

# ¿La peseta, en crisis?

M.<sup>a</sup> Teresa Mera \*

**T**ODO parece indicar que la reciente crisis cambiaria ha sido desencadenada por la fuerte depreciación del dólar norteamericano, lo cual responde al elevado déficit comercial, a las perspectivas de una desaceleración del ritmo de actividad y a la estabilidad de los tipos de interés internos. El dólar acentúa aún más su infravaloración frente al marco y al yen y, de un modo general, respecto a la práctica totalidad de las monedas que no están directamente ligadas a su cotización.

El debilitamiento de la moneda norteamericana dio origen a un voluminoso desplazamiento de inversiones en dólares a otras en marcos, lo que se tradujo en una fuerte presión apreciadora sobre el marco en detrimento de las restantes monedas del SME. La tensión fue tan intensa, que prácticamente todos los otros países miembros debieron adoptar medidas para atenuar la pérdida de valor de sus divisas, al tiempo que la peseta y el escudo se vieron obligados, el pasado 6 de marzo, a reducir en un 7 y un 3,5 por 100, respectivamente, sus tipos de cambio frente al ECU. Estas tensiones están lejos de haberse disipado y ponen de manifiesto, una vez más, la excesiva inestabilidad del sistema internacional de cambio y la incapacidad para hacer frente a los ataques especulativos.

\* Doctora en Ciencias Económicas. Profesora de Economía Política en U. P. Comillas. Madrid.

Fuera del impacto ocasionado por la inestabilidad cambiaria, ha continuado acentuándose el descenso de los precios de la deuda y la elevación de los tipos de interés a largo plazo.

## Situación internacional

LA inestabilidad ha sido una constante de los mercados financieros internacionales desde finales del año pasado, registrándose las tensiones más importantes durante la segunda quincena de febrero y primeros días de marzo, con una fuerte caída del dólar frente al yen y al marco, una devaluación de la peseta (7 por 100) y del escudo (3,5 por 100) y una depreciación de las monedas más débiles de la Unión Europea frente a la divisa alemana.

Dicha inestabilidad, principalmente en los mercados de cambio, llevó a varios países europeos a aumentar los tipos de interés a corto plazo, para limitar la especulación sobre sus monedas, mientras que en Estados Unidos y Japón se mantuvieron sin realizar ninguna modificación. Como consecuencia, los mercados de deuda registraron fuertes tensiones con subidas en los tipos de interés a largo plazo, que fueron más intensas en España, Italia, Suecia y Francia.

Entre los factores que han influido en los mercados de cambio, cabe destacar el efecto de la crisis de Méjico sobre el dólar, la revisión a la baja de las expectativas de aumentos en los tipos de interés en Estados Unidos y los desequilibrios internos en algunos países europeos. Hagamos una breve descripción de cada una de las causas.

*Crisis de Méjico.* La crisis de Méjico se ha debido, fundamentalmente, a la falta de confianza de los inversores, provocada por la ausencia de una política económica orientada a resolver los problemas crecientes de la economía mejicana. Los problemas, agravados a lo largo de 1994, son: El alto déficit por cuenta corriente (8 por 100 del PIB), cada vez más difícil de financiar debido a las menores entradas de capital extranjero consecuencia de la inestabilidad política y de la falta de credibilidad en la política económica; la importante pérdida de reservas producida en la batalla para sostener el peso; el aumento del volumen de deuda por los altos tipos de interés y el deterioro de las finanzas públicas.

Todo esto obligó a que, el 21 de diciembre de 1994, el Banco de Méjico dejara el peso en flotación frente al dólar debido a la escasez de

reservas que impedía nuevas intervenciones para apoyar a la divisa mejicana. Esto es lo que provocó una devaluación del peso de más del 40 por 100 en pocos días.

El principal efecto de la crisis de Méjico sobre los mercados financieros y cambiarios internacionales ha sido la fuerte depreciación del dólar debido al aumento de circulación de dólares en apoyo del peso mejicano, a los posibles efectos de la devaluación del peso sobre las exportaciones y en el crecimiento de la economía norteamericana y a los temores de que la crisis de Méjico se convirtiera en una crisis de insolvencia, lo cual podría tener efectos negativos importantes sobre el sector financiero de Estados Unidos.

Todo ello hizo que la debilidad del dólar se acentuara en los primeros días de marzo debido al aumento de la inestabilidad financiera en Méjico y a la persistente desconfianza de los inversores, provocándose una nueva depreciación del peso hasta superar los 6 pesos/dólar y una importante caída de la Bolsa de Méjico, que arrastró a la divisa norteamericana a nuevos mínimos frente al marco y al yen.

*Cambio en la expectativas sobre los tipos de interés en Estados Unidos.* El dólar también se vio afectado al esperar, los inversores internacionales, que los tipos de interés en Estados Unidos comenzaran a bajar. En apoyo de estas expectativas, se aducían las declaraciones del presidente de la Reserva Federal en el Congreso en las que sugirió que el ciclo alcista de los tipos de interés podría estar finalizado como consecuencia de la desaceleración del ritmo de crecimiento económico.

*Desequilibrios internos en los países europeos.* Como resultado del debilitamiento del dólar, el marco alemán se ha convertido en moneda de reserva en los mercados internacionales y se ha fortalecido en el SME, provocando la depreciación de las monedas europeas más débiles.

Las causas de la debilidad de esas divisas (peseta, lira, escudo, corona sueca, libra esterlina y franco francés) son: desequilibrios económicos con elevados niveles de déficit y de deuda pública (en España el déficit es el 5,6 por 100 del PIB en 1994) y altas tasas de inflación; inestabilidad política e incertidumbre en torno al SME y a la posibilidad de que se establezca un sistema de dos velocidades que margine a aquellos países que no logren cumplir los criterios de convergencia o que opten por mantenerse fuera del sistema.

Para estas monedas, el fortalecimiento del marco no ha hecho sino intensificar las presiones bajistas a las que ya estaban sometidas por facto-

res internos, por lo que no es previsible que el recorte de los tipos de interés alemanes (el Bundesbank redujo los tipos de interés en medio punto, hasta el 4 por 100, el pasado 30 de marzo) evite que surjan nuevas tensiones en los mercados de cambio europeos si no disminuye la inestabilidad política o se adoptan medidas que permitan reducir los desequilibrios en los países más afectados.

## Situación española

ESTE contexto de agitación también repercutió en los mercados financieros españoles a partir de mediados de diciembre de 1994, con depreciaciones de la peseta y con fuertes presiones alcistas sobre los tipos de interés del mercado de depósitos y préstamos y sobre los tipos de interés que ofrece la deuda pública.

En esta situación se comenzó el nuevo año, en el que la debilidad de la peseta continuó provocando presiones al alza sobre los tipos de interés. El 4 de enero, el Banco de España subió el tipo de interés del 7,35 por 100 al 8 por 100, lo que la autoridad monetaria justificó por la necesidad de contener las presiones inflacionistas asociadas a la recuperación de la demanda nacional, por comportamiento de los precios al por mayor, por el impacto del IVA y por el efecto que la depreciación de la peseta estaba teniendo en los precios de importación.

Tras un período de relativa estabilidad durante las dos primeras semanas de febrero, el 16 de dicho mes volvieron a aparecer las tensiones en los mercados financieros, intensificándose durante la última semana del mes y primeros días de marzo. La peseta llegó a cotizar a 88,4 pesetas/marco al cierre del día 3 de marzo, cerca del límite de la banda de fluctuación, situado en 91,91 pesetas/marco, a pesar de las masivas intervenciones de apoyo del Banco de España. Estas tensiones se trasladaron al mercado de la deuda pública, lo que llevó a subir los tipos de interés a largo plazo y a que el Banco de España inyectara el dinero suficiente para mantener los tipos de interés oficiales.

Esta situación provocó una notable salida de préstamos y depósitos de España para eludir los riesgos de una devaluación de la moneda española; y ante la imposibilidad de mantener la peseta dentro de la banda de fluctuación establecida por el SME, el Comité Monetario Europeo acordó, el 6 de marzo, realinear el tipo de cambio central de la peseta, pasan-

do la banda de fluctuación de 68,12 - 91,91 a 73,26 - 98,78, lo cual equivale a una devaluación del 7 por 100.

El realineamiento de la peseta ha venido acompañado de la exigencia al gobierno español de un compromiso firme de reducir el déficit presupuestario y de profundizar en las reformas estructurales pendientes como son las privatizaciones y la reforma del mercado laboral.

En los días siguientes al realineamiento, la evolución de los distintos mercados financieros fue la siguiente: El Banco de España aumentó el tipo de interés en medio punto (hasta el 8,55 por 100) para evitar que se siguiera especulando con la peseta, y por su parte ésta continuó depreciándose hasta el 30 de marzo, fecha en la que Alemania bajó sus tipos de interés oficiales, lo que atenuó ligeramente las tensiones.

### ¿Qué sucederá con la peseta?

DE momento se mantiene la incertidumbre sobre la evolución futura de la peseta, aunque existen ciertos factores que hacen probable que a corto plazo continúe su debilitamiento frente al marco, ya que la estabilización del tipo de cambio de la peseta dependerá en gran medida de la recuperación del dólar, de la incertidumbre respecto a la inflación y de la reducción del déficit público. Pero como no se han adoptado medidas eficaces sobre la inflación ni sobre la corrección del déficit y teniendo en cuenta la experiencia de anteriores devaluaciones, es posible que la realineación de la peseta del 6 de marzo provoque inflación importada. Dos razones avalan esta opinión: primera, que el efecto de la devaluación va a afectar negativamente al proceso de formación de los precios y salarios y, en segundo lugar, porque para los precios de los productos agrícolas, fijados por la política comunitaria, lo que influye son los tipos intraeuropeos del llamado ECU verde y no los del dólar, lo cual tiene un efecto desfavorable en los precios de los alimentos (casi un 30 por 100 del IPC).

En cualquier caso, es probable que el Banco de España aumente el rigor de la política monetaria y decida actuar subiendo los tipos de interés para controlar las expectativas de inflación, aunque eso no excluye que las presiones sobre la peseta continúen, ya que cada vez que la peseta ha estado presionada los límites de la banda de fluctuación han cedido como si fuesen de goma, haciendo válido el proceso de especulación y envián-

dose a los especuladores el mensaje de que «si perseveran, conseguirán alcanzar el nivel en el que las bandas permiten una apuesta segura». No debe olvidarse que una proporción importante del capital que se consigue atraer es de carácter especulativo y muy sensible, a corto plazo, al deterioro de la confianza en el país.

Nuestra coyuntura económica ha quedado marcada por el realineamiento de la paridad central de la peseta ya que, a diferencia de las tres anteriores modificaciones del tipo de cambio, ésta última no parece justificarse por razones fundamentales, sino que ha venido impuesta por los acontecimientos, dentro de un clima generalizado de acusada incertidumbre.

Lo más probable es que la cotización de la peseta se sitúe en una zona de infravaloración. Los riesgos inflacionistas que tal situación comportan exigen la urgente ampliación de las medidas ya contempladas (reformas estructurales destinadas a dotar a los mercados de una mayor flexibilidad) con el fin de atenuar dichos efectos.

A pesar de todo, la economía española continúa beneficiándose de toda una serie de elementos favorables, tales como las perspectivas de una demanda internacional en expansión, un tipo de cambio competitivo, el saneamiento financiero de las empresas y de las familias, y los efectos favorables de las tímidas reformas estructurales previstas o ya emprendidas. Pero hay que continuar avanzando en la corrección de los desequilibrios básicos, lo que requiere el mantenimiento de la moderación de los costes internos de producción y, sobre todo, el rigor presupuestario y la profundización en las reformas estructurales.

En cualquier caso, la recuperación más allá del presente año queda sujeta a los avances que se obtengan en la corrección de nuestros desequilibrios fundamentales y, en definitiva, a la aplicación de una política económica, tanto en su vertiente macro como microeconómica, que genere confianza y credibilidad.

No se puede finalizar este comentario sin señalar el aspecto tan negativo que puede tener la devaluación para la sociedad. A los pocos días de producirse, la mayoría de nuestros productos comenzaron a subir los precios alegando que era consecuencia de la devaluación. Es cierto que los productos de importación ahora son más caros y que el petróleo, imprescindible en la economía española para llevar a cabo los procesos productivos, también resulta más caro. Pero no es menos cierto que en muchos casos la repercusión del mayor coste de los productos importa-

dos en los precios de venta es superior al efecto real de la devaluación, ya que se aprovecha ésta como una oportunidad para participar en el juego especulativo cuando lo permiten las características del mercado.

Solamente la solidaridad al repartir los costes sociales inherentes a este tipo de crisis y, en cualquier caso, la renuncia a las ventajas especulativas, pueden contribuir a crear un ambiente social favorable a la recuperación y a la estabilidad.