plazo, dominado por los tipos de interés derivados de políticas monetarias circunstanciales.

Si se analizan los efectos de esa política de tipos de cambio sobre nuestra economía, es evidente, en primer lugar, su efecto

negativo sobre la competitividad. Alguna responsabilidad tiene la peseta fuerte en la debilidad de nuestra exportación, en el incremento de nuestra importación y en la reducción de los ingresos turísticos. Negar este hecho es negar una evidencia natural. La competitividad depende, ciertamente, del tipo de cambio, de la evolución de los precios internos y de las mejoras en su eficacia que logren las empresas, pero, en nuestro caso, la peseta fuerte exige un esfuerzo adicional a nuestros empresarios que han de compensar no sólo la mayor inflación española, sino también el obstáculo añadido del tipo de cambio desfavorable. Un esfuerzo similar no se les exige a nuestros competidores europeos, con una inflación menor que la nuestra y un tipo de cambio, al menos, neutral cuando no devaluatorio.

Por traer a colación testimonios ajenos, el último informe del citado Banco de Pagos de Basilea recordaba, al hablar de las políticas españolas, que las medidas tomadas parecen "haber influido más sobre los tipos de cambio nominales que sobre la demanda interna, con un resultado final que se ha traducido en que la apreciación de la divisa agravó más aun los desequilibrios externos" y ello porque nuestra política ha conseguido que "los tipos de cambio ... hayan continuado moviéndose, durante periodos de tiempo prolongados, en direcciones dañinas para la corrección de los desequilibrios". Es posible que los tipos de cambio se hubieran apreciado más si España hubiera estado fuera del Sistema, pero no deja de ser una afirmación muy discutible y un pobre consuelo, en todo caso, como lo es toda la argumentación basada sobre las diversas catástrofes que habría sufrido nuestra economía si no se hubiera producido nuestra entrada.

Se ha dicho, también, que la revaluación de la peseta ha ayudado a la moderación de nuestra inflación. Sin duda que, en alguna medida, lo ha hecho. Sin embargo, las características de nuestra inflación estructural no hacen de la apreciación de la peseta el instrumento más adecuado. El mal comportamiento de los precios de los servicios, se ve escasamente influido por el tipo de cambio, ya que sus precios se forman en mercados protegidos de la competencia exterior. La volatilidad de los precios de productos alimenticios difícilmente puede ser compensado, en lo inmediato, con variaciones del tipo de cambio. En definitiva, solo en sectores sometidos plenamente a la competencia exterior, como son los precios industriales y de inputs importados, la firmeza de nuestro tipo de cambio está contribuyendo a la moderación del proceso de inflación. Es de esperar que la confianza excesiva en los efectos favorables del tipo de cambio no haya producido el retraso en la adopción de otras políticas necesarias y más eficaces frente a nuestra inflación subyacente.

El tercer efecto favorable de la evolución de nuestro tipo de cambio sería la restauración de la confianza exterior en la economía española. Afortunadamente, la confianza en la economía española descansa en elementos mucho más sólidos y permanentes que en tipos de cambio a corto o altos tipos de interés momentáneos. Existen otra serie de factores que determinan la confianza y las oportunidades de beneficio a largo esperadas de las inversiones

directas que se realicen en España. A lo que sí ha contribuido la fortaleza de la peseta es a generar seguridad y confianza para una serie de inversiones a corto, en los mercados bursátil, monetario o inmobiliario. Cualquier comprador de activos españoles con vencimiento inferior a un año ha podido obtener un beneficio considerable derivado del mayor nivel de los altos tipos de interés españoles en relación con los europeos, sin apenas riesgo de cambio, dada la tendencia a la revaluación de la peseta o, con una cobertura del riesgo de cambio muy barata. En ese sentido, lo que se ha favorecido, sobre todo, es el crecimiento de la inversión especulativa, lo que no es, necesariamente, malo, aunque tampoco constituye la situación óptima.

En definitiva, y sin negar que nuestra incorporación al SME, ha producido efectos favorables, lo cierto es que se ha perdido la oportunidad que nuestro ingreso ofrecía para racionalizar nuestra política económica y nuestro crecimiento. No es fácil saber si la evolución "dañina" de los tipos de cambio a la que el BIS se refiere ha producido un perjuicio permanente a nuestra industria exportadora, al turismo o a la industria productora de bienes que compiten con la importación. El riesgo de procesos de desindustrialización está ahí y, en otros países, se ha producido por razones parecidas. El reto inmediato que acometemos en una situación cambiaria muy difícil lo tienen planteado nuestras autoridades a partir de 1 de julio, cuando la libertad plena de movimientos de capital entre ocho países comunitarios se inicie. Los riesgos de entradas de capital desestabilizadoras se acrecientan considerablemente y nuestro margen de holgura no es, como se ha visto excesivo.