

## Análisis del Banco de España en la crisis del Sistema monetario europeo (Enero 1993)

**Fuente:** Boletín económico. Enero 1993. Madrid: Banco de España. ISSN 0210-3737. "La crisis del Sistema Monetario Europeo", p. 1-2; 51-53.

**Copyright:** (c) 2004 Banco de España

**URL:**

[http://www.cvce.eu/obj/analisis\\_del\\_banco\\_de\\_espana\\_en\\_la\\_crisis\\_del\\_sistema\\_monetario\\_europeo\\_enero\\_1993-es-0eb44415-f7ef-4789-84e9-5f1a26e5f6fd.html](http://www.cvce.eu/obj/analisis_del_banco_de_espana_en_la_crisis_del_sistema_monetario_europeo_enero_1993-es-0eb44415-f7ef-4789-84e9-5f1a26e5f6fd.html)

**Publication date:** 20/12/2013

## La crisis del Sistema Monetario Europeo

### 1. Introducción

En este artículo se analiza la crisis sufrida por el Sistema Monetario Europeo en el último cuatrimestre de 1992, la mayor desde su creación en 1979, tanto por sus dimensiones como por sus efectos perturbadores. En poco más de cuatro meses se han producido cuatro reajustes y el abandono del mecanismo de cambios por parte de dos monedas, lo que supone una ruptura radical con el anterior período de estabilidad cambiaría, caracterizado por la ausencia de reajustes durante más de cinco años.

Las causas de las recientes turbulencias cambiarias son diversas y complejas. En el origen de la crisis cabría situar, como detonante más inmediato, las dificultades para la ratificación del acuerdo de Maastricht, a partir del resultado negativo del referéndum danés. La situación de la economía italiana y de la lira contribuyó también a desencadenar tensiones que se propagaron a otras monedas, igualmente en posición vulnerable: de manera destacada, la libra esterlina, la peseta y el escudo portugués. La crisis cambiaría no habría alcanzado tales dimensiones si no se hubiera encontrado con una situación propicia por el lado de los fundamentos macroeconómicos de los países comunitarios, caracterizada, por una parte, por una insuficiente convergencia nominal — que, a su vez, había generado sustanciales ganancias y pérdidas acumuladas de competitividad — y, por otra, por diferencias muy marcadas en las posiciones cíclicas de las economías comunitarias y, por tanto, en las prioridades de las políticas económicas nacionales, que dificultaban su coordinación. Sobre esta base, la crisis se vio agravada por problemas de funcionamiento del SME, y de sus mecanismos de defensa ante ataques especulativos, y por una insuficiente cooperación entre las autoridades de los diversos países.

Una característica destacable de la reciente crisis del SME, en comparación con períodos de tensión anteriores, reside en el enorme volumen de capitales especulativos que se han desplazado, con una gran rapidez, de unas monedas a otras. La libre circulación de capitales y la aparición de nuevos instrumentos financieros restan eficacia a los instrumentos con los que tradicionalmente han contado los bancos centrales para combatir los ataques especulativos.

Las presiones devaluatorias afectaron a monedas correspondientes a países en situaciones económicas muy diferentes. Esta diversidad condujo, también, a reacciones diversas de las distintas autoridades, aunque con el denominador común de una utilización flexible de los instrumentos a su disposición: intervenciones, explotación del recorrido del tipo de cambio dentro de las bandas, movimientos de los tipos de interés, reajustes de las paridades centrales y, en algunos casos, medidas tendentes a dificultar la especulación a corto plazo contra las divisas débiles.

Los instrumentos utilizados fueron, en el caso de algunas divisas, insuficientes, como lo demuestra el hecho de que dos monedas se vieran obligadas a abandonar la disciplina del mecanismo de cambios. La estrategia de las autoridades españolas se orientó, precisamente, a mantener la peseta dentro del mecanismo de disciplina cambiaría del SME, en el convencimiento de que dicha alternativa era la más conveniente, tanto desde el punto de vista de la política económica española como del de la continuidad y eficacia del SME.

En efecto: de cara al futuro, sería altamente deseable preservar el mecanismo de cambios del SME, que constituye una pieza central en los esfuerzos de coordinación de las políticas económicas en la CE, y de cara a la convergencia de resultados macroeconómicos. La crisis reciente enseña, sin embargo, que, si la convergencia es insuficiente y la coordinación es inadecuada, el SME puede ser muy vulnerable a los movimientos de capital desestabilizadores. Para potenciar, en el futuro, la eficacia del SME en el logro de sus objetivos será preciso estudiar cuidadosamente las causas que explican los acontecimientos recientes y, en su caso, corregir las deficiencias que se hayan observado.

La estructura de este artículo es la siguiente: en el punto 2 se analiza la evolución del Sistema desde 1987 — fecha del último reajuste generalizado y de los acuerdos de Nyborg-Basilea — con el fin de enmarcar la crisis del otoño de 1992 en el contexto de las transformaciones experimentadas por el Sistema desde entonces; en el punto 3 se describe el período de turbulencias reciente, a partir del referéndum danés sobre el

acuerdo de Maastricht, en el mes de junio; en el punto 4 se analizan las causas de la crisis; finalmente, en el punto 5 se describe el comportamiento de la peseta; las medidas adoptadas por las autoridades españolas se describen más detalladamente en un Anexo.

[...]

## 5. El comportamiento de la peseta en la reciente crisis del SME

Desde su incorporación al mecanismo de cambio del SME hasta la reciente crisis cambiaría que comenzó en septiembre de 1992, la peseta tendió a moverse, casi exclusivamente, en la parte superior de sus bandas de fluctuación respecto al resto de las monedas participantes. La fortaleza de la peseta llevó a que, en determinados momentos, alcanzara el margen máximo de apreciación frente a alguna otra moneda, pero estas presiones se pudieron combatir sin excesivas dificultades a través de intervenciones en el mercado de cambios, y reducciones en los tipos de interés (tal como se recomendaba en los acuerdos de Nyborg-Basilea). Se podría concluir que, aunque la peseta mostró una cierta tendencia hacia la apreciación, su pertenencia a las bandas del SME limitó este proceso apreciator, ya que el margen superior de la banda desempeñó, en numerosas ocasiones, un papel estabilizador, como consecuencia de la ausencia de expectativas de reevaluación de su paridad central.

La variabilidad del tipo de cambio nominal de la peseta había tendido a reducirse, hasta la reciente crisis del SME. Lo más significativo es que esta mayor estabilidad cambiaría se consiguió al mismo tiempo que disminuía el volumen de intervenciones brutas (compradoras o vendedoras) del Banco de España en los mercados de cambio. Igualmente, cabe subrayar que esta mayor estabilidad de la peseta no se había traducido en un aumento en la variabilidad de los tipos de interés. La mayor estabilidad cambiaría había venido acompañada de una progresiva liberalización de los movimientos de capital.

A finales de 1991 y durante buena parte del año 1992, se planteó una nueva situación para la peseta, como resultado de la debilidad de la libra esterlina. La diferencia fundamental con episodios anteriores, en los que la peseta se situó en las proximidades de su límite superior respecto a alguna otra moneda, consistía en que la libra esterlina, al igual que la peseta, disfrutaba de una banda de fluctuación más amplia. Así, la peseta, aunque se mantenía próxima a su máximo margen de apreciación con la moneda británica, comenzó a depreciarse frente al conjunto de las monedas de la banda estrecha del SME, impulsada por la trayectoria descendente de la libra esterlina. Esta compleja situación dejaba prácticamente sin margen de maniobra a la política cambiaría, puesto que, si se hubiera pretendido evitar la depreciación de la peseta frente a las monedas de la banda estrecha, a través de intervenciones vendedoras de divisas y/o elevaciones en los tipos de interés oficiales, la peseta habría alcanzado rápidamente el límite superior de su banda respecto a la libra esterlina, en cuyo caso el Banco de España habría tenido la obligación de realizar una política cambiaría contraria a la anterior. La crisis del SME, en septiembre de 1992, sobrevino cuando la peseta se encontraba, precisamente, en esta complicada posición dentro del mecanismo de cambios.

Tras el resultado negativo del referéndum danés sobre el Tratado de la Unión Europea, el 2 de junio de 1992, las expectativas del mercado cambiaron de forma radical, como se ha señalado en el punto 3. En este contexto, y dada la persistencia de desequilibrios en la economía española — en los frentes de inflación, déficit público y déficit exterior — la peseta comenzó a depreciarse frente a las monedas más fuertes de la banda estrecha del SME. En concreto, entre el 2 de junio y el 31 de agosto de 1992, la peseta se depreció un 4,1% frente al marco alemán, los tipos de interés, tanto en el mercado monetario como en el mercado de capitales, aumentaron notablemente, y el Banco de España decidió elevar el tipo de interés de las operaciones repo contra certificados del Banco de España, del 12,4% al 13%, el día 24 de julio. Al mismo tiempo, tuvo que realizar intervenciones vendedoras de divisas de cierta consideración, aunque todavía netamente inferiores a las que se vería forzado a realizar en el período comprendido entre septiembre y noviembre.

Durante la primera mitad de agosto, el nuevo debilitamiento de la libra esterlina situó a la peseta en su margen de máxima apreciación frente a la moneda británica, y el Banco de España debió intervenir en el límite de la banda, comprando libras esterlinas. Posteriormente, ante la depreciación del dólar y la renovada

fortaleza del marco alemán, junto al crecimiento de la incertidumbre respecto al posible resultado del referéndum francés sobre el Tratado de la Unión Europea, la peseta volvió a deslizarse a la baja frente a las monedas de la banda estrecha del SME, acercándose a su tipo central, entonces vigente, de 65 pesetas por marco alemán. La peseta se alejó ligeramente de su límite superior con la moneda británica, si bien todavía se mantuvo, hasta mediados de septiembre, con una apreciación respecto a su tipo central con la libra esterlina en torno al 5,8%, lo que restringía enormemente el margen de maniobra de la política cambiaria española.

Tras la devaluación de la lira italiana — decidida el 13 de septiembre — las tensiones parecieron amainar al día siguiente, y la peseta se apreció un 0,4% frente al marco alemán. Sin embargo, tal como se ha señalado en el punto 3, las tensiones se intensificaron el 15 y el 16 de septiembre, fechas en las que se produjeron movimientos especulativos de capital, de magnitudes desconocidas anteriormente, en contra de la libra esterlina, de la lira italiana y, en menor medida, de la peseta, que en un solo día — el 16 de septiembre — se depreció un 3,4%.

Una vez conocida la decisión de las autoridades británicas e italianas de permitir la flotación de sus monedas fuera de las bandas del SME, en la reunión del Comité Monetario de la madrugada del día 17 de septiembre, las autoridades españolas solicitaron y obtuvieron el acuerdo de devaluar la paridad central de la peseta en un 5%. Esta decisión se basaba en el deseo de las autoridades españolas de mantener sus compromisos cambiarios en el SME, y en el convencimiento de que, en ausencia de tal medida, los ataques especulativos sobre nuestra moneda podrían haber alcanzado gran intensidad, y habría sido muy difícil combatirlos con éxito.

En los días siguientes, a medida que se acercaba la fecha del referéndum francés, las presiones sobre varias monedas se acrecentaron notablemente. La peseta se situó en la parte baja de sus nuevas bandas, pero con cierta holgura sobre su límite inferior, posición en la que se mantuvo sin apenas intervenciones en los mercados de cambios. Sin embargo, tras el apretado resultado del referéndum francés, las tensiones en el SME se extendieron y alcanzaron también a la peseta, que se fue deslizando en sus bandas de fluctuación, pese a la fuerte intervención del Banco de España. En este contexto, y con el fin de preservar el cumplimiento de los compromisos cambiarios dentro del SME, las autoridades españolas decidieron introducir medidas penalizadoras de las operaciones de carácter especulativo de no residentes, a través de la circular 16/92 del Banco de España, de 23 de septiembre, que posteriormente se flexibilizarían con la circular 17/92, de 5 de octubre. Estas circulares — cuyo contenido y funcionamiento se explican en un Anexo a este artículo — tenían por objeto aumentar sensiblemente el coste de la financiación — a través de operaciones de swap o plazo de residentes, tras la flexibilización introducida mediante la segunda de las dos circulares — de las nuevas posiciones especulativas tomadas por no residentes en contra de la peseta. En cierto modo, y como se ha señalado en ocasiones, estas medidas tenían un efecto similar al de un impuesto sobre tales operaciones, con el fin de desincentivarlas.

Inicialmente, los mercados parecieron sobrereaccionar ante las medidas introducidas por la circular 16. La cotización de la peseta se apreció sustancialmente. Al mismo tiempo, se produjo cierta desinversión de no residentes en los mercados secundarios de deuda pública y valores en España, lo que tuvo su reflejo en las cotizaciones de dichos mercados. Los diferenciales en los tipos de interés entre el euromercado y el mercado interno se ampliaron notablemente. Esta reacción inicial vino explicada por una relativa confusión respecto al alcance de las medidas. No obstante, cuando esta confusión inicial se fue disipando, los mercados de deuda pública, valores y divisas tendieron a normalizarse, y los diferenciales entre los tipos de interés del euromercado y el mercado interno se redujeron, hasta prácticamente desaparecer en los plazos más largos. La cotización de la peseta volvió a situarse en niveles comprendidos entre 71 y 71,6 pesetas por marco alemán, niveles en los que se mantuvo hasta el 20 de noviembre (fecha anterior a la segunda devaluación de la peseta).

Cuando las autoridades españolas decidieron introducir medidas de penalización sobre las operaciones más claramente especulativas, con el fin de defender la cotización de la peseta en sus nuevas bandas — en un período de intensas turbulencias en los mercados financieros europeos — contaban con escasas opciones alternativas que pudieran garantizar el mantenimiento de nuestra moneda en el mecanismo cambiario del

SME. En estas circunstancias, la opción de elevar sustancialmente los tipos de interés a corto plazo podría haber introducido mayores distorsiones sobre los mercados financieros, e incluso sobre la actividad real, dadas las probabilidades de que esas subidas se trasladaran parcialmente a los mercados de capitales. Adicionalmente, un movimiento tan intenso en los tipos de interés podría haber sido interpretado por los mercados como una reacción de emergencia no sostenible en el tiempo, por lo que, en vez de contribuir a estabilizar las expectativas de los mercados, podría haber generado nuevos ataques especulativos contra la peseta. La reciente crisis de la corona sueca, que ha desembocado en el abandono de su vínculo cambiario con el ecu, parece confirmar el fundamento de estos temores.

Por el contrario, las medidas temporales penalizadoras de las operaciones más claramente especulativas por parte de no residentes se han revelado, con la perspectiva que concede el paso del tiempo, como un mecanismo eficaz para cumplir los objetivos con que fueron introducidas. Aunque durante el mes de octubre y primeras semanas de noviembre las tensiones en el SME se redujeron, subsistieron presiones cambiarias de cierta consideración. Las medidas introducidas por la circular 17 permitieron que, en los momentos de tensión, los diferenciales entre los tipos de interés en el euromercado y en el mercado interno se ampliaran notablemente, lo que, probablemente, redujo los volúmenes de intervenciones vendedoras de divisas en defensa de nuestra moneda y contribuyó, por lo tanto, a estabilizar el tipo de cambio de la peseta durante este período, pese a las extendidas expectativas en los mercados sobre la inevitabilidad de una nueva devaluación de la peseta.

Durante la tercera semana de noviembre, la nueva crisis de la corona sueca provocó una intensificación de las tensiones cambiarias en el SME. Las presiones del mercado sobre la peseta, dadas las fuertes expectativas de devaluación, exigieron, de nuevo, la realización de cuantiosas intervenciones en defensa de su cotización. En estas circunstancias, las autoridades solicitaron la devaluación en la paridad central de la peseta en un 6%, que se acordó en la reunión del Comité Monetario del 21 de noviembre.

Tras la segunda devaluación de la peseta, el Banco de España decidió aumentar sus tipos de interés de intervención en el mercado monetario <sup>(1)</sup>, al tiempo que anunciaba la eliminación de las medidas contempladas en la circular 17/92, del Banco de España. El aumento en los tipos de interés pretendía transmitir a los mercados la señal inequívoca de que se mantendría el rigor monetario en la lucha contra la inflación, y mostrar la determinación de las autoridades en el mantenimiento de las nuevas bandas de la peseta; el levantamiento de las medidas de la circular 17, por su parte, era plenamente coherente con su carácter excepcional y transitorio. La evolución posterior de la peseta parece confirmar la normalización de su mercado y la estabilización de las expectativas, objetivos perseguidos por las autoridades. En efecto, desde finales de noviembre hasta finales de enero la peseta ha experimentado una tendencia suave, pero continua, hacia la apreciación, de manera que, pese a la devaluación de su paridad central, su tipo de cambio de mercado se sitúa, a la fecha de cierre de este artículo, un 1,2% por encima de su valor previo a la segunda devaluación. Esta relativa fortaleza de la peseta es tanto más significativa si se tiene en cuenta que, además, durante dicho período el Banco de España realizó cuantiosas operaciones compradoras de divisas, que han permitido recuperar parte de las reservas perdidas entre septiembre y noviembre. En este contexto de firmeza del tipo de cambio, las autoridades decidieron, el día 22 de enero, recortar en medio punto el tipo de interés de intervención decenal.

La magnitud acumulada del ajuste de la paridad central de la peseta se sitúa, tras sus dos modificaciones, en un 10,7%, lo que ha permitido que se mantenga incluso una pequeña superposición con las bandas con las que se incorporó la peseta al SME. La cotización de mercado de la peseta se ha depreciado en torno a un 10,5%, en relación con su valor al comienzo de 1992.

Finalmente, es preciso subrayar que, para que estas dos devaluaciones sucesivas de la peseta — que la han situado en una posición más acorde con una competitividad adecuada de la economía española — sean eficaces en la resolución de los desequilibrios que aún persisten, será necesario que la recuperación de la competitividad ahora obtenida no se vea rápidamente anulada por el crecimiento de los precios. Para ello, se requiere una combinación de políticas equilibrada, que permita mejoras de competitividad duraderas, basadas en el control de costes y en las ganancias de productividad.

[...]

(1) El tipo de los repos contra certificados del Banco de España en la subasta decenal aumentaron del 13% al 13,75%, mientras que los tipos de intervención en el mercado día a día aumentaron al 14%, contra certificados del Banco de España, y al 13,95%, contra Deuda Pública.