

GÉNESIS Y ANATOMÍA DE LAS CRISIS DE LA PESETA EN LAS BANDAS DEL SME*

M^a Araceli RODRÍGUEZ LÓPEZ
Universidad de Valladolid

Los últimos casos de turbulencias monetarias y financieras sufridos por algunos países asiáticos y latinoamericanos y la actual inestabilidad del Euro frente al Dólar norteamericano, han actualizado la cuestión referente a ataques especulativos y fuerte volatilidad financiera que afectan, recurrente o excepcionalmente, a algunas economías y mercados. Alguno de los episodios especulativos más virulentos ha afectado, en distintas ocasiones y de forma diferente, al Sistema Monetario Europeo, (SME), y, en particular, a la Peseta española.

El objetivo básico de este trabajo es la caracterización y estudio de los principales periodos de turbulencias sufridos por la Peseta en el periodo de pertenencia a las bandas de oscilación del SME [19 de Junio de 1989 hasta el 30 de Diciembre de 1998]. El caso español es, particularmente, interesante por la virulencia y resultado de los ataques ya que la Peseta sufrió cuatro devaluaciones y el paso a una banda ancha de fluctuación del $\pm 15\%$.

De esta forma, se van a plantear las posibles causas del comportamiento del tipo de cambio de la Peseta, la situación de la economía española y la conveniencia de las políticas económicas practicadas, cuestiones todas ellas que serán analizadas en la segunda sección del trabajo. Sin embargo, el hecho de pertenecer a un Sistema de Tipos de Cambio “cuasi-fijos”, como el SME, conducirá, en la primera parte, al análisis de sus propios problemas de funcionamiento, como posibles antecedentes remotos de los ataques. Por otro lado, parece imperativo el estudio cronológico pormenorizado de los acontecimientos y sus efectos sobre las monedas pertenecientes al Sistema, con especial referencia a la moneda española que se detalla en la tercera sección, comenzando en los días posteriores al no danés del referéndum de ratificación del tratado de la Unión Europea, Tratado de Maastricht [2 de junio de 1992], y finalizando en Diciembre de 1998, fecha a partir de la cual se pone en marcha la fase de Unión Europea.

Finalmente, el estudio de las regularidades estadísticas de las series de rendimientos y volatilidad del tipo de cambio Peseta/Marco, de la última sección, permitirá identificar adecuadamente las perturbaciones.

* Agradezco las sugerencias y la ayuda constante prestada en la elaboración de este trabajo por mi director de tesis doctoral Zenón Jiménez-Ridruejo.

1. El SME. Evolución y síntomas de fragilidad

Los orígenes del Sistema Monetario Europeo fueron la inestabilidad monetaria desde la ruptura del sistema de Bretton-Woods, la desilusión por el funcionamiento del sistema de tipos de cambio flexibles y, sobre todo, las fuertes presiones revaloratorias sobre el Marco por la debilidad del Dólar. No puede entenderse la creación del SME sin tener en cuenta el contexto internacional, y la relación con la economía norteamericana.

El objetivo principal del SME fue la necesidad de reducir la inestabilidad cambiaria, después de una etapa de fuertes fluctuaciones que entorpecían los intercambios comerciales. El grado de integración económica y comercial al que habían llegado los países del Mercado Común, aconsejaba un mayor grado de estabilidad monetaria entre ellos. Sin embargo, ya desde sus primeros años de funcionamiento la estabilidad lograda puede ser cuestionada.

Así, durante el período comprendido desde la puesta en marcha del Sistema, en 1979, y 1983, se produjeron frecuentes realineamientos o ajustes de paridades, debido a que los países con alta inflación trataban de recuperar pérdidas de competitividad. Es lo que se ha denominado "*crawling peg*". Sin embargo, desde Marzo de 1983 hasta Enero de 1987, los ajustes fueron menos frecuentes con tendencia a la apreciación del Marco alemán.

Desde Enero de 1987, hasta la crisis monetaria de Septiembre de 1992, la estabilidad fue la nota destacable.¹ Esta etapa, denominada "SME nuevo o duro" (Giavazzi y Spaventa, 1991), se caracterizó por la credibilidad en el mantenimiento de la parrilla de paridades, gracias al proceso de avance hacia la Unión Económica y Monetaria en Europa. Como se estudiará más adelante, esas expectativas se tornaron desfavorables desde mediados de 1992. El período más turbulento se extiende desde Septiembre del 92 hasta Agosto de 1993, la mayoría de las monedas sufrieron fuertes perturbaciones, abandonando el Sistema o experimentando reajustes en sus paridades (vease la sección 4 para un análisis más detallado).

Desde la ampliación de las bandas de fluctuación al $\pm 15\%$, el día 2 de Agosto de 1993, la estabilidad pareció instalarse en un sistema que se había convertido en un régimen de cambios casi flexible. Todavía, en la primavera de 1995, y fundamentalmente debido a los problemas del Dólar por la crisis mexicana, las perturbaciones reaparecieron obligando a algunas monedas a modificar su paridad. En la tabla 1 se recogen los realineamientos en el SME en este período.

¹ Hubo un realineamiento técnico cuando en enero de 1990 la lira italiana pasó a la banda estrecha de fluctuación mediante una devaluación de su paridad central del 3,68%, manteniendo su límite máximo de depreciación.

Tabla 1: Reajustes de Paridades en el SME [1979 –1998]*

	Franco (Be)	Franco (Lu)	Corona (Di)	Marco (Al)	Franco (Fr)	Libra (Ir)	Lira (It)	Florín (PB)	Peseta (Es)	Libra (RU)	Escudo (Po)
24/09/79			-3	2							
30/11/79			-5								
23/03/81							-6				
05/10/81				5,5	-3		-3	5,5			
22/02/82	-8,5	-8,5	-3								
14/06/82				4,25	-5,75		-3	4,25			
22/03/83	1,5	1,5	2,5	5,5	-2,5	-3,5	-3	3,5			
22/07/85	2	2	2	2	2	2	-6	2			
07/04/86	1	1	1	3	-3			3			
04/08/86							-8				
12/01/87	2	2		3				3			
07/01/90							-4				
14/09/92	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	-4	3,5	3,5	3,5	3,5
17/09/92							Flotación		-5	Flotación	
23/11/92									-6		-6
01/02/93							-10				
14/05/93									-8		-6,5
02/08/93	Ampliación de bandas de fluctuación a +/- 15%. (Excepto para marco y florín)										
06/03/95									-7		-3,5
25/11/96											
16/03/98							3				

*Tasas de variación en % del Tipo de Cambio bilateral de una moneda frente a aquellas no ajustadas. Un valor positivo implica apreciación mientras que el signo negativo indica depreciación.

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas y Banco de España.

La estabilidad cambiaria y la ausencia de realineamientos, desde 1987², crearon en los agentes económicos la falsa sensación de poder alcanzar la Unión Monetaria sin dificultades. Pero, el Sistema estaba aquejado de problemas y vicios adquiridos por el propio funcionamiento del mismo, que pueden considerarse antecedentes o causas de la crisis más grave que ha sufrido el SME desde su creación.

Es en este marco, en el que se van a plantear los factores que pueden considerarse antecedentes y catalizadores de las turbulencias monetarias del Sistema, sobre todo aquellos que desencadenaron su crisis más grave, a partir del verano de 1992.

1.1 La Reunificación Alemana

El histórico proceso vivido en Alemania después de la caída del muro de Berlín, provocó cambios estructurales y económicos que afectaron a todos sus socios europeos. La reunificación cambió la posición del Marco alemán, que sufrió un cierto debilitamiento, sobre todo en 1990 y 1991, debido a la incertidumbre respecto

² Excepto el realineamiento técnico, producido cuando la lira italiana pasó a la banda estrecha de fluctuación, en enero de 1990.

al futuro de la economía alemana y, más tarde a la fuerte expansión de la demanda interna³. El impulso de la demanda se tradujo en tensiones inflacionistas y en un cambio de signo de su balanza por cuenta corriente, que pasó de ser superavitaria (4.8% del PIB), en 1989 a deficitaria en sólo dos años (1.2% en 1991)⁴

El Banco Central alemán no renunció en ningún momento al control de la inflación, por lo que se hizo necesaria la articulación de una política monetaria restrictiva.⁵ La combinación de una política monetaria dura y una política fiscal permisiva provocó la fuerte apreciación real del Marco alemán.⁶ El Bundesbank se percató de la necesidad de reevaluar el Marco, cuestión que no pareció agrandar a sus socios comunitarios, especialmente a Francia ya que el Franco fuerte era una de las piezas centrales de su política económica. La reacción poco equilibrada de la política económica frente al “shock” de la reunificación en el país líder en la fijación de los tipos de interés, se tradujo en costes muy elevados para algunos de sus socios, inmersos en una etapa del ciclo económico recesiva. En este contexto, los mercados comenzaron a plantearse los beneficios del mantenimiento de la estabilidad cambiaria frente al Marco, frente a los costes de los elevados tipos de interés. Comenzaron a considerar posibles cambios en las políticas económicas de esos países y la credibilidad en el mantenimiento de las paridades sufrió un fuerte revés.

1.2 La Eliminación de los Controles a la Circulación de Capitales

Un segundo elemento a considerar, sobre todo como antesala de las turbulencias de otoño de 1992, es la eliminación de los controles de capital. Coincidiendo con la entrada de la Peseta en el mecanismo de cambios del SME, el Consejo Europeo celebrado en Madrid, acordó la entrada en vigor de la primera etapa del Plan Delors, en Junio de 1990. Esto suponía la aplicación de la Directiva 88/361/CEE sobre libertad plena de movimientos de capital en la Comunidad, excepto para aquellos países a los que se les concedía un período transitorio excepcional: Irlanda, España y Portugal hasta 1992 y Grecia hasta 1995.

Con la libre movilidad de capitales se consagra la pérdida de independencia de la política monetaria para N-1 países (todos los miembros del Sistema sin controles, excepto Alemania). Los controles de capital representan una forma de no perder o recobrar esa independencia, o equivalentemente elegir una senda de inflación. Cualquier tasa de incremento de precios es compatible con la pertenencia a un sistema de cambio fijos siempre que se produzcan realineamientos con suficiente frecuencia para el mantenimiento de la competitividad. Por ello, los países que emplean controles de capital son aquellos con mayores problemas de inflación.⁷ Esto

³ El esfuerzo realizado para integrar la precaria economía de la Alemania del Este dentro del conjunto, se realizó mediante subsidios (la mayor parte para el consumo) que no fueron financiados con impuestos en el Oeste del país, por lo que el déficit público experimentó un notable ascenso.

⁴ Las cifras no son estrictamente comparables ya que desde julio de 1990 recogen los movimientos del total de Alemania.

⁵ En sólo cuatro años el tipo de descuento registró diez subidas, pasando del 2.5 % al 8.75 %.

⁶ Los argumentos a favor de una inmediata revaluación eran conocidos (Portes, 1993, pg. 119)

⁷ En realidad, la utilización de controles de capital se debe a la consideración del principio de la “trilogía imposible”, implicación del modelo de Mundell-Fleming que afirma que tipos de cambio fijos, perfecta

explica la coexistencia de tipos fijos y restricciones a los movimientos de activos, como los realizados por Francia o Italia. Incluso, puede explicarse que Bélgica y Luxemburgo mantuvieran hasta 1990, un sistema de tipos de cambio dual: las transacciones por cuenta corriente eran tratadas al tipo de cambio que tenían sus respectivas monedas en el SME, mientras que las realizadas por cuenta de capital se realizaban a un tipo de cambio flotante.

Los controles de capital pueden tomar formas diversas como prohibir algunas categorías de transacciones financieras internacionales o gravarlas con impuestos para reducir su rentabilidad (Tobin, 1978) La cuestión a debatir era si se había llegado al suficiente grado de integración entre los países como para poder eliminar los controles de capital sin provocar un desastre (Wyplosz, 1989 y 1990). Los Acuerdos de Nyborg-Basilea de 1987, permitían el acceso de los países a mecanismos de financiación para intervenir en el interior de las bandas de fluctuación, sin necesidad de llegar a los límites de las mismas, creando en las autoridades la sensación de estar protegidos ante movimientos desestabilizadores. De hecho, pareció crearse un clima de seguridad que desembocaría irremisiblemente en una Unión Monetaria.

1.3 Divergencias Cíclicas de las Economías de los Países Miembros

La diversidad de situaciones macroeconómicas de las economías europeas y, sobre todo, las diferencias cíclicas respecto a Alemania, jugaron un papel muy importante en las perturbaciones del Sistema, sobre todo antes de la crisis de 1992. Estas divergencias dificultaron la imprescindible coordinación de políticas económicas en el proceso de construcción de la Unión Europea. Mientras que Alemania se encontraba en una etapa expansiva debida a la unificación, otros países, como Gran Bretaña, Francia o Italia, atravesaban una recesión que resultó más intensa de lo esperado.

Por otra parte, la economía alemana se encontraba con un importante problema de incremento de precios debido a la presión de la demanda interna, después de la unificación, mientras que Francia o Gran Bretaña mantenían un adecuado control de precios. La respuesta de Alemania consistió en hacer recaer todo el peso de la política restrictiva sobre los tipos de interés, cuya elevación en el país que actúa como ancla del Sistema, fue seguida por el resto de países. Los socios comunitarios, se encontraron ante el dilema de reactivar su economía o contener la presión de la inflación. A partir de 1990, el ritmo de crecimiento en la Comunidad Europea descendió mucho, al igual que la inflación, pero debido a la política articulada por Alemania, los tipos de interés encontraron fuerte resistencia a al baja.

La existencia de diferentes situaciones cíclicas indujo a pensar en la prevalencia de criterios de estabilidad internos y en la posible articulación de medidas no consistentes con la estabilidad del Sistema, con el consiguiente cambio en las expectativas de los agentes.

movilidad del capital e independencia de la política monetaria son imposibles conjuntamente, pero sí son compatibles dos a dos.

Figura 1: Demanda Nacional Final*

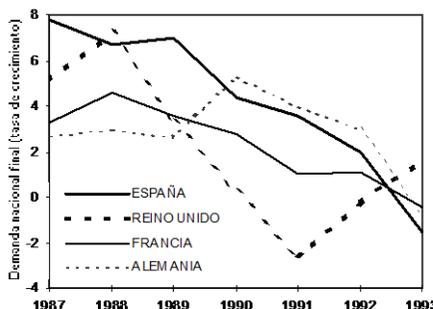
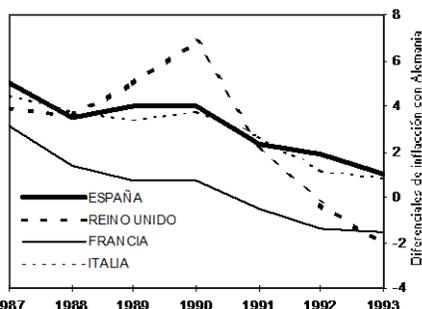


Figura 2: Diferenciales de Inflación respecto a Alemania (en %)



*Variaciones % anuales. A partir de 1991, Los datos incluyen la antigua RDA.

Fuente:

FMI, "World Economic Outlook", Statistical Appendix y Banco de España.

Existe un fuerte debate sobre si las posibles pérdidas de competitividad fueron uno de los factores determinantes de las turbulencias cambiarias que afectaron al Sistema (Eichengreen y Wyplosz, 1993). A pesar del significativo acercamiento de los ritmos de aumentos de precios, en la segunda mitad de la década de los años ochenta, ese proceso se detuvo, por ejemplo en España o Italia, a finales de esa década y comienzo de los años noventa. La persistencia de considerables diferenciales de inflación provocó ganancias o pérdidas de competitividad relativas (figura 3) que fueron la causa de importantes déficits por cuenta corriente. Sin embargo, las devaluaciones competitivas no son mecanismos válidos en un régimen de tipos de cambio como el Sistema Monetario Europeo, por lo que la acumulación de desequilibrios de este tipo y magnitud, terminaron provocando en el mercado la percepción de que la parrilla de paridades era insostenible.

1.4 Influencia de la Posición de Otras Monedas fuera del SME

En primer lugar, se debe estudiar la repercusión de la posición relativa del Dólar respecto a las monedas del Sistema. Los episodios de mayor debilidad del Dólar siempre coincidieron en el tiempo con el fortalecimiento del Marco alemán respecto al resto de las monedas del Sistema. Sin embargo, las tensiones se combatieron gracias a los instrumentos que el propio sistema proporcionaba⁸ y no supusieron graves problemas para la parrilla de paridades, al menos hasta el verano de 1992.

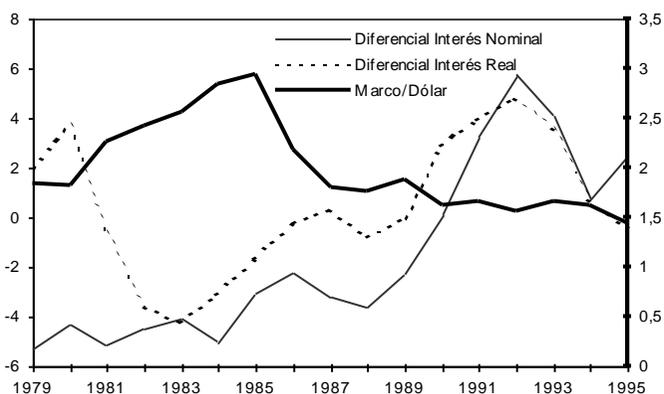
En el período anterior a la tormenta monetaria, la caída del Dólar fue consecuencia de los elevados diferenciales de tipos de interés, altos en Alemania y bajos en EEUU, necesarios para reactivar su economía, inmersa en una fuerte recesión. Los diferenciales de rentabilidad indujeron a los agentes económicos a ajustes en

⁸ Fundamentalmente, gracias a los acuerdos de Nyborg-Basilea.

sus carteras a favor del Marco, generando tensiones cada vez más fuertes en el seno del SME.

Entre las razones que motivaron el origen del SME se ha apuntado la falta de un Sistema Monetario Internacional y la falta de coordinación entre las tres grandes potencias mundiales, desde la ruptura del Sistema de Bretton-Woods. En el mes de Julio de 1992, los intentos para estabilizar la cotización del Dólar fracasaron, de manera que, en Agosto se intensificaron las presiones vendedoras sobre el Dólar, apreciando el Marco también frente a las monedas de sus socios comunitarios, excepto el Franco belga y el Florín holands. La economía más afectada por este proceso fue la británica, probablemente por su estrecha vinculación con el Dólar y por la situación recesiva que atravesaba.

Figura 3: Tipo de Cambio y diferenciales de intereses entre Alemania y EEUU



Fuente: FMI, "World Economic Outlook", Statistical Appendix.

Por otra parte, debemos señalar también, los posibles efectos de arrastre y contagio de la crisis mexicana de Diciembre de 1994 sobre el Dólar y su repercusión en la estabilidad de las monedas del SME. En concreto, la Peseta y el Escudo Portugués sufrieron nuevas perturbaciones que finalizaron en sendas devaluaciones, en Marzo de 1995, derivadas del "Efecto Tequila" (Más adelante se analizará esta cuestión de forma detallada).

Por último, parece conveniente una breve referencia a los problemas que afectaron a las monedas de los países escandinavos antes de la crisis del verano de 1992. El Marco finlandés, la Corona sueca y la Corona noruega eran, en 1991, monedas vinculadas al ECU, aunque fuera del Mecanismo de Tipos de Cambio e Intervención del SME. Esta estrecha relación provocó efectos desestabilizadores cuando el Marco finlandés devaluó en Noviembre de 1991, y rompió el vínculo unilateral con el ECU posteriormente, en Septiembre de 1992. Por otro lado, en Noviembre y

Diciembre de 1992, las monedas de Suecia y Noruega, después de grandes dificultades pasaron a la libre flotación.

La larga etapa de estabilidad que había disfrutado el Sistema desde 1987, terminó en Septiembre de 1992. Comenzó entonces un período de fuertes turbulencias y ataques especulativos sin precedentes en la historia del mismo y que culminó con la salida de algunas monedas del Sistema y la ampliación de las bandas de fluctuación al $\pm 15\%$, en Agosto de 1993. Los problemas aparecieron al tornarse desfavorables las expectativas de los agentes económicos, dejando de creer en la bondad del Sistema, cuando esas expectativas dejaron de crearse fuera de los fundamentos económicos de las economías integrantes, para acercarse a la realidad de las divergencias que existían entre ellas. Este cambio sólo necesitaba de “una pequeña chispa” que encendiera la larga mecha conducente al desastre, por interiorización de los problemas de funcionamiento del SME y las divergencias de los países miembros.

2. Condiciones específicas de la economía española.

Las turbulencias cambiarias del Sistema, afectaron de modo especial a España. Las crisis se saldaron con cuatro devaluaciones y el paso a la nueva banda de fluctuación del $\pm 15\%$. En esta sección se realiza un estudio de la evolución de las principales políticas económicas llevadas a cabo en España con especial referencia a la política monetaria y a los problemas derivados de la incorporación a la Comunidad Europea, primero, y al SME, más tarde.

2.1 La Política Monetaria

Aunque desde la entrada en el Sistema, la política monetaria en nuestro país sufrió intensos cambios, alguno de ellos había comenzado a producirse con la incorporación de España a la Comunidad Económica Europea, en 1986. La evolución de la variable de tipo de cambio fue ganando peso en la toma de decisiones de las autoridades monetarias. Esto dificultó la independencia de la política monetaria, sobre todo en 1986 y 1987, cuando se aplicaron ciertas medidas liberalizadoras que incrementaban la posibilidad de invertir en moneda extranjera y la entrada de capitales a través de nuestras fronteras.

Por otro lado, la tasa de inflación española se situaba por encima de la de los países de la Comunidad, limitando nuestra competitividad y haciendo necesaria una política monetaria restrictiva. El diferencial de intereses, favorable a España, provocó fuertes entradas de capital que apreciaron nuestra moneda y, el volumen de intervención necesario para contenerla hacía impensable una esterilización completa. Las desviaciones de los objetivos monetarios requerían nuevas subidas de tipos de interés, conllevando nuevas entradas de capital que, de nuevo, presionaban sobre el tipo de cambio de la peseta.

Con el fin de romper este peligroso círculo vicioso, el Banco de España recurrió al uso de medidas administrativas de control de capitales⁹ que, en el contexto de creciente innovación financiera, tuvieron una eficacia limitada al tiempo que necesitaron los mercados para encontrar instrumentos alternativos. Esos mecanismos financieros, que dificultaron ostensiblemente la efectividad de la política monetaria (Viñals, 1987, pg. 71), surgieron ante la falta de oportunidades atractivas de colocación del ahorro a corto plazo, en un contexto de fuerte inflación y el aliciente añadido, en España, de eludir los límites impuestos en la remuneración de los depósitos bancarios o el coeficiente de caja.

Sin duda, el cambio más importante producido en el esquema de funcionamiento de la política monetaria se produjo con la incorporación de la Peseta al Mecanismo de Tipos de Cambio e Intervención del SME. Las autoridades españolas adoptaron el mecanismo de cambios el 19 de junio de 1989, con el compromiso de mantener la paridad de la Peseta fluctuando dentro de la banda del $\pm 6\%$ alrededor de una paridad central, definida para cada una de las monedas.

Sobre la **conveniencia** de la fecha elegida para la incorporación, algunos autores consideran que la situación a la que había llegado la economía española en el primer semestre de 1989, la hacía aconsejable. Viñals, 1987, pg. 85) Los problemas de control monetario se habían agudizado por la intensidad de la etapa alcista, y era complicado moderar y controlar los agregados monetarios. Las innovaciones financieras y los cambios fiscales mermaban la estabilidad de los agregados monetarios y el gasto nominal. Por otra parte, la política monetaria se encargaba de la moderación del gasto nominal y la estabilidad del tipo de cambio. Quizá, se asignaron demasiados objetivos a la política monetaria, ya que la presupuestaria no se subordinaba a los mismos. La solución a estos conflictos, con medidas de control de cambios o depósitos obligatorios sobre las entradas de capital, se mostró ineficaz e incidió en el proceso de formación de expectativas de los agentes que confiaban en la corrección a través de una devaluación.

La incorporación al Sistema parecía proporcionar las ventajas de crear las condiciones de estabilidad y certidumbre necesarias para la plena integración europea, permitía establecer reglas claras de coordinación de política monetaria y presupuestaria y, sobre todo, dotaba a España de la confianza y disciplina de un área cambiaria con una tasa de inflación baja y estable. La credibilidad antiinflacionista importada permitiría convencer a los agentes económicos de la nueva función de la política monetaria al servicio del tipo de cambio y la estrategia de control de precios.

Ciertamente, la evaluación en lo que se refiere a la estabilidad de los mercados financieros puede ser calificada de positiva, mientras que el resultado respecto

⁹ En la circular de 11 de Marzo de 1987, el BE sometió a coeficiente de caja los incrementos de los pasivos en Pesetas convertibles. Por la circular de 28 de Abril prohibió el pago de intereses en cuentas extranjeras en Pesetas convertibles y, en Junio de 1987, limitó la posición corta de divisas de los bancos.

al control de la inflación no es tan satisfactorio.¹⁰ El diferencial de inflación con los países centrales del SME no decrecía en la cuantía deseada, lo que aconsejaba un alza en los tipos de interés. Sin embargo, la posición de la Peseta, próxima a su límite máximo de apreciación, reducía el margen de maniobra.

Desde finales de 1990 y, sobre todo, desde 1991, la economía española y en general, la de los socios comunitarios, excepto Alemania, se encontraron con un problema añadido debido a la entrada en una etapa recesiva del ciclo económico, con una crisis industrial importante que afectó negativamente al sector real de la economía. La caída de la demanda y la inversión precisaban de políticas internas que ponían en peligro la consecución del equilibrio externo. De nuevo, la falta de apoyo y coordinación de otras políticas, dificultó la salida de la crisis.

Desde 1994, la política monetaria se instrumentó en un régimen de independencia.¹¹ El esquema de control monetario se basó en la consecución de objetivos de inflación y en los últimos años la convergencia nominal y real permitió tipos de interés muy bajos que llevaron a un intenso crecimiento de los agregados más estrechos, como M2. La instrumentación de la política monetaria se fue adaptando a las necesidades de impuestas por la puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea.

2.2 La Política Fiscal

Desde 1977, se produjo en España un cambio profundo en el grado de intervención estatal en la economía, caracterizado por un fuerte crecimiento. Este cambio fue reflejo de la desaceleración de la actividad económica respecto a los niveles de la década anterior y la necesidad de actualizar el Estado en el área de bienestar, para situarlo al nivel de los países más desarrollados. Desde ese momento, la expansión del gasto superó con creces a los ingresos, generando un aumento de los déficits y el endeudamiento público casi hasta el final del periodo de estudio.

Con la incorporación a la Comunidad, en 1986, se pusieron en práctica medidas que afectaron a la orientación y consecuencias de la política fiscal, renunciándose al activismo imperante en la década anterior y recurriendo a fórmulas de financiación del déficit más ortodoxas que el recurso al Banco de España (Emisión de "Pagarés del Tesoro"). Sin embargo, en un contexto de desaceleración de los agregados monetarios y de altos tipos de interés, la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas había aumentado a niveles sin precedentes en 1985, representando el 6.9% del PIB. Era el final de la etapa recesiva del ciclo, con niveles de desempleo difícilmente superables. Durante la etapa expansiva que comenzó en 1986 el déficit disminuyó debido al crecimiento de los ingresos, el aumento de los impuestos directos, y el descenso de las transferencias corrientes (prestaciones por desempleo y subvenciones), gracias a la acción de los estabilizadores automáticos y a la reforma del sistema de pensiones en 1985.

¹⁰ Los precios de los bienes comercializables y, en concreto, los precios industriales mostraron una fuerte reducción (3%), mientras que los precios de bienes no comercializables y servicios demostraron ser poco sensibles al tipo de cambio.

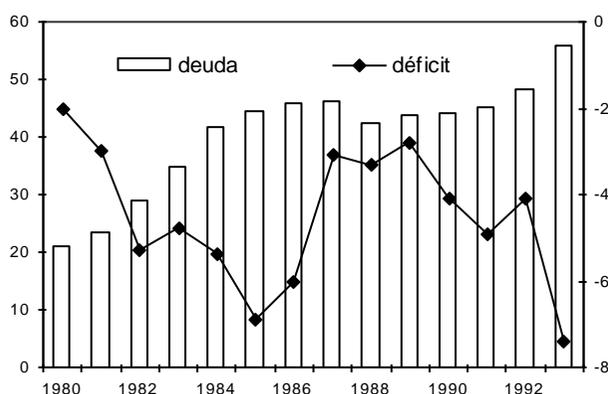
¹¹ Según las disposiciones de la ley de Autonomía del banco de España, de Junio de 1994

A partir de 1988 volvieron a deteriorarse las cuentas del Estado. Los gastos en inversión necesarios para la consecución con éxito de los eventos de 1992 y la creación del Mercado Interior Europeo en 1993, así como el incremento de los gastos sociales, a raíz de las presiones sindicales, supusieron una fuerte expansión del gasto público. Aunque los ingresos por impuestos continuaron creciendo, resultaron insuficientes.

El carácter expansivo de la política presupuestaria supuso un fuerte estímulo para la demanda, chocando de lleno con el intento de la política monetaria de moderar el crecimiento de la demanda interna. En 1989, la economía española ya contaba con algunos importantes problemas de inflación y desequilibrio de la balanza comercial. Además, la combinación con una política monetaria restrictiva elevó los tipos de interés. En esta situación hubiera sido aconsejable una política presupuestaria restrictiva unida a una política de rentas de moderación salarial. Sin embargo, el gasto público aumentó sin incidir prácticamente en la capacidad de crecimiento de la economía. La presión fiscal se incrementó, sin permitir la mejora del ahorro privado y obligando a la búsqueda de capital exterior y la moderación salarial resultó imposible por la falta de diálogo entre gobierno, sindicatos y empresarios.

La entrada en el SME no implicó cambios sustanciales en la política fiscal en España, el déficit público continuó creciendo, manteniéndose el carácter expansivo de esta política, poco eficiente en la lucha contra los problemas planteados. Sólo desde 1994, asumió un papel más activo, permitiendo a la política monetaria mayor margen de maniobra. La segunda mitad de la década de los años 90, se corresponde, en España, con una mayor austeridad fiscal, control de la inflación y la deuda pública y convergencia de los tipos de interés, todo ello acompañado por la percepción de los agentes económicos de que España formaría parte del grupo inicial de países integrantes de la Unión Europea.

Figura 4: Deuda Pública y Déficit (% del PIB)



Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía

2.3 El Tipo de Cambio en la Economía Española

El tipo de cambio es, en último término, un reflejo del precio relativo de bienes y servicios y los activos financieros nacionales y extranjeros. En la determinación del tipo de cambio intervienen muchas de las variables que son relevantes en la economía de un país, como el ahorro nacional, la productividad, la proporción de bienes comercializables sobre el producto interior o las posibilidades de inversión productiva, entre otros. Cualquier modificación de esas variables puede suponer variaciones importantes del tipo de cambio. Hay que tener en cuenta, además, las modificaciones del tipo de cambio real, ya que a largo plazo los cambios en el tipo de cambio nominal, devaluaciones o revaluaciones, no afectan al tipo real, sobre todo en economías como la española altamente indiciadas es decir, que trasladan inmediatamente aquellos cambios a salarios y a precios.

Se pueden diferenciar dos etapas en el estudio de la evolución del tipo de cambio, en España, desde su consideración como instrumento de política económica, hasta la consideración del mismo como objetivo de estabilidad. La primera de esas etapas es la fase de ajuste y preparación para la incorporación a Europa (1982-1986) y la segunda es la fase de apertura al exterior, desde la integración y hasta 1992. Esta última, supone en nuestro análisis una parte fundamental de la explicación de los antecedentes de las turbulencias de los mercados financieros y cambiarios, objetivo central de este análisis, por lo que le dedicaremos una atención especial.

Cuando en 1982 el partido socialista consiguió una cómoda victoria en las elecciones generales de Octubre, el nuevo gobierno abordó la estabilización económica del país, después de un nuevo período de dificultades por la segunda crisis del petróleo. Las medidas incluyeron una devaluación de la peseta que parecía necesaria a la vista de la evolución del sector exterior: persistencia del déficit por cuenta corriente, reducción de la entrada de capitales y del nivel de reservas internacionales (Una descripción detallada de estos acontecimientos puede encontrarse en Pérez Campanero, 1990 y Argandoña, 1986 y 1991)

Desde entonces, el tipo de cambio real frente a los países desarrollados y frente a los países de la Comunidad se apreció, al sumarse el diferencial de precios desfavorable para España. La política cambiaria se encaminó, desde 1985, a recuperar la pérdida de competitividad de la economía, en el horizonte cercano de la incorporación a la Comunidad. El resultado fue la depreciación nominal y real de la Peseta, consecuencia de lo cual la balanza por cuenta corriente comenzó a registrar superávits, unido a la evolución del comercio mundial en contraste con el marasmo económico español. En 1986, llegó a alcanzar un superávit histórico del 2,1% del PIB, gracias al cambio a favor de la relación real de intercambio que supuso la caída del dólar y el abaratamiento del precio del petróleo.

La política cambiaria, desde la entrada en la Comunidad Económica Europea, se orientó hacia la consecución de un objetivo de estabilidad del tipo efectivo nominal frente a las monedas comunitarias, y, en especial frente al Marco alemán como moneda ancla del SME (vease el Informe Anual del Banco de España de

1986 y Pérez Campanero, 1991, pg. 24). La entrada de la Peseta en el Mecanismo de Cambios del Sistema, en Junio de 1989, es la culminación de ese proceso.

Por otro lado, el esquema de funcionamiento de la política cambiaria española se modificó a partir de la espectacular entrada de inversión extranjera en España, desde 1986, como resultado de la liberalización de los movimientos de capital y de los positivos efectos de la incorporación a la Comunidad (Viñals, 1991) y cuya consecuencia inmediata fue la apreciación de la Peseta. Además, dada la política presupuestaria, se anticipaban diferenciales de inflación y de tipos de interés, respecto a los socios europeos contribuyendo a esa apreciación. Las autoridades monetarias intentaron contener las presiones mediante la intervención en el mercado de divisas (venta de pesetas), con la consiguiente acumulación de divisas internacionales y, a través de la imposición de controles a la entrada de capital.

La apreciación nominal de la peseta unida al diferencial de inflación de la economía española, provocó una apreciación real de nuestra moneda aún mayor.¹² La entrada en el Mecanismo de Tipos de Cambio e Intervención, puso freno a la apreciación nominal aunque la Peseta se situara en la parte superior de su banda de fluctuación. La apreciación de la moneda española se ha considerado beneficiosa ya que permitió “importar desinflación” y el reequipamiento productivo de la economía a precios menores a los nacionales (Manzano, 1991). Sin embargo, también se produjeron otros efectos, quizá no tan beneficiosos, como un marcado empeoramiento de la balanza por cuenta corriente¹³ (figura 5), debida a la insuficiencia del ahorro interno.

En 1991 y 1992, se observó un importante cambio cualitativo del déficit ya que su origen se encontraba, sobre todo en la importación de bienes de consumo. Esta situación es el resultado de una importante variación en la determinación del tipo de cambio en España, en el sentido de ser la balanza de capitales uno de los elementos decisivos desde ese momento. El proceso de liberalización financiera desde la incorporación a la Comunidad, empujó la cotización de la Peseta al alza, atrayendo capitales. Las posibilidades de inversión productiva en España, junto con las ganancias de productividad esperadas, podrían ser los factores explicativos de la existencia de una balanza corriente deficitaria y una moneda apreciada. Solamente, a partir de 1994, se observa una evolución favorable del saldo de la balanza. Como resultado del periodo de estabilidad y convergencia previo a la fase de Unión Monetaria.

¹² El diferencial de inflación de la economía española era desfavorable tanto respecto a los países de la Comunidad Europea, como respecto al resto de países del área de la OCDE.

¹³ El deterioro de la balanza corriente se debió, sobre todo hasta 1990, al incremento de bienes de capital y productos intermedios, ligados al crecimiento de la inversión en los años precedentes, y al desarrollo de infraestructuras básicas de las que España carecía.

Figura 5: Saldo de la Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)



Fuente: Banco de España, *Cuentas Financieras de la Economía Española*

Una vez analizadas las características macroeconómicas básicas de la economía española, debemos conocer qué acontecimientos políticos y económicos incidieron en la evolución del tipo de cambio de la Peseta en el periodo de pertenencia a las bandas de fluctuación del Sistema, detallando los hechos y circunstancias que afectaron a su comportamiento desde la incorporación hasta el paso a la fase de Unión Monetaria.

3 Anatomía de las crisis del sistema (1979-1998)

Con el fin de identificar cronológicamente las turbulencias que han afectado a la moneda española, en esta sección del trabajo se realiza una descripción del comportamiento del tipo de cambio de la Peseta frente al Marco alemán y, en general frente a las monedas del Sistema.

La Peseta se incorporó al Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo el día 19 de Junio de 1989. Desde ese momento se planteó el dilema entre el mantenimiento de la paridad y el control de la inflación. El conflicto parece claro al analizar las tensiones cambiarias con el Franco francés a lo largo de 1991. Las autoridades francesas deseaban una reducción de los tipos de interés para reactivar su economía, mientras que las autoridades españolas mantenían los suyos altos para controlar la inflación. El intento de conseguir estos objetivos en los dos países, supuso la existencia de presiones apreciadoras sobre la Peseta y depreciadoras sobre el Franco. Otras tensiones habían afectado a la Peseta, por ejemplo cuando en Diciembre de 1989, arreciaron los rumores sobre el paso a la banda estrecha del $\pm 2.25\%$, acompañando a la Lira italiana o aquellas otras con relación a la posición de la Libra esterlina desde su incorporación en Octubre de 1990. Sin embargo ninguno de esos acontecimientos supusieron un grave problema para la Peseta, pues no hubo cam-

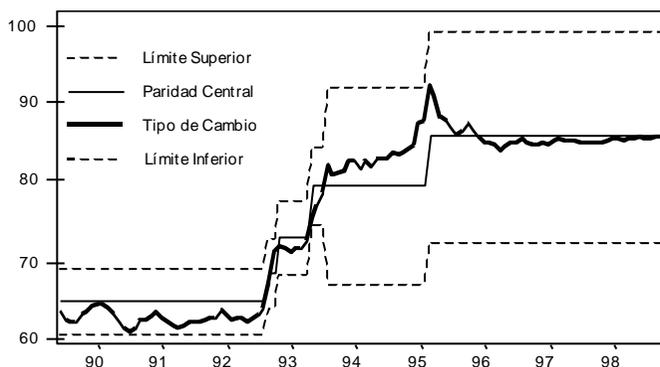
bios en su paridad aunque, en muchos momentos se encontró rozando los límites máximos de fluctuación permitidos.

3.1 Morfología de la Crisis del 92-93

Parece existir consenso en la determinación del comienzo de la crisis más grave del Sistema. El desencadenante inmediato que desató la tormenta fue el escollo para la ratificación del Tratado de Maastricht, después del resultado negativo del referéndum danés, el día dos de Junio de 1992.¹⁴

El efecto fue inmediato sobre las monedas que, como la Peseta, se beneficiaban de la credibilidad antiinflationista del Sistema y mantenían posiciones alejadas en el cumplimiento de los criterios de convergencia. Los ataques especulativos se acentuaron en los primeros días de Septiembre, alterándose las expectativas cambiarias y produciéndose reajustes de cartera que se concretaron en el fortalecimiento del Marco alemán y las monedas más fuertemente ligadas a él, Florín holandés y el Franco belga, y en el debilitamiento de las monedas con tipos de interés más elevados, y persistentes desequilibrios económicos, la Peseta, la Libra inglesa, el Escudo portugués y en la banda estrecha, la Lira italiana. En la semana del 7 al 11 de Septiembre, el Banco de Italia y el Bundesbank realizaron cuantiosas intervenciones en defensa de la moneda italiana, sin conseguir controlar las presiones. Finalmente, la Lira fue devaluada un 6,76% el día 13 y, el día 14, los tipos oficiales alemanes fueron rebajados, dotando de cierta tranquilidad al mercado.

Figura 6: Evolución del Tipo de Cambio de la Peseta frente al Marco Alemán



El día 16, el SME sufrió el ataque especulativo más intenso de sus 13 años de existencia, siendo la Libra esterlina, la Lira y la Peseta las monedas más afecta-

¹⁴ Para una descripción detallada de los acontecimientos de otoño de 1992, ver Boletín Económico del Banco de España, Enero, 1993

das. En la reunión del Comité Monetario, en la madrugada del día 17, las autoridades británicas e italianas decidieron permitir la flotación de sus monedas y, la Peseta devaluó en un 5%.

A medida que se acercaba la fecha del referéndum francés de ratificación del Tratado de Maastricht, 20 de Septiembre, las presiones se intensificaron. Probablemente por lo apretado del resultado afirmativo de la consulta francesa, se produjeron nuevas presiones especulativas afectando principalmente al Franco francés, la Libra irlandesa, el Escudo portugués, la Corona danesa y, nuevamente, a la Peseta. Tras un comunicado conjunto franco-alemán en defensa de la paridad de sus monedas y acompañado de fuertes intervenciones intramarginales, la situación pareció estabilizarse a partir del 23 de Septiembre.

A mediados del mes de Noviembre las perspectivas de reincorporación de la Lira italiana al Mecanismo de Cambios introdujeron nuevos elementos de incertidumbre en el funcionamiento del Sistema. Por otro lado, la Corona sueca, que en Septiembre se había defendido de los ataques especulativos con éxito, el 19 de Noviembre abandonó su vinculación con el Ecu. La crisis de la Corona sueca contagió rápidamente a la Corona noruega y a las monedas más débiles, la Libra irlandesa, la Corona danesa, el Escudo y la Peseta. El 21 de Noviembre, la Peseta y el Escudo se devaluaron en un 6%. Nuestra moneda experimentó una tendencia suave y continua a la apreciación, situándose su tipo de mercado por encima del valor que tenía antes de la devaluación.

En Febrero tuvo lugar un periodo especulativo más que afectó a la Peseta, el Escudo portugués y el Franco francés. En España, el debilitamiento de la economía y la incertidumbre creada por la convocatoria, el 12 de Abril, de elecciones generales, fueron el origen de las presiones. El Banco de España intervino en los mercados de cambios, permitiendo cierta recuperación. A pesar de las cuantiosas intervenciones, las presiones sobre la peseta se intensificaron en Abril y Mayo, en un clima de expectativas de descenso de los tipos de interés, incompatible con la paridad vigente. El día 13 de mayo se realizó un ajuste en la parrilla de paridades del SME, a petición del gobierno español: los tipos de cambio de la peseta y del escudo portugués se devaluaron en un 8% y un 6,5%, respectivamente. El reajuste permitió la bajada de los tipos de interés, sumándose España al proceso de reducción del diferencial con Alemania, ya registrado en el resto de países del SME.

El clima de estabilidad que parecía haberse instalado en el Sistema, se vio otra vez, bruscamente interrumpido a partir del 24 de junio de 1993, como resultado del deterioro de la cooperación monetaria entre Alemania y Francia. Las turbulencias afectaron al Franco francés, a la Corona danesa, al Franco belga, al Escudo y a la Peseta. A pesar de esto, Alemania llevó a cabo una reducción de sus tipos oficiales el día 1 de Julio, seguida, en mayor o menor medida por todos los países miembros del Sistema. Las tensiones en los tipos de cambio se intensificaron, a la vez que se producían nuevos incrementos en los diferenciales de tipos frente a Alemania.

El día 29 de julio el Bundesbank tomó la decisión de reducir el tipo lombardo en medio punto, pero mantener el tipo de descuento. Los mercados reaccionaron contra todas las monedas del Sistema, excepto el Marco y el Florín holandés y con

especial virulencia contra el Franco francés y la Peseta, alcanzando ésta un mínimo histórico frente al Marco. En general, la decisión del Bundesbank provocó una verdadera hecatombe entre las divisas europeas. El Franco francés se desplomó hasta los 3,418 Francos por Marco y requirió la intervención concertada de los bancos centrales de Francia, Alemania, Holanda y Bélgica. El ataque especulativo fue tan intenso que, ante la imposibilidad de resistir, se reunieron, con carácter de urgencia, en primer lugar, el Comité Monetario, y, más tarde, los Ministros de Economía y Finanzas y los Gobernadores de los Bancos Centrales, decidiéndose, finalmente la ampliación al $\pm 15\%$, de los límites de intervención marginal obligatoria en torno a las paridades centrales vigentes.

3.2 Evolución del Sistema después de la Ampliación de las Bandas

La relajación de los acuerdos cambiarios, con la ampliación de las bandas, propició el fin de los ataques especulativos recurrentes y además permitió mantener los compromisos en torno al proceso de Unión Monetaria. En España, sin embargo, todavía en el último trimestre de 1993, el tipo de cambio de la peseta mostró cierta debilidad. La convocatoria de una huelga general para el mes de Enero de 1994, el desacuerdo de los agentes sociales en las negociaciones salariales, y en los últimos días del año la crisis de Banesto, contribuyeron a la depreciación de la peseta.

Durante 1994, las divisas del Mecanismo de cambios del Sistema, mostraron una notable estabilidad. Las necesidades de intervención en los mercados fueron casi nulas y la mayoría de los países pudieron recuperar sus niveles de reservas internacionales. Sin embargo, el 20 de Diciembre de 1994 se desencadenó la crisis del Peso mejicano. El déficit exterior, la progresiva pérdida de reservas y la acumulación de deuda pública en divisas a corto plazo, llevaron a una crisis de confianza del Peso mejicano.

La crisis tuvo efectos de “contagio” sobre otros países de su entorno y arrastró al Dólar. Desde entonces y hasta finales de Marzo de 1995, el Dólar se depreció en un 12% frente al Marco y en un 13% frente al Yen. La intensidad de la caída de la moneda norteamericana reorientó los movimientos de capital a corto plazo hacia monedas seguras, como el Marco. La apreciación del Marco se tradujo en tendencia depreciadora del resto de las monedas del Sistema. Desde el 1 de Enero hasta finales de Marzo de 1995, la Peseta se depreció un 7,6%. La causa de esta depreciación es, no sólo la debilidad del Dólar, sino también la incertidumbre política del momento y la preocupante evolución de ciertas variables macroeconómicas de la economía española, como la inflación, la elevada tasa de desempleo o el déficit público. El día 6 de Marzo de 1995 se decidió una nueva devaluación de la Peseta del 7%.

Sin embargo, el hecho de que la Peseta se depreciara frente al Marco en la misma magnitud que se apreció frente al Dólar (10,8%) no encuentra paralelismo en anteriores devaluaciones de la Peseta. Esto puede llevarnos a pensar en una mayor influencia de los factores externos que en ocasiones anteriores. Por otro lado, este último reajuste se realizó antes de que el tipo de cambio llegara al límite de la banda de fluctuación. Por esta razón, el reajuste fue calificado de “medida técnica”, que no parecía necesaria desde el punto de vista de los fundamentos, pero resultaba primor-

dial para que el tipo de cambio no se situara en el margen superior de su banda. Una de las lecciones de la tormenta del 92-93 fue que, a medida que los ataques especulativos empujan a una moneda hacia el margen superior de la banda, se desencadena un efecto de atracción que convierte en imposible la gestión de la política cambiaria. La evolución posterior de la Peseta avala este argumento, pues los propios mercados fueron corrigiendo la excesiva depreciación de las fechas anteriores a la devaluación. De hecho, la Peseta fue la divisa del mecanismo de cambios cuya recuperación fue más rápida y más intensa.

La mayor fortaleza del Dólar, la adopción de medidas de disciplina fiscal en la mayor parte de los países de la Unión Europea, y la aprobación de un calendario para la transición a la moneda única, en la cumbre de Madrid¹⁵ ayudaron a atenuar algunas de las incertidumbres de los mercados sobre el grado de compromiso de las autoridades con la Unión Monetaria. La mayoría de las monedas experimentaron una recuperación frente al Marco y una reducción de los tipos de interés tanto a corto, como a largo plazo.

En el caso de España, esta última etapa de estabilidad se corresponde con un periodo de austeridad fiscal, control de la inflación y la deuda pública y bajada progresiva de los tipos de interés. Durante 1997 y 1998, la estabilidad del Mecanismo de Cambios ha sido el rasgo más sobresaliente de la evolución cambiaria. Los tipos de cambio de todas las monedas se han movido dentro de rangos de fluctuación muy estrechos entorno a sus paridades centrales.

Es necesaria, sin embargo, una referencia a la crisis financiera sufrida por buena parte de las economías asiáticas, en el verano de 1997. La crisis se manifestó en un desplome de las cotizaciones bursátiles y de los tipos de cambio de sus monedas. Los problemas se iniciaron en Tailandia en el mes de Julio y se extendieron después a otras economías del área, principalmente Filipinas, Malasia, Indonesia y Corea. El crecimiento rápido y sostenido de estas economías se apoyaba en políticas fiscales saneadas y elevadas tasas de ahorro. Por esta razón, los problemas aparecieron de forma imprevista, descubriendo importantes debilidades estructurales, patentes sólo una vez iniciada la crisis.

Entre las causas de la crisis se encuentra la casi nula atención de las autoridades de esos países a la necesidad de reformar su sistema financiero, aquejado de una regulación inadecuada y una supervisión deficiente. Por otra parte, la falta de transparencia de la información disponible acerca de la verdadera situación financiera de los sectores productivos, provocó, por ejemplo que las empresas no financieras operasen con altos niveles de endeudamiento. En el momento en el que aparecieron signos de sobrecalentamiento, altas tasas de inflación y elevados déficits públicos y sus déficits corrientes aumentaron por la pérdida de competitividad de estas economías, derivada de la apreciación del Dólar, todos esos problemas estructurales, ocultos a veces durante mucho tiempo, irrumpieron con brusquedad y aumentaron su vulnerabilidad a las presiones depreciatorias sobre sus monedas.

¹⁵ El consejo Europeo se reunió en Madrid los días 15 y 16 de Diciembre de 1995

Las consecuencias de la crisis asiática fueron especialmente graves para la economía japonesa, con fuertes vínculos comerciales y financieros con estos países. Esta situación se insertaba en un contexto de profunda fragilidad del sistema bancario y de deficiencias estructurales en los mercados japoneses.

Otra clara manifestación de transmisión de perturbaciones es la crisis financiera en Rusia de verano de 1998. La propensión de los inversores internacionales a adquirir activos de economías emergentes se redujo, exigiendo tipos de interés más elevados a la deuda emitida por ellos. El endurecimiento de las condiciones de financiación para un país con escasos recursos fiscales y un déficit por cuenta corriente creciente, generó presiones sobre el Rublo y una cuantiosa pérdida de reservas.

Las repercusiones de estas crisis en las economías del área del Euro han sido menores que en la economía japonesa. A pesar de la reducida inflación de los miembros de la Unión, de los bajos tipos de interés y la estabilidad cambiaria, el clima exterior incidió en los planes de inversión y en una cierta desaceleración del crecimiento en los países de Euro.

4. Análisis de rentabilidad y volatilidad de la peseta

El estudio de los acontecimientos nos ha permitido conocer los diferentes periodos de inestabilidad sufridos por la Peseta española durante el tiempo de pertenencia a las bandas de oscilación del Sistema. En esta sección, se intentará realizar un trabajo empírico que nos permita relacionar los acontecimientos políticos y económicos con la evolución del tipo de cambio de la Peseta española frente al Marco alemán.

Los datos utilizados son la serie de tipo de cambio spot de la Peseta frente al Marco, con periodicidad diaria.¹⁶ En primer lugar, se calcula la serie de rendimientos a partir de las primeras diferencias de la serie original expresada en logaritmos.

$Y_t = 100(1 - L)s_t$, donde s_t es el tipo de cambio spot Peseta/Marco alemán, en el momento t , expresado en logaritmos.

En la tabla 2, se presentan los estadísticos de la serie de rendimientos. Con el fin de establecer una comparación adecuada, se muestran los valores de la muestra completa con 2326 datos y por submuestras, la primera de ellas hasta la ampliación de las bandas (1006 datos), y la segunda hasta el 30 de Diciembre de 1998 (1320 datos). En la primera parte de la muestra se produjeron tres evaluaciones y el paso a la banda del $\pm 15\%$, por lo que previsible que la volatilidad de la serie de rendimientos sea mayor en el primer subperiodo que en el segundo.

¹⁶ La serie original ha sido facilitada por el Banco de España

Tabla 2: Rendimientos Peseta/Marco Alemán [19/06/1989-31/12/1998]

	Muestra total	1ªSubmuestra	2ªSubmuestra
Media	0,0126	0,0264	0,0020
Máximo	4,0929	4,0929	2,3439
Mínimo	-4,4412	-4,4412	-2,3512
Desviación Típica	0,3268	0,3859	0,2731
Asimetría	1,4123	1,8513	0,1737
Curtosis	47,3314	50,3621	17,4557
<i>J-B</i>	191.159	94.507	11.490
<i>p-valor</i>	0,0000	0,0000	0,0000
<i>Q</i> (10)	55,8260	42,4900	57,6080
<i>p-valor</i>	0,0000	0,0000	0,0000
<i>Q</i> (20)	87,1540	52,0080	69,1710
<i>p-valor</i>	0,0000	0,0000	0,0000

A partir de estos valores, se puede inferir que, como en la mayoría de las series financieras, la media es muy pequeña, ¹⁷ y por lo tanto, los rendimientos están en torno al valor cero. El máximo incremento de los rendimientos, o depreciaciones del tipo de cambio, es de 4.09% y se registra en la primera parte de la muestra, ya que en este periodo, la Peseta fue devaluada tres veces y pasó a una banda más amplia. En la segunda submuestra, sin embargo, la máxima depreciación es del 2.34%, menor que en el caso anterior, pues sólo fue devaluada una vez y se trata de un periodo mucho más estable.

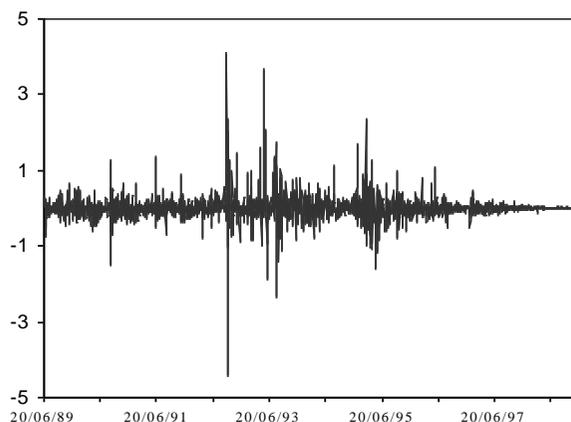
En cuanto a las caídas en las tasas de rendimiento, también las máximas apreciaciones se registraron antes de la ampliación de las bandas (4.44%), en el primer subperiodo. Además, la mayor desviación típica corresponde también a la primera parte, por lo que se puede desprender que, efectivamente, la mayor volatilidad de las cotizaciones diarias de la Peseta frente al Marco se produjo en este subperiodo, como demostrará la serie de volatilidades.

También puede concluirse que las distribuciones de los rendimientos presentan fuerte asimetría y, en todos los casos, el sesgo es hacia la derecha. Los coeficientes de curtosis muestran que las distribuciones son leptocúrticas, especialmente en el caso de la muestra completa y de la primera submuestra. Como consecuencia, el estadístico de Jarque-Bera, rechaza claramente (probabilidad del 100%), la hipótesis nula de normalidad de las distribuciones. Los valores del estadístico de Ljung-Box para contrastar la significación conjunta de las 10 y 20 primeras autocorrelaciones de las series, muestran que se rechaza siempre la hipótesis de incorrelación lo que manifiesta la existencia de componentes autorregresivos en las series. Estos

¹⁷ Hay que tener en cuenta que la serie ha sido multiplicada por 100

resultados pueden indicar que las series de rendimientos presentan cambios temporales en media o no linealidad en media.

Figura 7: Rendimientos Peseta/Marco



La serie de rendimientos (figura 7) refleja las principales perturbaciones de la Peseta dentro de las bandas del SME. Las turbulencias más intensas, se produjeron en otoño de 1992, a partir de los primeros días de Septiembre, prolongándose hasta la ampliación de las bandas, en Agosto de 1993. La cuarta devaluación de la Peseta, en la primavera de 1995, es el resultado de un nuevo episodio especulativo, iniciado en Diciembre de 1994, con la crisis del Peso mexicano.

La figura 8 muestra la volatilidad histórica¹⁸ del tipo de cambio de la Peseta. Como suponíamos, refleja los periodos más turbulentos, coincidiendo con las crisis de la Peseta en el Sistema. Efectivamente, se ratifican los resultados encontrados en las series de rendimientos. Como muestra la tabla 3, la media y la desviación típica de la serie más volátil es la correspondiente al primer subperiodo, siendo la segunda parte de la muestra mucho más estable. También se hallan indicios de componentes autorregresivos, con correlaciones significativamente distintas de cero incluso para retardos elevados.

¹⁸ Calculada a partir del cuadrado de la serie de rendimientos.

Figura 8: Volatilidad Histórica del Tipo de Cambio Peseta/Marco

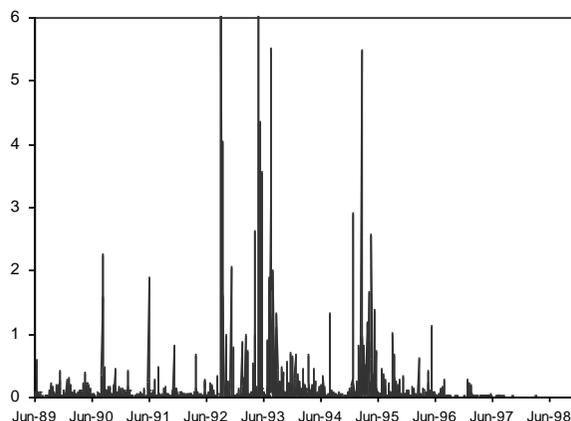


Tabla 3: Volatilidad Peseta/Marco Alemán [19/06/1989-31/12/1998]

	Muestra total	1ªSubmuestra	2ªSubmuestra
Media	0,1069	0,1495	0,0745
Máximo	19,7244	19,7244	5,5283
Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000
Desviación Típica	0,7287	1,0514	0,3024
Asimetría	18,9576	14,1395	11,3882
Curtosis	427,6503	224,5655	176,2409
<i>J-B</i>	17.608.526	2.089.185	1.679.215
<i>p-valor</i>	0,0000	0,0000	0,0000
<i>Q</i> (10)	757,9600	314,7800	402,9600
<i>p-valor</i>	0,0000	0,0000	0,0000
<i>Q</i> (20)	779,0400	319,1300	597,4300
<i>p-valor</i>	0,0000	0,0000	0,0000

6. Conclusiones

El objetivo de este trabajo era el estudio de las características y evolución del Sistema Monetario Europeo, así como de las peculiaridades propias de la economía española como elementos o factores subyacentes en la génesis de las tormentas monetarias y ataques especulativos sufridos por la Peseta en el periodo de pertenencia a las bandas de oscilación del SME.

Las principales implicaciones obtenidas son las siguientes:

En los años de funcionamiento del Sistema, los propios vicios adquiridos y la falta de coordinación de las políticas económicas de los países pertenecientes al mismo, fueron creando el caldo de cultivo ideal para la existencia de perturbaciones y la imposibilidad de controlarlas adecuadamente.

La incorporación de la Peseta, el 19 de Junio de 1989, supuso el intento de las autoridades política y monetarias de dotar a la economía española de la credibilidad antiinflacionista de la que carecía.

La evolución de la Peseta en las bandas del SME estuvo marcada, inicialmente, por la inadecuada relación entre la posición del tipo de cambio, los fundamentos macroeconómicos y la articulación de las políticas monetarias y fiscales.

La crisis del Sistema, en el otoño de 1992, afectó intensamente a la Peseta, saldándose con tres devaluaciones en apenas nueve meses y el paso a una banda de fluctuación del $\pm 15\%$, el 2 de Agosto de 1993.

El último periodo especulativo que sacudió al Mecanismo de Cambios e Intervención, en los primeros meses de 1995, provocó un nuevo realineamiento de la Peseta, el día 6 de Marzo de ese año.

Finalmente, el periodo comprendido entre mediados de 1996 y el comienzo de la fase de Unión Monetaria, se caracterizó por una mayor estabilidad y la convergencia de las variables macroeconómicas españolas con las de sus socios europeos.

El análisis de las series de rendimientos y volatilidad de la moneda española frente al Marco alemán resulta en la identificación correcta de los periodos más turbulentos de la cotización de estas dos monedas. El subperiodo más volátil se extiende desde la incorporación al Sistema hasta la ampliación de las bandas. La segunda parte la muestra es más estable a la vista de los estadísticos de las series. Esto demuestra la adecuación de los hechos económicos y la evidencia empírica encontrada.

REFERENCIAS:

- Argandoña, A. (1986), "Política de Tipo de cambio y Política Monetaria en España, 1974-1985", *Información Comercial Española*, 639, Noviembre
- Argandoña, A. (1991), "El conflicto entre la Política Monetaria y la Peseta", *Política Monetaria e Inestabilidad Financiera*, FEDEA, Madrid
- Eichengreen, B. y C. Wyplosz, (1993), "The Unstable EMS", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 51-143
- Giavazzi, F. y Spaventa, L. (1991), "The "new" EMS", P. De grauwe y L. Papademos (eds.), *The European Monetary System in the 1990's*, Harlow, Longman
- Manzano, D. (1991), "El Tipo de Cambio de la Peseta ante la Unión Monetaria Europea", FEDEA, Documento de Trabajo, 91-23
- Pérez Campanero, J. (1990), "El Problema de la Esterilización: Interacciones entre la Política Monetaria y las Intervenciones en los Mercados de Cambios", *Moneda y Crédito*, 190, 97-132
- Pérez Campanero, J. (1991), "La Peseta y el Sistema Monetario Europeo", *Papeles de Economía Española*, 49, 16-29
- Portes, R. (1993), "El SME y la UEM después del desastre", *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, 2, 113-140
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Monetary Reform" *Eastern Economic Journal*, Vol. 4. Reproducido en J. Tobin, *Essays in Economics*, Cambridge Macs, MIT Press.
- Viñals, J. (1987), "La Incorporación de España al SME y sus Consecuencias para la Política Monetaria", *La Política Monetaria en España*, FEDEA, Madrid
- Viñals, J. (1991), "The EMS, Spain and Macroeconomic Policy", en P. De grauwe y L. Papademos (eds.), *The European Monetary System in the 1990's*, Harlow, Longman
- Wyplosz, C. (1989), "Asymmetry in the EMS: International or Systemic?" *European Economic Review*, 33, 310-320
- Wyplosz, C. (1990), "EMS Puzzles", *Revista Española de Economía*, 7, 1, 33-66