

Las lecciones de España ante la entrada del
Reino Unido en el SME
(*"The Economist"*)

Mientras Gran Bretaña da vueltas a su eventual incorporación al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, España exhibe su experiencia después de un año de plena participación en el mismo. Dicha experiencia muestra que el SME contribuye a la solución de viejos problemas, pero que también puede crear problemas nuevos.

Guiños y gestos de complicidad siguen preparando a los mercados financieros para la entrada de la libra en el Sistema, que se ha de producir el próximo otoño, según los rumores más recientes ("pura especulación", dicen en la oficina de la primer ministro, donde ni confirman ni niegan nada). Muchos economistas de la City dan por hecha la operación, y la mayoría está convencida de que resultará positiva. ¿Hacen bien en estar tan seguros? La experiencia de España suscita dudas.

Las autoridades españolas incorporaron la peseta en el mecanismo de cambios en Junio de 1989. Un año más tarde la economía se enfrenta aún con una elevada inflación y con un importante y creciente déficit corriente. Situada un poco por debajo del 7 por ciento, la tasa de inflación es aproximadamente la misma que en Junio de 1989. El déficit por cuenta corriente, en los 12 meses que precedieron a Abril último, fué de 12 m.m. de dólares, frente a 7 m.m. en el año que terminó en Junio de 1989. Los tipos de interés a corto plazo, del 16% o más, son todavía más altos que los de Gran Bretaña.

En si misma, con todo, esta comparación no nos dice gran cosa. La pregunta correcta es qué hubiera ocurrido si España no hubiera ingresado en el Sistema Monetario Europeo. Como José Viñals -un economista de relieve del Banco de España- dijo en un debate celebrado en el Centre for Economic Policy Research,

en Londres, hace pocos días, el primer año de la incorporación de España en el Sistema ha resultado positivo.(1)

Para empezar, recuérdese que durante los tres años, aproximadamente, que precedieron a la entrada de España en el Sistema, las autoridades habían establecido unos tipos de interés que aseguraban la conexión de la peseta con el DM. Esto hizo que la oferta monetaria se mantuviera restringida. Después de Junio de 1989 el gobierno se obligó a continuar esta política, comprometiéndose a mantener la moneda dentro de un límite del 6% en cada lado del tipo central. El seguimiento del DM redujo la inflación en España, al tiempo que aumentaba en los otros países de Europa. Aunque una tasa de inflación del 7% es elevada según los standards europeos, en realidad se trata de una tasa baja para España.

Con el ingreso en el SME, el gobierno quería asegurar este éxito. El compromiso con el Sistema supone una disciplina en materia de política económica. Una nueva ley limitará la libertad del banco central para financiar déficits presupuestarios mediante la impresión de dinero. Otra ley controlará la medida en que el gasto público real puede ser distinto del gasto programado. Para un país con una historia de financiamiento público inflacionista, tales cambios constituyen triunfos importantes. Si la atmósfera así creada estimula también una mayor contención en la negociación salarial -y en esto, por el momento, las impresiones son menos positivas- el SME habrá supuesto para España un futuro menos inflacionario.

La peseta, antes crónicamente débil, es ahora una de las monedas más fuertes del Sistema. He ahí una lección para Gran Bretaña.

La peseta es fuerte en parte a causa de la nueva confianza internacional en la economía española (que se refleja en las importantes entradas de capitales para inversiones a largo plazo), y en parte como consecuencia de los elevados tipos de

(1) J. Viñals presentó el CEPR Discussion Paper núm. 389 titulado "The EMS, Spain and Macroeconomic Policy".

interés (lo que tiene su reflejo en las grandes entradas de fondos a corto plazo que buscan altos rendimientos). España ha mantenido deliberadamente elevados los tipos de interés como instrumento para la lucha contra la inflación. Es sorprendente que haya podido hacerlo, a pesar de la seguridad que ofrece el SME por lo que se refiere a la estabilidad de los cambios. ¿Significa esto que Gran Bretaña, cuando estuviera en el SME, podría mantener elevados los tipos de interés para contener la inflación? Si así fuera, la entrada en el Sistema no perjudicaría a la política antiinflacionista del gobierno en la medida en que han dicho algunos, y en especial Sir Alan Walters.

España ha podido hacer compatibles los altos tipos de interés y la pertenencia al SME de dos maneras. La Sra. Thatcher podría copiar una de ellas, pero no la otra.

- Una banda ancha. Los elevados tipos de interés compensan a los inversores del riesgo de la posible caída de la moneda. Supóngase que una moneda se halla cerca del tope permitido frente al DM. Una banda del 6% le permite una importante caída antes de que el gobierno tenga que afrontar la ingrata operación de un reajuste de paridades. (En la práctica, la caída máxima permitida frente al DM sería de algo menos del 12%. Esto es así porque el Sistema liga a cada moneda a todas las otras, y no sólo al DM). Este margen de incertidumbre en el tipo de cambio es suficiente para justificar una importante prima para los tipos de interés alemanes. La banda del 2'25% permite una caída menor, y por esto la prima es menor.

Esta es la razón que explica que muchos comentaristas se muestren a favor de una banda ancha para la libra. Ahora bien, cuanto mayor sea el espacio disponible para una devaluación, menor será la presión que el Sistema ejerza sobre las empresas y sobre los trabajadores para la contención de los costes.

- Controles de los movimientos de capital. España utiliza estos controles de una forma poco frecuente: no para contener la caída de su moneda, sino para evitar que suba. En otras

palabras, penaliza las entradas de capital a corto plazo, no sus salidas. (Por ejemplo, una determinada proporción de los recursos tomados a préstamo en el extranjero debe ser depositada, sin intereses, en el banco central). Esto sirve para contrarrestar la atracción que ejercen sobre los extranjeros los elevados tipos de interés del país, reduce la demanda exterior de pesetas y evita que la moneda se dispare por encima del límite de la banda del SME.

Otros miembros del Sistema han suprimido ya todos los controles sobre los movimientos de capital. España ha prometido hacerlo en 1992. Cuando esto llegue resultará mucho más difícil conciliar los altos tipos de interés con la estabilidad de los tipos de cambio. En tal caso el gobierno necesitará otros medios para controlar la demanda. Dado que la Sra. Thatcher no dispone de controles de los movimientos de capital, lo dicho valdría también para el Reino Unido, una vez estuviera dentro del SME.

La experiencia española, por lo tanto, parece confirmar una vieja regla de la economía: si se trata de alcanzar dos objetivos distintos, los instrumentos a utilizar han de ser diferentes. El SME, en efecto, consagra la política monetaria (tipos de interés) a la tarea de estabilizar los cambios. Cuanto más estrechas sean las bandas menor será la posibilidad de utilizar la política monetaria para otros fines. Si los gobiernos quieren la estabilidad de los tipos de cambio, necesitarán otro tipo de política cuando quieran influir en la demanda interna. El gobierno español -véanse sus nuevas leyes- parece haber buscado en la política fiscal el instrumento adicional que va a necesitar cuando hayan desaparecido los controles de los movimientos de capital.

Los ministros de la Sra. Thatcher han solido aleccionar a la City en el sentido de que la política fiscal no puede ser utilizada para controlar la demanda. En la etapa posterior al ingreso de Gran Bretaña en el SME -y si España puede servir de ejemplo- tales ministros deberán reconsiderar sus puntos de vista.