

DESINFLACIÓN E TIPO DE CAMBIO: A EXPERIENCIA DA PESETA NO SISTEMA MONETARIO EUROPEO

SATURNINO AGUADO SEBASTIÁN

Departamento de Fundamentos de Economía e Historia Económica
Facultade de Ciencias Económicas e Empresariais
Universidade de Alcalá de Henares

Palabras clave: *Peseta; Diñeiro; Inflación; Tipo de cambio; Integración monetaria; Sistema Monetario Internacional; Sistema Monetario Europeo; Política Monetaria.*

Key words: *Peseta; Money; Inflation; Exchange rate; Monetary integration; International monetary system; European monetary system; Monetary policy.*

Resumo

Un dos obxectivos fundamentais da política económica levada a cabo no noso país nas últimas décadas foi o control da inflación. O obxectivo do devandito control é importante porque, no contexto da cada vez maior apertura da economía española ó exterior e en relación coa competitividade dos nosos produtos no exterior, a nosa taxa de inflación relativa á do exterior se presenta como unha variable clave, explicativa da nosa capacidade para competir.

¿Cal é a importancia do tipo de cambio á hora de explica-la baixada da taxa de inflación no noso país nos últimos anos? Este traballo pretende analizar esa relación no contexto da pertenza, dende hai xa seis anos, da nosa moeda ó Sistema Monetario Europeo (SME).

Abstract

One of the main objectives of the economic policy carried out in our country for the last decades has been the control of inflation. The aim of the above control is important because under the context of a greater and greater liberalisation of Spanish economy towards the exterior and in relationship with the competitiveness of our products abroad, our relative rate of inflation compared with other countries appears

as a key variable which accounts for our capacity to compete.

¿What is the importance of the exchange rate when explaining the decrease of the inflation rate in our country for the last years? This paper tries to analyse that relationship taking into account that our currency has been a member of the European Monetary System (EMS) for the last six years.

1. AS VANTAXES DA FIXACIÓN DO TIPO DE CAMBIO

Na polémica existente sobre as vantaxes e desvantaxes dos tipos de cambio fixos *versus* os tipos de cambio flexibles atopamos, a favor dos primeiros, argumentos que teñen que ver cunha pretendida maior eficacia dos tipos de cambio fixos na loita contra a inflación. A razón fundamental desa eficacia estriba na esencia básica do funcionamento dun sistema de tipos de cambios fixos. Ó fixar un país a súa moeda á doutro (ó que tradicionalmente se lle denomina país áncora), o país en cuestión renuncia ó uso dunha política monetaria autónoma e acaba tendo, ou converxendo, á taxa de inflación do país hexemónico. O prezo que paga é a perda de autonomía monetaria. A gañancia que obtén a cambio é a redución da súa taxa de inflación ata os niveis do país áncora.

A favor dos tipos de cambio flexibles, en cambio, a literatura sobre o tema xustamente salienta, como contrapartida ó anterior, a recuperación da autonomía nacional á hora de levar a cabo a súa propia política monetaria e, polo tanto, a posibilidade de poder gozar dunha elección propia entre inflación e desemprego, ó desengancharse da política monetaria levada a cabo polo país hexemónico.

Ultimamente, presenciamos en distintos puntos da economía mundial unha certa predilección polos tipos de cambio fixos en contra dos tipos de cambio flexibles (o SME é, certamente, un importante exemplo, aínda que as experiencias dalgúns países latinoamericanos na súa loita contra a inflación son tamén dignas de mención). Un dos argumentos que se presentan di que os tipos de cambio flexibles reducen a vontade ou a disciplina dos gobernos para loitar contra a inflación. Baixo tipos de cambio fixos, unha inflación nacional superior á do resto do mundo implica un déficit da balanza de pagamentos e, en consecuencia, un descenso da reserva de divisas e, no seu caso, unha desvalorización. O desprestixio dunha desvalorización, así como a caída do stock de reservas serven, así, como un importante punto de referencia para o país sobre a necesidade de medidas impopulares de axuste interno.

Cun réxime de tipos de cambio flexibles, en cambio, unha inflación nacional superior á do resto do mundo orixina unha depreciación da moeda, sen cambio ningún no nivel de reservas. O argumento do descenso das reservas desaparece e a depreciación continuada da moeda nacional pode que non apareza, ante a opinión pública, como un argumento tan convincente coma a brusca desvalorización que se produciría baixo un réxime de tipo de cambio fixo.

Por outra parte, dise tamén en contra dos tipos de cambio flexibles que estes teñen unha certa propensión inflacionista, tanto para os países individualmente coma para o conxunto da economía mundial. Para os países individualmente, primeiro polo motivo apuntado anteriormente da falta de disciplina; en segundo lugar, porque unha depreciación aumenta inmediatamente os prezos de importación en moeda local e estes prezos influencian directamente os prezos internos. Para a economía mundial porque, nun

mundo de rixidez de prezos á baixa, as depreciacións conducen a incrementos dos prezos nos países cunha moeda que se deprecia, pero as apreciacións poden non conducir (cando menos na mesma proporción) a unha caída dos prezos nos países cunha moeda que se aprecia.

Finalmente, e como argumento adicional en contra dos tipos flexibles e a favor dos tipos de cambio fixos, dise que os tipos de cambio flexibles poden exacerba-los diferenciais de inflación entre países se empuxan ós países de moeda débil a un "círculo vicioso" de inflación e depreciación do tipo de cambio, e ós países de moeda forte a un "círculo virtuoso" de apreciación e descenso dos prezos. O "círculo vicioso" xurdiría cando a depreciación aumenta os prezos de importación en moeda local e estes fan aumenta-los prezos internos, facendo aumenta-los correspondentes índices do custo da vida. Se o anterior supón un aumento de salarios monetarios, isto implicará prezos internos aínda máis altos, unha nova depreciación, novos prezos de importación máis altos, e así sucesivamente. O mesmo proceso podería darse á inversa explicando o posible caso do "círculo virtuoso", no caso de existencia de flexibilidade á baixa dos prezos. En caso de inflexibilidade dos prezos á baixa, non teríamos "círculos virtuosos" senón un proceso de apreciación e estabilidade dos prezos.

En calquera caso, e de cara a analiza-los seis anos dende a entrada da peseta no Sistema Monetario Europeo¹, temos que dicir que o tipo de cambio fixo da peseta se acaba impoñendo, por un lado, como necesidade histórica de cara á moeda única europea que, tarde ou cedo, acabará circulando no noso país. Por outra parte, e esta é a tese central deste traballo, temos que dicir que a fixación dun tipo de cambio fixo da peseta con relación ó marco alemán e ó resto das moedas participantes no Sistema se presenta como unha medida de política económica, crucial e determinante² tomada polo noso país no contexto da importante loita antiinflacionista que se inicia alá polo ano 1977 (23,7% de inflación) e que, como se observa na táboa 1³, vai conseguindo rebaixar ano tras ano a inflación (agás dous esporádicos repuntamentos nos anos 1982 e 1986) ata o nivel do 5% en 1988. ¿Que ocorre no cuatrienio 1989-1992? Que a loita contra a inflación se complica por diversos factores, entre eles o

sobrequentamento da economía española naqueles "dourados" anos de crecemento, e o goberno recorre finalmente ó tipo de cambio como instrumento para alcanzar, cando menos, as taxas de inflación media do 6,5% deses catro anos, cifras que, sen a entrada da nosa moeda no SME, serían imposibles de alcanzar. En calquera caso, eses logros supuxeron unha serie de custos que este traballo pretende presentar.

	<i>Inflación (IPC)</i>	<i>Crecedemento real</i>	<i>Emprego</i>	<i>Prod. industrial</i>
1961-73	6,6	7,2	0,8	11,3
1974-85	15,4	1,8	-1,5	1,7
1986	8,8	3,2	1,4	3,1
1987	5,3	5,6	4,5	4,7
1988	4,8	5,2	3,4	3,0
1989	6,8	4,7	3,5	4,5
1990	6,7	3,6	2,8	0,1
1991	6,3	2,2	0,2	-0,9
1992	6,4	0,8	-2,1	-3,5
1993	4,9	-1,0	-4,3	-4,3
1994	4,3	1,9	-1,2	4,0

FONTE: *European Economy*, N.58. Comisión Europea.

Táboa 1.- España: Evolución das principais variables macroeconómicas (taxas de crecemento anual)

2. O TIPO DE CAMBIO REAL E O PROCESO DE DESINFLACIÓN EN ESPAÑA

Como tantas outras variables económicas (os salarios, os tipos de interese, a renda, a cantidade de diñeiro...), cando falamos do tipo de cambio non debemos quedarnos na observación nominal desta importante variable macroeconómica. Debemos falar do tipo de cambio real, que é o tipo de cambio nominal axustado, tendo en conta as variacións relativas dos prezos nacionais e as dos prezos dos países cos que un país comercia ou compite. En definitiva, o tipo de cambio real é un índice da competitividade dun país. Se S é o tipo de cambio nominal, digamos, por exemplo, o marco alemán/peseta, $P(ESP)$ é un índice de prezos de España e $P(ALE)$ é o correspondente índice de prezos en Alemaña, entón podemos representa-lo tipo de cambio real como:

$$S \cdot P(ESP) / P(ALE)$$

Indicaríanos, á súa vez, un índice da competitividade da economía española no sentido de facernos ve-la capacidade de compra (ou de intercambio) dos produtos producidos no noso país con respecto ós producidos en Alemaña. Está claro que, tal e como o definimos, un descenso do tipo de cambio real implica unha mellora da competitividade da economía española.

Como dicíamos no apartado anterior, a política de control da inflación levada a cabo no noso país a partir de 1989 coa entrada da peseta no SME implicou, inevitablemente, unha forte apreciación do tipo de cambio real e, polo tanto, unha tremenda perda de competitividade da economía española. De acordo coa definición apuntada anteriormente e se supoñemos por conveniencia constante o nivel de prezos no exterior, só existen dúas formas de explicar unha variación de tipo de cambio real (e polo tanto da competitividade da economía do noso país), como son unha variación do tipo de cambio nominal (que, por definición, non pode ocorrer baixo un sistema de tipos de cambio fixos) ou ben unha variación do noso índice xeral de prezos. Non cabe dúbida de que se os prezos non variaron no exterior, e estamos no suposto dun sistema de tipo de cambio fixo, a única maneira de explicarnos unha mellora da competitividade da nosa economía sería a través da existencia de deflación (baixada de prezos) no noso país. De igual xeito, se os prezos subiran no país estranxeiro, e continuamos baixo o suposto dun tipo e cambio fixo, a única maneira de explicarno-la mellora da competitividade da economía española sería a través da existencia dun diferencial de inflación a favor do noso país.

Evidentemente, isto último (un diferencial de taxas de inflación a favor do noso país) non foi o que pasou nos anos posteriores á entrada, en 1989, da peseta no SME (ou sistema de tipos de cambio fixos existente entre algúns países membros da Unión Europea), polo que estatisticamente se observa, nos catro anos que van desde 1989 ata 1992 (táboa 2), unha tremenda apreciación do tipo de cambio real da peseta. Como máis adiante veremos, esa sobrevalorización da peseta corrixiuse posteriormente coas tres coñecidas desvalorizacións da mesma nos anos 1992-1993, pero ¿como cuantifica-lo grao de sobrevalorización ó que chegou a nosa moeda en

1992? Se nos atemos ós datos publicados pola OCDE, podemos convir que a sobrevalorización da peseta no verán de 1992 viña sendo da orde do 20-30% con respecto ó ano da entrada de España na CEE; é dicir, con respecto ó ano 1986⁴.

	Tipo de cambio real (media do período)	Balanza por cta. cte. (% sobre PIB)	Tipo de cambio nominal (pta/ecu) (media do período)
1975	77,2	-2,9	70,27
1976-78	86,7	-1,5	86,32
1979	104,3	0,5	91,97
1980-82	94,5	-2,5	103,31
1983	78,5	-1,5	127,50
1984-87	80,2	1,1	133,83
1988	86,0	-1,1	137,60
1989	92,7	-3,2	130,41
1990	100,0	-3,7	129,41
1991	103,1	-3,6	128,47
1992	104,5	-3,8	132,53
1993	90,1	-1,8	149,12
1994	85,7	-0,8	158,75

NOTA: Un aumento do tipo de cambio real indica unha perda de competitividade da economía española. (O dato de 1994 refírese á media dos tres primeiros trimestres).

FONTES: *European Economy*, N. 58. Comisión Europea; *Estadísticas Financieras Internacionales*. FMI; *Main Economic Indicators*. OCDE.

Táboa 2.- Tipo de cambio real da peseta (1990=100)

¿Cales foron os efectos da sobrevalorización da peseta sobre a economía española? En primeiro lugar, falaremos do efecto sobre a balanza por conta corrente e, posteriormente, faremolo do efecto sobre a produción e o emprego.

Con respecto ó efecto sobre a balanza por conta corrente e, a pesar das posibles polémicas existentes sobre o tema, os datos sobre o noso país (táboa 2) confirman a presunción teórica da existencia dunha forte correlación entre tipo de cambio real e balanza por conta corrente. De feito, durante o período anteriormente sinalado (1989-1992), España conxuga as fortes apreciacións da peseta en termos reais xa apuntados cuns tremendos déficits por conta corrente (da orde do 3,3% de media durante eses catro anos). A razón de tal relación directa entre tipo de cambio real e balanza por conta corrente hai que atopala na importancia que ten a competitividade dos nosos produtos á hora de explica-la evolu-

ción das nosas importacións e exportacións. De feito, abundaron as tres desvalorizacións do 92-93 para facer que o déficit da nosa balanza por conta corrente mellorara nos anos 93-94, aproximadamente, dous puntos.

Con respecto ó efecto que o tipo de cambio exerce sobre a actividade económica do país e, en particular, a súa produción industrial e o nivel de emprego, temos que dicir que se o tipo de cambio varía, automaticamente faino tamén a posición competitiva das empresas españolas con relación ás do exterior. Se a peseta, por exemplo, experimentara un proceso continuado de depreciación, a competitividade dos nosos produtos no estranxeiro aumentaría, as nosas exportacións medrarían e con elas o noso PNB, debido a ese tirón da demanda externa. A produción de bens comerciados internacionalmente, en definitiva, e o emprego asociado maioritariamente co sector industrial serían as variables que medrarían e que tirarían da economía do noso país. O mesmo, aínda que á inversa, habería que dicir do caso de que o tipo de cambio experimentara un proceso de apreciación. Neste caso, a industria española veríase enormemente danada e, con ela, o emprego e a taxa de crecemento da economía no seu conxunto. Curiosamente, como vemos na táboa 1, o ano 1989 —ano da entrada da peseta no SME— marca un antes e un despois con respecto ós temas que agora estamos a analizar. No período 1986-89, a taxa de crecemento do emprego foi no noso país dunha media do 3,2%, mentres que a produción industrial o facía a un ritmo medio do 3,8%. En cambio, nos catro anos seguintes, dende 1990 ata 1993, o emprego decreceu dunha media dun 0,8% durante cada un deses catro anos, e a produción industrial decreceu, igualmente, 2,1 puntos por ano. A magnitude da crise de 1993 en España podémola sintetizar dicindo que, de acordo coas estimacións da Comisión Europea, a caída da produción industrial en España foi do 4,3% nese ano, mentres que para o conxunto da Unión Europea a caída foi dun 2,8%⁵.

3. O PROBLEMA DO AFORRO DA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Cando en 1992 e 1993 —como consecuencia das chamadas tormentas monetarias dese período— a peseta foi desvalorizada en tres ocasións, o presidente do goberno español comentaba que

parecía que tiñamos no noso país un problema de aforro. Efectivamente, todo o problema das tormentas monetarias deses anos e da crise sufrida consecuentemente polo noso país pódese resumir na existencia dun problema de aforro⁶.

En consecuencia, tanto a magnitude da crise como as necesarias desvalorizacións da peseta que aconteceron neses anos non foron senón os síntomas dunha enfermidade moito máis importante da economía española: a insuficiente taxa de aforro da nosa economía en relación coas necesidades de investimento que, dado o noso nivel de desenvolvemento económico, se requiren ou nos autorequirimos no proceso de converxencia, chamémoslle real, cara ós niveis de vida e de desenvolvemento dos países europeos do noso contorno.

Dende o punto de vista macroeconómico, a igualdade (ou, estrictamente falando, identidade) máis importante da que debemos partir é a que nos indica que a oferta agregada e a demanda agregada se igualan. En termos ben coñecidos, dicimos que a produción do país (o Producto Interno Bruto —PIB—) se iguala coa suma de catro grandes variables macroeconómicas: o consumo privado, o investimento, o gasto público e as exportacións netas.

Pois ben, se para resalta-la interpretación macroeconómica que debe darse sempre á balanza de pagamentos dun país, englobamos na variable gasto total do país a suma do consumo privado, o investimento e o gasto público, temos que, sempre e por definición, a balanza de pagamentos por conta corrente dun país (o saldo do que os cidadáns do país exportamos e importamos de bens e servizos a e do exterior) é igual á diferenza entre a nosa produción (ou equivalente, a nosa renda nacional) e o noso gasto total (a suma do consumo privado, o investimento e o gasto público). Quere dicirse, xa que logo, que se un país ten un déficit na balanza de pagamentos por conta corrente, isto é sinónimo de que ese país gasta por riba da súa renda xustamente na contía do déficit por conta corrente. Igualmente, se o país gasta por baixo da súa renda, isto é sinónimo de que ese país ten un superávit na súa balanza por conta corrente. Pois ben, de acordo con estas definicións e centrándonos, por exemplo, no ano 1992, mítico por tantos motivos para o noso país, podemos preguntarnos que país dos países industrializados foi o que máis

gastou por riba das súas posibilidades (determinadas polo seu nivel de renda nacional ou PIB). A resposta é ben sinxela: ¡España! ¿Máis cós Estados Unidos? ¿Máis ca calquera outro país desenvolvido, sexa, por exemplo, o Reino Unido ou Italia, ou calquera outro? Efectivamente, e só se consideráramo-lo caso de Grecia poderíamos atopar un país que gastara nese ano máis do que gastou España por riba das súas posibilidades. No ano 1992, de feito, España rexistra un déficit de balanza de pagamentos por conta corrente da orde do -3,8% con respecto ó PIB. Cifra que só é superada por Grecia (-4,3%) e que case chega ó máximo histórico de déficit por conta corrente no noso país (-3,9%) rexistrado en 1976.

Evidentemente, falar dun problema de gasto excesivo, falar dun problema de exceso de gasto en relación con ou sobre a renda ou a capacidade de gasto dun individuo ou dun país, é o mesmo que falar da existencia dun problema de aforro dese individuo ou dese país.

As ecuacións ou identidades entre oferta agregada e demanda agregada, ou o que é o mesmo:

$$\text{Renda} = \text{Gasto total} + \text{Saldo balanza por conta corrente,}$$

ás que antes nos referíamos podemos reinterpretalas moi sinxelamente de modo que, na última expresión, restándolle impostos tanto á renda como á variable gasto público incluída no gasto total, témo-la seguinte e utilísima igualdade ou identidade:

$$\text{Balanza por cta. cte.} = \text{Aforro nacional} - \text{Investimento,}$$

sendo o aforro nacional a suma do aforro privado máis o aforro do sector público (ou, no seu caso, menos o desaforro do sector público).

Esta última expresión permítenos formular de maneira moi clara o problema de aforro da economía española. Trátase dun problema de aforro, *relativo* ós índices de investimento que ese aforro pretende poder financiar no noso país. Se centrámo-la nosa atención nos anos 1989-1992, na táboa 3 observamos que o problema da economía española neses anos dourados de crecemento foi poder financiar taxas de investimento da orde do 24% con taxas de aforro nacional da orde do 21-22%, isto é, da orde de dous ou tres puntos por debaixo. Loxicamente,

a única maneira de cubrir esa diferenza entre aforro nacional e investimento consistiu na chegada de aforro estranxeiro por magnitudes tan altas coma as xa sinaladas.

	S-I	S	I
1961-73	+1,6	26,2	24,6
1974-85	-0,8	22,1	22,9
1986	+2,1	21,6	19,5
1987	+0,8	21,6	20,8
1988	0,0	22,6	22,6
1989	-2,2	21,9	24,1
1990	-2,8	21,8	24,6
1991	-2,9	21,0	23,9
1992	-2,9	19,1	22,0
1993	-0,9	19,1	20,0
1994	+0,1	19,6	19,5

FONTE: *European Economy*, N. 58. Comisión Europea.

Táboa 3.- O problema de aforro da economía española. Aforro e investimento (en % do PIB)

Dicíndoo doutro xeito, o problema tamén se pode caracterizar á inversa como un problema non de insuficiente aforro para financia-lo investimento, senón, se se quere, como un problema de excesivo investimento (excesivo gasto) dada a restricción do aforro interno. Ou, se se quere, podemos dicir que, en termos históricos, España, a finais dos 80 e primeiros dos 90, quería repeti-lo episodio de crecemento dos 60 (con taxas de crecemento da economía da orde do 7% e con taxas de investimento do 24,6%), pero esta vez con taxas de aforro moi por debaixo das taxas medias do 26% daqueles anos.

En termos comparativos, tamén, coa evolución doutras economías similares á nosa, podería observarse como se o noso país tivera "présa" por converxer en renda real cos países ricos da Unión Europea. A présa podémola resaltar dicindo que, de acordo con datos publicados no *Informe sobre el desarrollo mundial (1994)* do Banco Mundial, España figura como o terceiro país de entre os países desenvolvidos con maior crecemento do PNB *per cápita* (2,9%), tan só detrás de Irlanda (3,4%) e Xapón (3,6%), durante o período 1980-1992.

Claro que nese mesmo Informe do Banco Mundial aparece un dos prezos que hai que pagar por tan altas taxas de crecemento e España aparece en 1992 como o país con maior déficit

por conta corrente de entre tódolos definidos dentro da categoría de países de ingresos altos.

Quizais non sexa este o lugar para facer unha análise polo miúdo da evolución e da parte de culpa de cada un, se se quere, dos dous compoñentes no que subdividímo-lo aforro nacional; isto é, o aforro privado e o aforro do sector público, pero valla de momento a constatación empírica de que, cando menos ata o ano 1992, o déficit do sector público non é o único culpable da baixa taxa de aforro (relativa) da economía española. En calquera caso, o que si pode dicirse respecto a este tema é, tal e como se observa na táboa 4, o preocupante incremento que nos anos 1993-94 experimentou o desaforro do sector público no noso país.

	Gastos	Ingresos	Déficit público	Débeda pública	Intereses débeda
1986	42,1	36,1	6,0	46,2	4,0
1987	41,0	37,8	3,1	46,6	3,5
1988	41,0	37,8	3,3	42,9	3,4
1989	42,4	38,9	3,5	44,2	3,5
1990	43,3	39,7	3,6	44,5	3,5
1991	45,0	40,6	4,4	45,6	4,0
1992	46,2	42,0	4,2	48,2	4,2
1993	49,3	41,8	7,5	55,9	4,8
1994	48,2	41,2	7,0	61,4	5,3

FONTE: *European Economy*, N. 58. Comisión Europea.

Táboa 4.- Indicadores de política fiscal (en % do PIB)

Nada que non pode manterse fixo durante toda unha vida dura toda unha vida. O problema, aplicado a un tipo de cambio fixo⁷, é: ¿canto tempo dura fixo un tipo de cambio fixo? A resposta depende basicamente de dúas cuestións. Por un lado, das propias políticas económicas levadas a cabo no país e, por outro, da dispoñibilidade de fondos no exterior que poden financia-los posibles desequilibrios existentes nun país concreto. O problema pode complicarse pola lóxica existencia da especulación nos mercados de divisas. E dicimos *lóxica* porque a especulación é inherente á existencia de calquera mercado e é algo que todo gobernante debería ter moi en conta cando opta por elixir un réxime de tipo de cambio fixo fronte a un réxime de tipo de cambio flexible. A especulación baixo tipos de cambio fixos pode ser tremendamente desestabiliza-

dora porque cando as probabilidades dunha desvalorización aumentan, chegando no caso extremo ó caso da certeza absoluta, os movementos de importantes masas de diñeiro especulativo poden causar importantes perdas de reservas nun país ou importantes caídas no valor da súa divisa. De feito o que aconteceu durante a tormenta monetaria do 92-93 foi a aparición nos mercados de divisas de crecentes probabilidades de desvalorización dalgúns moedas (entre elas, a peseta) debido á conxunción dunha serie de factores entre os que se atopaba, por un lado, a crecente liberalización dos movementos de capitais e, por outro e de modo crucial, a existencia dun acontecemento político e económico tan decisivo como foi a unificación alemana.

Pénsese no comportamento dun axente económico (o lector, se se quere) que dispón para especular dun patrimonio de 10.000 millóns de dólares, que sabe da importancia dunha economía como a alemana para aportar ó resto dos países europeos o aforro necesario para complementalos escasos índices de aforro nacionais de cara a financiar ambiciosos índices de investimento neses países. Pois ben, se o especulador sabe que a peseta, o escudo, a libra esterlina, a lira italiana, por falar dalgúns desas moedas "débiles", manteñen unha paridade fixa co marco alemán, sabe que ante unha reunificación alemana que converte a Alemaña nun deses países necesitados de aforro do exterior, facéndoo pasar dun país exportador de aforro (por importes da orde dun 2,6% do PIB alemán no período 1981-90) a un país que necesita aforro do exterior da orde un 1,2% do PIB alemán en cada un dos catro anos que van dende 1991 ata 1994, os países receptores de aforro necesitarán axustalas súas economías e/ou que tarde ou cedo necesitarán reaxustalos seus tipos de cambio. Pois ben, ese axente económico, en consonancia con outros, pode acceleralo inevitable desvalorización desas moedas.

De feito, unha serie semellante de acontecementos foron os que se desataron durante a tormenta monetaria de 1992-93. Se un mira os datos relativos ás balanzas por conta corrente deses catro países, observa para o Reino Unido déficits por conta corrente da orde do 4% de media durante o quinquenio 1988-1992, sendo para o resto dos tres países os seguintes: Portugal 3%, Italia 1,5% e España 3,1%. Todo iso acompañado,

como dicíamos máis arriba, da redución dos superávits por conta corrente alemáns dende o índice récord do 4,8% do PIB en 1989, pasando polo 3,6% en 1990 ata converterse no -1,2% trala reunificación, en 1991.

As necesidades de axuste nas economías destes catro países eran, polo tanto, evidentes ós ollos de moitos analistas e de moitos especuladores. As consecuencias finais sobre as paridades fixas da libra, a lira, a peseta e o escudo dependeron, en gran parte, do grao de mobilidade dos capitais nestas catro divisas. Trala tormenta, a libra e a lira víronse forzadas a abandonalo Sistema Monetario Europeo e a peseta e o escudo sufriron respectivas desvalorizacións. Finalmente, en agosto de 1993, as marxes de fluctuación das moedas (agás o marco e o florín) foron ampliadas ó 30%, co que podemos falar dun abandono do sistema de paridades fixas⁸.

No caso da nosa moeda, tiveron lugar tres desvalorizacións sucesivas (5%, 6% e 8%), dende setembro de 1992 ata o 13 de maio de 1993. ¿Por que foron necesarias estas tres desvalorizacións da peseta? Porque, en termos das identidades presentadas máis arriba, e se non se quere provocar unha tremenda recesión no país, o axuste das contas nacionais debe de implicar necesariamente un novo valor do tipo de cambio da nosa divisa. Con iso (táboa 2), a nosa economía recuperou toda a competitividade perdida nos anteriores 4 ou 5 anos e o país atopouse, máis ou menos sorprendentemente, ante unha crise e un axuste que, en parte, non foi senón consecuencia do exceso de gasto no que incorrera nos anos previos. Por outra parte, non hai que esquecer que a razón principal do axuste e da crise foron os acontecementos políticos e económicos acaecidos en Alemaña trala reunificación.

4. O FUTURO: O PROCESO DE CONVERXENCIA

O futuro, tanto da peseta como da economía española, pasa por un proceso de converxencia, de xeito que as grandes variables macroeconómicas da economía española (e o tipo de cambio é unha delas) converxan coas do resto dos países da Unión Europea. En concreto, e de acordo co establecido no Tratado de Maastricht, a converxencia implica a consecución dos seguintes obxectivos e requisitos:

1) A taxa media anual de inflación, en termos do IPC, non excederá en máis de 1,5 puntos a dos tres países comunitarios con taxas de inflación máis reducida.

2) O tipo de interese nominal a longo prazo non excederá en máis de dous puntos por termo medio, durante o ano previo ó de avaliación, os tipos dos tres países comunitarios con menor taxa de inflación.

3) O déficit público non excederá do 3% do PIB.

4) O stock de débeda pública non poderá excede-lo 60% do PIB.

5) O tipo de cambio da peseta deberá manterse dentro da banda normal de fluctuación do 2,25% (por enriba e por debaixo) no SME sen serias tensións durante os dous anos previos á avaliación, isto é, sen ser desvalorizada a petición propia.

Destes cinco requisitos, evidentemente o último foi abandonado momentaneamente, pois como indicabamos máis arriba, trala tormenta monetaria, e agás para o marco e o florín, a banda de fluctuación convertíuse en 15 puntos por riba e por baixo do tipo central.

Con respecto á data de avaliación, oficialmente segue en vigor o primeiro de xaneiro de 1997 como data para unha posible entrada en vigor da Unión Económica e Monetaria, aínda que tódolos analistas coinciden en que, seguramente, a data real será a segunda proposta, a do primeiro de xaneiro de 1999.

En calquera caso, sexa unha ou outra a data de entrada en funcionamento da Unión Monetaria, ¿cales son os graos de cumprimento actual da economía española dos requisitos de converxencia? e ¿cales haberán de se-los determinantes da política española nos vindeiros anos que garantirán que o noso país estea en condicións de entrar na data proposta a formar parte dos países membros da Unión Monetaria?

Polo que se refire á primeira pregunta, e con datos referidos ó ano 1994, debemos dicir que España non cumpre ningún dos catro requisitos formulados (se deixamos de lado o quinto, polas razóns apuntadas anteriormente): a taxa de inflación excede en 2,3 puntos a dos tres países con maior estabilidade relativa de prezos (Dinamarca, Irlanda e Francia), cando o máximo permitido é 1,5 puntos —o noso país, ademais, resultaba ser en 1994 o segundo país con maior ta-

xa de inflación tralo 10,6% de Grecia—; os tipos de interese a longo prazo do noso país atópábanse no 11%, excedendo en máis do 2% os dos países de referencia (8,5%); o déficit público é do 7% do PIB, o que fai que se supere amplamente o criterio do 3% e, finalmente, no ano 1994 España deixou de cumpri-lo único requisito que tradicionalmente viña cumprindo, pois por primeira vez na súa historia o ratio débeda/PIB sobrepasou a porcentaxe do 60%⁹.

Con estes datos sobre a mesa, e se a cuestión da entrada do noso país na Unión Monetaria é entendida por todos como unha cuestión prioritaria e crucial para o futuro do noso país, queda claro que a política económica, ou se se quere, as políticas económicas, que se deben levar a cabo no noso país nos próximos anos, tanto se se fala de dous, se o horizonte é 1997, como se se fala de catro, se o horizonte é 1999, parece que terán moi pouca marxe de manobra, xa que haberán de estar encamiñadas a logralo cumprimento dos obxectivos de converxencia. ¿Cal é, evidente e inevitablemente, o cabalo de batalla central desas políticas? Evidentemente, a loita contra o déficit público aparece como o cabalo de batalla fundamental ó que terán que enfrontarse con esmero os propoñentes da política económica española nos próximos 2-4 anos. A contención do déficit público se presenta, xa que logo, como o instrumento de política económica decisivo para conseguilo cumprimento dos criterios de converxencia. Por un lado, por canto garante o cumprimento dos requisitos respecto á débeda pública e ó propio déficit. En segundo lugar, por canto o control do déficit pode tamén supoñer un control da inflación e dos tipos de interese a longo prazo no noso país. E, en terceiro lugar, e finalmente, por canto importa a unha das teses fundamentais deste traballo, o control do déficit podería acabar axudando a resolver-lo problema das presións sobre o noso tipo de cambio, por canto permitiría a consecución dunha balanza de pagamentos máis equilibrada.

NOTAS

1. Non pretendo neste traballo realizar unha análise exhaustiva das características do SME. Para iso remito ó lector ós traballos contidos no número monográfico de *Economistas*, (out.-nov., 1989), e no excelente traballo de Calvo Hornero (1994).

2. Para unha excelente análise das vantaxes que lle reportaría á economía española a entrada da peseta no SME, no contexto da loita anti-inflacionista no noso país, ver Viñals (1990).
3. Para unha análise detallada da evolución da economía española no período 1982-86, véxase López-Claros (1988). Igualmente, e para o período posterior á entrada de España na CEE, véxase Viñals (1992).
4. Esas son as porcentaxes de sobrevalorización da peseta que, respectivamente, se aportan en Manzano (1992) e Bacchetta (1992).
5. Dornbusch (1990) presenta a España como un caso histórico de "sobrevalorización frívola" e alude ó importante custo en termos de desemprego que orixina esa política "frívola" de sobrevalorización.
6. Un artigo e unha visión premonitoria do problema de aforro da economía española pode observarse en Fernández (1990).
7. Ve-la lúcida análise de Dornbusch (1993) aplicado á nosa moeda.
8. Para unha clara exposición do acontecido durante a tormenta monetaria de 1992-93, véxase Pérez-Campanero (1994).
9. Para unha autorizada análise dos fundamentos dos criterios de converxencia de Maastricht, véxase o artigo do presidente do Instituto Monetario Europeo, A. Lamfalussy (1994). Igualmente, e como crítica respecto ó suposto rigor excesivo nos criterios fiscais, ver Buitier, Corsetti e Roubini (1993).

BIBLIOGRAFÍA

- BACCHETTA, P. (1992): "Por qué es necesaria una devaluación de la peseta", *FEDEA: El tipo de cambio de la peseta ante el Mercado Único y la Unión Monetaria Europea*. Madrid.
- BUITIER, W.; CORSETTI, G.; ROUBINI, N. (1993): "Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht", *Economic Policy*, (apr., 1993).
- CALVO HORNERO, A. (1994): "El Sistema Monetario Internacional y el Sistema Monetario Europeo: Una aproximación", en M. Varela [coord.]: *El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la economía española*. Pirámide.
- DORNBUSCH, R. (1990): "Two-Track EMU, Now!", en K.O. Pöhl [ed.]: *Britain and EMU*. Center for Economic Performance.
- DORNBUSCH, R. (1993): "Comments" al artículo de B. Eichengreen e Ch. Wyplosz (1993): "The Unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity*, N. 1.
- FERNÁNDEZ, V.J. (1990): "La insuficiencia de la tasa de ahorro interno y el futuro de la balanza de pagos en España", *Información Comercial Española*, N. 677, (ene., 1990).
- LAMFALUSSY, A. (1994): "Desafíos en el proceso hacia la Unión Monetaria Europea", *Economistas*, N. 61.
- LÓPEZ-CLAROS, A. (1988): "The Search for Efficiency in the Adjustment Process: Spain in the 1980s", *IMF Occasional Paper*, N. 57.
- MANZANO, D. (1992): "El tipo de cambio de la peseta ante la Unión Monetaria Europea", en *FEDEA: El tipo de cambio de la peseta ante el Mercado Único y la Unión Monetaria Europea*.
- PÉREZ-CAMPANERO, J. (1994): "Perspectivas actuales de la integración monetaria europea", *Economistas*, N. 60.
- VIÑALS, J. (1990): "The EMS, Spain and Macroeconomic Policy", en P. de Grauwe e L. Papademos [ed.]: *The European Monetary System in the 1990s*. Longman.
- VIÑALS, J. (1992): "La economía española ante el Mercado Único: Las claves del proceso de integración en la Comunidad Europea", en J. Viñals [ed.]: *La economía ante el Mercado Único Europeo*. Madrid: Alianza. (Economía, 1).