

RÉGIMEN CAMBIARIO: EL CASO DE LA PESETA EN EL PERÍODO 1992-1993

Amigo Dobaño, Lucy
Dpto. Economía Aplicada
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Vigo

I. INTRODUCCION

Uno de los puntos de partida de este trabajo podríamos situarlo en el interés por la coordinación internacional entre distintas economías, sobre todo cuando éstas están relacionadas económicamente.

Al hablar de cooperación económica internacional nos podemos referir a distintos tipos de colaboración más o menos intensos entre los países, que pueden ir desde el mero intercambio de información económica, hasta la plena coordinación internacional de las políticas económicas.

Existen dos etapas históricas del desarrollo económico español: finales de los cincuenta, principios de los sesenta, etapa marcada por el Plan Nacional de Estabilización Económica, que supone una profunda liberalización interna y externa de la economía española y la década de los ochenta, etapa en que se han tomado decisiones de importancia capital para la evolución de la economía española, como son el ingreso en la CEE, la firma del Acta Unica, la incorporación al SME, y la participación cada vez más activa de España en las organizaciones internacionales, que marcan hitos en la historia económica.

La estrategia económica de la Comunidad tiene dos pilares básicos, que son, por una parte el Mercado Interior y, por otra, la Unión Monetaria. Será precisamente en esta última en la que centraremos la atención en este trabajo.

La integración de un país en una unión monetaria (existencia de una moneda única), implicará la pérdida no sólo del instrumento tipo de cambio nominal sino también de la política monetaria. Este hecho podría considerarse como un elevado coste para la economía española, no obstante, estudios realizados¹ ponen de manifiesto que la política monetaria pierde totalmente su efectividad como mecanismo de estabilización entre países entre los cuales existe un sistema de tipos de

¹Modelo Mundell-Fleming. Véanse trabajos de Mundell (1961) y Mckinnon (1963).

cambio fijos y un alto nivel de movilidad de capitales, situación en la cual se encuentra la economía española en el seno de la C.E. Al mismo tiempo, deben tenerse en cuenta los posibles beneficios derivados de la existencia de una moneda común, como son la eliminación de los costes de transacción y reducción de incertidumbre en los mercados cambiarios, y posiblemente el argumento de mayor peso sea la búsqueda de credibilidad de la política antiinflacionista, mediante la absorción de la credibilidad alcanzada por los países con mayor estabilidad de precios², de cara a obtener ganancias en competitividad.

En este trabajo se presta especial atención al análisis del mercado de cambios en España desde mediados de 1992, teniendo en cuenta no sólo las propias exigencias de convergencia económica y política de la Unión Europea sino también las relaciones con terceros.

Los problemas por los que ha atravesado la peseta durante 1992 y 1993 tiene entre uno de sus principales determinantes el diferencial de inflación desfavorable para España durante los ochenta.

II . El S.M.E.: objetivos que sustentaron su creación.

La constitución del S.M.E. en marzo de 1979 (Alemania, Francia, Bélgica, Luxemburgo, Italia, Holanda, Dinamarca e Irlanda) ha tenido como argumentos de partida: la insatisfacción con el régimen de flotación cambiaria existente a partir de 1973 -tanto en términos generales como, sobre todo, en el ámbito de los países europeos más integrados económicamente- , y la búsqueda de la estabilidad de precios.

El S.M.E. se compone de tres elementos fundamentales:

* El ECU o unidad monetaria europea, que constituye la referencia básica entre las monedas del SME y se utiliza como medio de pago entre los bancos centrales comunitarios. Cada moneda tiene una ponderación en el ECU en función de determinados criterios como por ejemplo, la participación del país en el comercio intracomunitario, la participación en el mecanismo de apoyo comunitario (cuotas

²En la práctica no se han obtenido, no obstante, resultados muy positivos en cuanto a este efecto de "credibilidad importada". Weber (1992a) llega a la conclusión, analizando los casos de los 7 países que pertenecen al SME desde 1979, de que solo ha tenido lugar en los países pequeños, y en Weber (1991) se demuestra que esto es consecuencia de que solo dichos países han mantenido un compromiso cambiario respecto al marco alemán de forma creíble.

que cada país aporta al FECOM), etcétera.

* **El MECANISMO DE CAMBIOS E INTERVENCION.** Constituye el núcleo del SME a través de la obligatoriedad que tienen los bancos centrales de mantener el cambio de su moneda respecto a cada una del resto de participantes dentro de unas bandas establecidas. Cuando los tipos de cambio alcanzan los límites de la banda respecto a otra moneda, los dos bancos centrales implicados deben intervenir para evitar de esta manera, que se rebase la banda; llegando incluso en caso extremo, a un reajuste de paridades.

* **MECANISMOS FINANCIEROS.** Hacen referencia a la existencia de una serie de instrumentos de crédito diferenciados según el plazo de la financiación para apoyar a los bancos centrales en momentos de debilidad.

En 1989, el Comité Delors, teniendo en cuenta el objetivo de estabilidad de los tipos de cambio de los países miembros, elabora el Informe Delors, el cual establece un proceso en tres etapas para la consecución de la plena Unión Económica y Monetaria el 1 de Enero de 1999, donde los tipos de cambio entre las distintas monedas nacionales serían irrevocablemente fijos y el Banco Central Europeo iniciaría sus operaciones.

II . I . El mecanismo cambiario en el S.M.E.

El mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo supone el mantenimiento de los tipos de cambio bilaterales entre las monedas participantes dentro de unos límites de fluctuación establecidos (bandas estrechas -2,5%-, bandas anchas -6%-, bandas super anchas -15%-), persiguiendo de esta manera alcanzar una zona de estabilidad cambiaria entre países con un alto grado de integración económica.

El límite efectivo de fluctuación de cada moneda en un momento dado depende de la cotización de las restantes monedas del SME en ese momento. La razón de esto se encuentra en el hecho de que el límite de apreciación superior se define en relación a la moneda más débil del sistema en ese momento, y el límite de depreciación en relación a la más fuerte, por lo que la banda de fluctuación efectiva dependerá de la distancia que exista entre la moneda más fuerte y la más débil del sistema (excluida la propia moneda en consideración) en ese momento.

La intervención para respetar las bandas (intervención marginal) es ilimitada y obligatoria, por parte de los bancos centrales implicados³. Por otra parte, la intervención dentro de las bandas

³con acceso ilimitado a la financiación con cargo a la Facilidad Crediticia a Muy Corto Plazo del

(intervención intramarginal) queda a discreción de los bancos centrales de los países participantes⁴.

El punto inicial de dicha estrategia consistió en optar por la "desinflación competitiva" como vía de convergencia nominal, según la cual los países más inflacionistas importarían credibilidad alemana al seguir la disciplina del SME.

Analizaremos a continuación el mecanismo de transmisión de shocks dentro de países de la Unión y sus efectos sobre el sistema cambiario, teniendo en cuenta también las implicaciones monetarias de la política fiscal.

II . I . I . Mecanismo de transmisión de shocks

Diremos que un shock es simétrico cuando sus consecuencias son aproximadamente similares en toda la Unión, lo cual lleva consigo el hecho de que no sean necesarios movimientos del tipo de cambio para restablecer el equilibrio macroeconómico.

Estudios realizados⁵ tomando como referencia la CE y los Estados Unidos, muestran que los shocks asimétricos tienden a ser más frecuentes en la CE que en EEUU, lo cual puede sugerir un coste importante para la Comunidad de cara a la UEM. Sin embargo, otros autores⁶, concluyen que el grado de asimetría resulta ser tanto más inferior cuanto mayores sean los lazos económicos y monetarios con Alemania.

II . I . II . Implicaciones monetarias de la política fiscal.

Los importantes déficits fiscales de los setenta y ochenta, fruto de la aceleración de la tasa de inflación española desde principios de los años setenta, tuvo como detonante básico la elevación de los precios de las materias primas. Situación ésta que ha condicionado en gran medida la política

FECOM.

⁴Desde los acuerdos de Nyborg-Basilea en 1987, también se permite el acceso voluntario a la financiación a muy corto plazo del FECOM para intervenciones intramarginales.

⁵Bayoumi y Eichengreen (1993) y Eichengreen (1992).

⁶De Grauwe y Vanjaverbeke (1993) y otros autores.

monetaria. El camino a seguir fué la apelación directa al Banco de España para financiar el déficit⁷, con el consiguiente efecto automático de inyección de liquidez. Por otra parte, es de especial interés el tener en cuenta que para financiar ese déficit público se recurrió también a un incremento en la presión fiscal, y, es pausable que este incremento de la presión fiscal haya conducido a unos mayores tipos de interés nominales como vía de mantener constante la remuneración después de impuestos.

El citado esquema de financiación del déficit, sienta las bases para el análisis de la situación de la moneda española en períodos posteriores, y más concretamente, en el período comprendido entre Septiembre de 1992 y Mayo de 1993.

III . TORMENTA MONETARIA 1992-93. APLICACION AL CASO DE LA PESETA.

La economía española parece haber experimentado dos etapas en el proceso de integración europea: la primera, 1986-91, coincidió con un período de crecimiento, que se vió favorecido por el clima internacional expansivo y por el descenso del precio del petróleo en 1986; el año 92 marcó el inicio de la segunda etapa, en la que coexistieron desequilibrios de la economía española con la liberalización creciente de los movimientos de capital y la crisis del SME.

El objetivo de este epígrafe consiste en analizar, al menos someramente, la situación de la divisa española en el período 1992-93, situación que se debe abordar en función de las relaciones con terceros países y también teniendo en consideración el funcionamiento interno. Es de especial importancia el cambio producido a nivel mundial a partir del año 89, con la caída del muro de Berlín, los cambios en los países del Centro y Este de Europa, la crisis del Golfo y la crisis de la Unión Soviética.

La moneda española se incorporó al MCI del SME (Junio de 1989) con un tipo de cambio (65 pesetas/DM) sobrevaluado, en un intento de lograr credibilidad antiinflacionista.

No obstante lo anterior, desde mediados de los ochenta, a pesar de que los precios relativos han mostrado una cierta estabilidad, la sobrevaloración del tipo de cambio nominal sería la responsable de la agravante situación de pérdida de competitividad⁸. Situación ésta que se vería

⁷monetización del déficit público

⁸Pérdida de competitividad que se cuantifica entre un 15 y un 30 por 100 desde la incorporación a la

agravada por el incremento en la demanda agregada y del déficit público alemán fruto de la reunificación en 1990 y que no se consiguió frenar hasta 1992, lo que provocó incrementos en los precios mayores a los acostumbrados; ante esta situación inflacionista, Alemania adoptó una política restrictiva de elevación de los tipos de interés, y considerando que desde la entrada de la peseta en el SME hemos fijado la paridad de nuestra moneda con el marco, nos hemos "casado" con la política económica alemana, y por tanto, estos hechos nos implicarían directamente en un período de tormentas monetarias.

Los países del Centro y Este de Europa, con las revoluciones de 1989 iniciaron un proceso de transformación que ha implicado profundos cambios estructurales e institucionales y una apertura de su economía hacia los mercados internacionales, y por tanto, también hacia los occidentales a través de un estrechamiento en las relaciones tanto políticas como económicas. Situación ésta que, aunque no discutiremos en detalle, si dejaremos constancia del alcance real del daño sufrido por los productores de la UE condicionado además por la existencia de unos tipos de cambio realistas (subvalorados) en estos países.

Las perturbaciones experimentadas por hechos como la crisis del Golfo en 1991 y el consiguiente encarecimiento del precio del petróleo y la crisis de la Unión Soviética, reflejan nuevamente unos costes negativos para la economía española en términos de balanza de pagos.

Desde su entrada en el mecanismo de cambios del SME, la peseta se ha mantenido siempre en la parte alta de la banda, llegándose al límite de apreciación frente a alguna de las monedas del sistema en diversas ocasiones, y generándose tensiones en algunos momentos -frente a la corona danesa en el verano de 1989, frente al marco alemán y a otras monedas en el verano de 1990, y, de forma persistente, durante la primera mitad de 1991, frente al franco francés-. No obstante, el período Junio 1989-Agosto 1992 es un período caracterizado por la estabilidad cambiaria en el sentido de que no se han producido realineamientos en el SME.

CE, situación que ha estado íntimamente ligada a la utilización de una política monetaria contractiva y el compromiso de defender un tipo de cambio elevado como elemento generador de disciplina de cara a la convergencia, sin tener en cuenta una política fiscal restrictiva (que incida sobre el déficit público y la carga de la deuda), políticas de rentas (que moderen los costes laborales), políticas industriales y de oferta que mejoren la productividad de las empresas y flexibilicen ciertos sectores de la economía, y, muy importante, la gran resistencia a la baja que muestran los precios del sector servicios y, que en buena medida dificulta la reducción en la tasa de inflación.

En 1992 se hizo perceptible un cambio en la situación económica, una vez agotado el ciclo expansivo de demanda y visto el techo relativo logrado en la reducción de las tasas de inflación, los mercados percibieron la imposibilidad de soportar mayores pérdidas de competitividad y el incentivo de las autoridades a reducir los tipos de interés para salir de la recesión, de forma similar a lo ocurrido en el Reino Unido. Esto podía suponer que las autoridades españolas no estuviesen dispuestas a seguir manteniendo el tipo de cambio mediante tipos de interés elevados, poniendo de manifiesto la inconsistencia temporal de la estrategia adoptada.

De esta manera, tras la salida de la libra y la lira de la disciplina cambiaria, se solicitó y consiguió la primera devaluación de la peseta (un 5%) el 17 de Septiembre, no obstante, se mantuvieron los tipos de interés, ante el peligro de mayores tensiones especulativas y, a cambio, se introdujeron restricciones al capital especulativo. Sin embargo, la crisis de la corona sueca en noviembre obligó a realizar importantes intervenciones que culminaron en la segunda devaluación el 20 de noviembre (un 6%), que se acompañó de elevaciones en el tipo de interés para mostrar el compromiso adquirido y defender las nuevas bandas, y por último, a pesar de la incipiente apreciación lograda tras la segunda devaluación, la crisis política desató el 19 de mayo de 1993 la tercera y más elevada devaluación (un 8%), que se acompañó de una reducción en los tipos de interés.

Las tres devaluaciones de la peseta ocurridas entre Septiembre de 1992 y Mayo de 1993, si bien fueron en su origen devaluaciones respecto a las monedas del SME, tuvieron consecuencias sobre la cotización de la peseta en general. De esta manera, tras las devaluaciones de la peseta en el seno del SME y la recuperación del dólar frente a las monedas europeas desde Septiembre, se ha experimentado una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal de nuestra moneda frente a los países desarrollados próxima al 9% desde Agosto de 1992.

Vemos pues, como a partir del verano de 1992 los tipos de cambio de las divisas pertenecientes al Mecanismo de Cambios e Intervención del SME experimentaron un alto grado de inestabilidad que desencadenó en la reforma del Mecanismo de Cambios consistente en la ampliación temporal de los límites de máxima fluctuación permitida de los tipos bilaterales hasta el 15%.

III . I . Riesgo Cambiario

La adhesión de la peseta al mecanismo de cambios del S.M.E. en 1989 le confiere a nuestro mercado de divisas, en general, una mayor estabilidad , haciendo más difícil la especulación, puesto que los operadores se encuentran con una parrilla acordada de paridades. No obstante, supone también una

cobertura implícita del riesgo de cambio.

Es por ello que a continuación abordaremos, aunque muy superficialmente, el estudio del riesgo de cambio, teniendo en cuenta que al abordar tal cuestión se deben utilizar indicadores que incorporen la varianza condicional como medida de riesgo cambiario bajo credibilidad imperfecta del régimen de cambio.

Teniendo en cuenta la literatura financiera convencional, definiremos el riesgo cambiario en un momento t , como el valor esperado de la variabilidad del componente no anticipado del tipo de cambio entre t y $t+\tau$:

Install Equation Editor and double-click here to view equation.

donde:

E_t es el operador de esperanza condicional en t

S_t es el logaritmo del tipo de cambio de mercado expresado en términos de moneda nacional por moneda extranjera en ese momento t

En este sentido, hay que tener en cuenta una primera cuestión, y es que, en general, mayores fluctuaciones del tipo de cambio implican mayor riesgo, pero no toda variabilidad de una serie puede considerarse como riesgo, en la medida en que parte de esas fluctuaciones puede ser anticipada por el mercado, y el indicador de riesgo debe evaluar el grado de impredecibilidad de las cotizaciones. Por otra parte, la componente relevante del riesgo cambiario debe basarse en el componente esperado o anticipado de la volatilidad, puesto que será este componente el que determine las decisiones de los agentes.

Estudios empíricos realizados⁹ demuestran que al introducir el grado de credibilidad del régimen en el indicador de riesgo cambiario, la varianza cambiaria aumenta con la ampliación de las bandas, si bien consideran también que la ampliación de las bandas hace más sostenible el Mecanismo de Cambios del SME, es decir, que en definitiva con la adopción de esta medida flexibilizadora se

⁹Artis y Taylor (1988) o Fratianni y von Hagen (1990) modelizan la varianza condicional de los tipos de cambio mediante la metodología ARCH desarrollada en Engle (1982).

consigue ganancias en credibilidad.

I V . CONCLUSIONES

De la discusión planteada en este trabajo cabe extraer, de forma muy sintética, las conclusiones que se esquematizan a continuación:

1. El período comprendido entre 1987 y el verano de 1992 es un período caracterizado por una elevada estabilidad en los tipos de cambio de las divisas pertenecientes al Mecanismo de Cambios del SME, teniendo en cuenta la situación de crecimiento económico generalizada a nivel internacional y los favorables precios energéticos.

2. A partir de entonces se desencadenó un importante período de crisis, que en el caso español se refleja en la tormenta monetaria del período Septiembre 92-Mayo 93, y que tiene como determinantes básicos no sólo el propio funcionamiento del Sistema sino también la influencia de los acontecimientos en terceros países. Esta crisis dió lugar a una reforma del Mecanismo de Cambios consistente en la ampliación temporal de los límites máximos de fluctuación permitida de los tipos bilaterales hasta el 15%, hecho que en principio podría amenazar el objetivo de estabilidad cambiaria y, mediante el incremento del riesgo cambiario percibido por los agentes, reduzca la viabilidad del proceso de integración económica en Europa.

3. Estudios realizados demuestran que tras el período de inestabilidad financiera, con la ampliación de las bandas de fluctuación, si bien se ha incrementado la variabilidad del tipo de cambio, también se ha conseguido ganancias en credibilidad.

BIBLIOGRAFIA

Ayuso, Juan; Pérez Jurado, María y Restoy, Fernando. Indicadores de Credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. Banco de España, Documento de Trabajo N° 9307.

Ayuso, Juan; Pérez Jurado, María y Restoy, Fernando. ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en

el SME tras la ampliación de bandas?. Banco de España, Documento de Trabajo N° 9419.

Ayuso, Juan. (1991). Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. Moneda y Crédito N° 193.

Calvo Bernardino, Antonio y Paúl Gutiérrez, Jesús. (Enero 1992). Obstáculos a la coordinación internacional de las políticas económicas. ICE, Revista de Economía, N° 701.

Camarero, Mariam y Tamarit, Cecilio. (Abril 1994). La peseta en el SME: de la fortaleza a la crisis. ICE, Revista de Economía, N° 728.

Cancelo de la Torre, José Ramón. (Mayo 1994). Tipo de cambio, inflación relativa y crisis del SME. ¿Se ha completado el ajuste de la peseta?. ICE, Revista de Economía, N° 729.

Linde de Castro, Luis M. (Dic. 89-Enero 90). La integración de la peseta en el SME: problemas y perspectivas. ICE, Revista de Economía, N° 676-677..

Mateos, Belén y Valero, Francisco J. (Octubre 1990). Los mercados de cambios en el mundo: especial referencia a España. ICE, Revista de Economía, N° 686.

Mauleón, Ignacio. (Abril 1990). Implicaciones monetarias de la política fiscal. ICE, Revista de Economía, N° 680.

Pérez Campanero, Juan. (1991) La peseta y el sistema monetario europeo. Papeles de Economía Española N° 49.

Portes, Richard. (Abril 1994). La UE y los países del Centro y Este de Europa. ICE, Revista de Economía, N° 728.

Ruiz Liger, Apolonio. (Dic. 89-Enero 90). El sector exterior en la economía española. ICE, Revista de Economía, N° 676-677.

Santillán, Javier. El SME. Los mercados de divisas y la trnasición hacia la unión monetaria. Banco de España, Documento de Trabajo N° 9421.

Temprano Arroyo, Heliodoro. (Abril 1993). ¿Se ha devaluado suficientemente la peseta?. ICE,

