

## «La política monetaria en España: La historia reciente y la crisis de 1992»

*La política monetaria española ha evolucionado desde el control de un agregado, a principios de los años setenta, hasta un régimen de tipos de cambios fijos (teóricamente ajustables), dentro del Sistema Monetario Europeo. La adaptación de los mecanismos de control se fue produciendo de manera regular a lo largo de dos décadas, pero el objetivo último fijado en junio de 1989 —un tipo de cambio de 65 pesetas/marco— resultó inviable. Este artículo describe aquella evolución de la política monetaria, los factores que hicieron inviable ese tipo de cambio, y el desarrollo de la crisis cambiaria de 1992.*

Espainiako moneta-politikak hirurogeita hamarreko urteen hasierako agregatu baten kontrolatik hasi eta truke-tasa finkoen (teorian doigarrien) erregimeneraino eboluzioanatu du, Europako Moneta-Sistemaren barnean. Eta kontroleko mekanismoen aplikazioa modu erregular batean eman zen bi hamarkadatan zehar, baina 1989ko ekainean markatutako azken helburua —hau da, 65 pezeta/markoko truke-tasa— lortu ezinezkoa gertatu zen. Artikulu honek, hain zuzuen monetapolitika horren eboluzioa, aipatu truke-tasa lortuezinezko bihurtu zuten faktoreak eta 1992ko truke-krisiaren garapena aztertzen ditu.

*The monetary policy in Spain has evolved since the first seventies from the control of a monetary aggregate to a regime of fixed (and theoretically adjustable) exchange rates in the European Monetary System. During two decades the adaptation of the mechanism of control was relatively smooth, but the intermediate objective established in June 1989 (an exchange rate of 65 pesetas per Deutsche mark) proved to be unfeasible. This article describes the evolution of the Spanish monetary policy in the seventies and eighties, the causes of the unsustainability of the rate of exchange and the development of the crisis of the peseta in 1992.*

- 1. Función y condiciones de la política monetaria.**
- 2. La política monetaria hasta la entrada en el Sistema Monetario Europeo.**
- 3. Desde el Sistema Monetario Europeo hasta la actualidad.**
- 4. Los acontecimientos de 1992.**
- 5. Una interpretación de la crisis cambiaría de 1992.**
- 6. Conclusión.**

Palabras clave: política monetaria, tipos de cambios fijos, tipos de interés.  
Nº de clasificación JEL: E43, E52, F33

El uso activo y eficiente de la política monetaria se remonta en España a los primeros años setenta. Desde entonces su evolución ha consistido, de un lado, en el perfeccionamiento de sus instrumentos (no sin retrocesos) y, de otro, en el progresivo deterioro de sus objetivos intermedios, hasta provocar un cambio radical en el enfoque de la política monetaria, a finales de los años ochenta —y los acontecimientos de septiembre de 1992 muestran que los problemas no han desaparecido.

En este artículo me ocuparé de la formulación e implementación de la política monetaria en España desde 1973. Tras una breve introducción sobre el papel y los condicionantes de esa política, desarrollaré brevemente las dos fases de su puesta en práctica, caracterizada, la

primera, por el uso como objetivo intermedio de un agregado monetario y, la segunda, por el uso de un precio, el tipo de interés o el tipo de cambio, para tal función. Comentaré luego los acontecimientos de 1992 y acabaré con las conclusiones sugeridas por los mismos.

## **1. FUNCIÓN Y CONDICIONANTES DE LA POLÍTICA MONETARIA**

La *política monetaria* consiste en la intervención del Banco central sobre la oferta o la demanda de algunos activos financieros que figuran en la cartera de las instituciones financieras (principalmente de los bancos), para alterar el precio (y rendimiento) de esos activos, de modo que el consiguiente

reajuste del balance de esas instituciones modifique, a su vez, los precios y rendimientos de otros activos financieros, que lleven al público a cambiar sus conductas sobre variables consideradas importantes, nominales (precios) y/ o reales (cantidades).

Esta explicación implica que el canal por el que la política monetaria ejerce sus efectos es uno o varios tipos de interés. Pero, como veremos, hay también otras vías relevantes: el tipo de cambio, las expectativas (sobre la política monetaria futura, sobre la tasa de inflación y sobre los tipos de interés), etc.

La teoría monetaria moderna admite que el dinero es neutral a largo plazo, es decir, que sólo afecta a variables nominales (precios). Por tanto, *la política monetaria tiene un objetivo natural a largo plazo: conseguir una tasa de inflación baja y estable*. Esto lo puede lograr como si se tratase de una economía cerrada, es decir, estableciendo un objetivo de inflación independientemente del resto del mundo y confiando a un régimen de tipos de cambio flexibles la tarea de aislar la economía de las presiones inflacionistas exteriores (1). O lo puede intentar con tipos de cambio fijos (o ajustables), tomando como objetivo a largo plazo la tasa de inflación del país o países con los cuales haya fijado su tipo de cambio (2).

Pero la neutralidad del dinero no se da a corto plazo, porque los cambios monetarios afectan a variables reales: demanda agregada, tipos reales de interés, tipos de cambio, etc. De ahí que las autoridades monetarias persigan a menudo *objetivos a corto plazo* distintos de la inflación: crecimiento económico,

(1) El aislamiento no es completo, como muestra la experiencia de los años setenta.

(2) Esta es la lógica que subyace en el Sistema Monetario Europeo (SME).

coste de la deuda, financiación de la economía, variación de los tipos de cambio, etc. Pero la neutralidad a largo plazo implica que los efectos sobre variables reales sólo podrán alcanzarse, en todo caso, con carácter transitorio.

Pero esos objetivos pueden conseguirse también mediante otras políticas. De ahí que los resultados finales dependerán del *mix* de políticas —fiscal, cambiaria y monetaria— que se emplee.

### 1.1. Política fiscal, monetaria y tipos de interés

La *política fiscal* actúa sobre la demanda agregada (vía impuestos, gasto en bienes y servicios y transferencias) y sobre la oferta (a través de los costes, de la productividad y de los incentivos al trabajo, al ahorro, a la asunción de riesgos, etc.). Además, la cuantía del déficit o superávit público, actual y esperado y los modos de financiarlo influyen sobre los precios y rendimientos de los activos financieros —y en esto se solapa con la política monetaria.

La *política monetaria* ejerce su efecto sobre los tipos de interés en dos plazos. 1) Directamente, a muy corto plazo, ya que utiliza como instrumentos de su intervención activos financieros con vencimiento a pocos días. 2) Indirectamente, la expectativa de una acción monetaria continuada afectará a las expectativas de tipos de interés futuros.

Por tanto, la política monetaria afecta a los tipos de interés relevantes para las decisiones reales —p. ej., los tipos del crédito a uno o tres años— a través del efecto que sobre la estructura temporal de los tipos tengan, primero, aquella modificación de los tipos a muy corto

plazo y, segundo, la expectativa que el mercado tenga de la política monetaria futura.

La *política fiscal*, a su vez, afecta a los tipos de interés de tres maneras. 1) A través de la oferta o demanda de crédito debida a la porción del déficit público actual financiada con deuda (si, p. ej., el Tesoro emite letras a un año, es el tipo de interés a un año el que se verá afectado directamente). 2) A través de las expectativas sobre el déficit o superávit futuro y su financiación (3). 3) A través de los efectos esperados de esos déficits sobre la política monetaria y la inflación (si, p. ej., el volumen de la deuda pública en circulación es muy alto, el mercado incluirá en los tipos de interés una prima de riesgo, por el posible recurso futuro a la inflación como medio para depreciar dicha deuda).

En resumen, la política fiscal y la monetaria influyen sobre los tipos de interés, en plazos diferentes, pero la estructura temporal de tipos acaba proyectando los efectos de unos sobre otros.

## 1.2. Tipos de cambio y política monetaria

La evolución de *los tipos de cambio* también tiene que ver con la política monetaria. Según la teoría de la paridad de intereses, el tipo de interés en España debe ser igual al vigente en Alemania, más la expectativa de depreciación de la peseta. Los tipos de interés dependen, a plazos cortos, de la política monetaria y, a plazos largos, también de la fiscal (y de

(3) Téngase en cuenta el posible efecto *crowding out*, que reduce la demanda de crédito privado y, por tanto, actúa en sentido contrario. Y también el posible efecto expansivo o contractivo de la política fiscal, que alterará la demanda agregada y, por tanto, la demanda (y oferta) de crédito en el conjunto de la economía.

la demanda de crédito del sector privado y de otras variables), como ya hemos visto.

La *expectativa de depreciación*, a su vez, depende de la estimación del mercado, en la que influirán la pérdida relativa *acumulada* de poder adquisitivo de la moneda (diferencial de inflación) (4), el saldo de las cuentas exteriores (cuenta corriente o, mejor, balanza básica), la voluntad (y capacidad) del Banco central de sostener la moneda (influida, a su vez, por sus objetivos de política, el volumen de sus reservas, etc.) y la misma consideración de cómo ven los demás agentes del mercado la posibilidad de una depreciación (5). Los controles de capitales introducen una distorsión, hacen más lento el ajuste y confieren rigidez a las expectativas (al menos en el corto plazo).

A modo de resumen y no sin una notable simplificación, *la política monetaria* afecta a los tipos de cambio *a través de los tipos de interés a corto*, y *la política fiscal* lo hace *a través de los tipos de interés a largo*: una y otra actúan, también, a través de *las expectativas de apreciación o depreciación*, en las que influyen también otras variables, ya señaladas: la competitividad perdida, el saldo de la balanza básica (acumulado o esperado durante un cierto tiempo) y un conjunto de variables relacionadas con la política económica:

(4) La teoría de la paridad del poder adquisitivo no se cumple, al menos a corto plazo, por lo que el diferencial *corriente* de inflación no influye en el tipo de cambio (esto explica, p. ej., que la peseta haya podido perder competitividad año tras año, desde hace tiempo, sin una presión inmediata que la depreciase). Sin embargo, la pérdida *acumulada* de competitividad influye en las expectativas de depreciación (lo que justifica, al menos en parte, la especulación contra la peseta en septiembre de 1992).

(5) Si se levanta un movimiento especulativo contra una moneda, la expectativa de depreciación cambia inmediatamente. Por eso una moneda fuerte puede convertirse en un candidato a la devaluación en muy poco tiempo (como la peseta y el franco francés, en el verano de 1992).

sus objetivos (tal como los ve el público), la voluntad y capacidad de llevarlos a cabo (según la apreciación de los agentes privados: credibilidad de la política), los controles de cambios, etc.

Todo esto puede presentarse al revés: *dado el tipo de cambio* que se desea, los factores expuestos juegan de una determinada manera, que la política monetaria debe tener en cuenta.

## 2. LA POLÍTICA MONETARIA HASTA LA ENTRADA EN EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

### 2.1. Los años setenta

De acuerdo con la teoría monetaria vigente en los primeros años setenta, la política monetaria se configuró en España sobre el principio de que el *control de un agregado monetario* (tomado como *proxy* de la cantidad de medios de pago) era necesario para conseguir ciertos objetivos finales (crecimiento, inflación, tipo de cambio, saldo por cuenta corriente, etc.), porque existía una relación relativamente estable y predecible entre los cambios en ese agregado y los cambios en aquellas variables que eran los objetivos últimos de la política económica.

La política monetaria se concibió como *un proceso bietápico*. En la primera etapa, el gobierno fijaba el objetivo intermedio en términos de la tasa de crecimiento de un agregado monetario, de modo que permitiese alcanzar el crecimiento del PIB real esperado (o deseado) y de la tasa de inflación deseada. En la segunda etapa, el Banco de España, como responsable de la implementación de la política monetaria, manejaba la liquidez del sistema bancario —su variable

instrumental—, a fin de modificar la conducta de los Bancos de modo que, finalmente, el agregado monetario elegido como objetivo intermedio variase en la dirección y cuantía previstas en la primera etapa.

En la práctica, el gobierno estimaba cada año el crecimiento esperado del PIB real y la inflación deseada. A la vista de ellos (y de la evolución esperada de la velocidad de circulación del dinero), establecía el crecimiento anual del agregado monetario elegido (6), que era el *objetivo intermedio* (7), a partir del cual el Banco central concretaba la senda de la *variable instrumental*—los activos de caja del sistema bancario— sobre la cual planificaba sus intervenciones diarias.

Estas actuaciones diarias para controlar la variable instrumental se apoyaron, a lo largo del tiempo, en dos bloques de instrumentos: 1) El coeficiente de caja, que establece una proporción entre el crecimiento de los pasivos bancarios que la autoridad monetaria trata de controlar y el crecimiento de los activos de caja. 2) Los préstamos de regulación de la liquidez, las subastas de certificados de regulación monetaria (CRM) y, más tarde, las subastas de cesiones temporales de pagarés del Tesoro, para aumentar o disminuir la liquidez del sistema bancario.

### 2.2. Los primeros años ochenta

En la implementación de esta política el Banco de España se encontró con

---

(6) El agregado utilizado hasta 1983 fue las disponibilidades líquidas (M3): efectivo en manos del público, más depósitos a la vista, de ahorro y a plazo en el sistema bancario.

(7) Más tarde se fijó el objetivo en términos de una banda alrededor de un valor central (a veces se prescindió del valor central) y últimamente en términos de un cono que converge hacia los valores extremos de la banda al final del período (lo que confiere una enorme flexibilidad al principio del período).

varias dificultades. En primer lugar, el elevado coeficiente legal de caja, la inflación, los tipos de interés altos y volátiles y el tratamiento fiscal de las rentas del capital (8), venían generando procesos de innovación financiera y de sustitución de activos en las carteras del público. El resultado fue *un comportamiento errático e impredecible de las disponibilidades líquidas*, que era la variable que la autoridad monetaria pretendía controlar. Además, el sector público cubría sus elevadas necesidades de financiación mediante recurso al Banco de España, obligándole a un costoso proceso de drenaje de liquidez y a mantener elevados los tipos de interés (9).

Por todo ello, la evolución de las disponibilidades líquidas, sometida a numerosas influencias impredecibles, dejó de estar relacionada de manera suficientemente estable con los objetivos últimos —el crecimiento del producto y de los precios—. Por ello, el Banco de España cambió en 1983 el objetivo intermedio, pasando a controlar los *activos líquidos en manos del público* (ALP) (10). Y puso en marcha, desde principios de 1984, *un nuevo sistema de control*: amplió la cobertura del coeficiente

de caja, lo extendió a otras entidades financieras y lo elevó al 18% (11).

Entre 1983 y 1988 el objetivo último de la política monetaria fue *la reducción de la inflación*, como meta tendencial; pero a corto plazo se intentó también *la reducción de los tipos de interés*, con objeto de propiciar la tan deseada recuperación de la actividad económica (12), aunque el Banco de España estaba dispuesto a elevarlos de nuevo en cuanto repuntase la inflación o la peseta experimentase un ataque especulativo. Esta persecución alternativa de dos objetivos incompatibles hizo más volátil el crecimiento de la cantidad de dinero, dándole un sesgo expansivo.

Pronto se observó, sin embargo, que los desplazamientos de activos en las carteras del público y de las instituciones financieras, que habían reducido la significación de las disponibilidades líquidas como objetivo intermedio, volvían a repetirse en los ALP(13). El Banco de España no podía saber con precisión si una reducción de la demanda de ALP se debía a un menor volumen de actividad, p. ej., o a un desplazamiento de la demanda del público hacia activos

(8) Además de otras razones, como la innovación en otros países, la mayor educación financiera del público y su sensibilidad hacia la rentabilidad, la progresiva apertura a los mercados exteriores, la revolución tecnológica (telecomunicaciones e informática), etc.

(9) Había otras razones de menor peso. Así, las entidades bancarias en proceso de saneamiento quedaban exentas de coeficientes y, por tanto, libres para practicar la política crediticia que desearan, fuera del control de las autoridades.

(10) Los ALP incluían muchos de los activos que el público utilizaba como sustitutivos de los depósitos (empréstitos bancarios, cesiones temporales, pagarés y letras del Tesoro, etc), de modo que su uso internalizaba buena parte de los desplazamientos de demanda entre activos —pero no todos.

(11) Subió también el coeficiente de fondos públicos a cubrir con pagarés del Tesoro, para generar una demanda artificial de los mismos (completada en junio de 1983 con un nuevo coeficiente de pagarés del 12%); de este modo se facilitaba la financiación del déficit público. Pero la ley de 29 de mayo de 1985, que reguló el tratamiento fiscal de los activos financieros, convirtió a esos pagarés en valores fiscalmente opacos y distorsionó una vez más su demanda, de modo que lo que estaba llamado a ser el instrumento básico de las operaciones de mercado abierto se convirtió en un activo de demanda cautiva, a través de los coeficientes bancarios y de la ocultación fiscal del público.

(12) Y rebajar el coste de endeudamiento público, que cada vez más se llevaba a cabo a precios de mercado.

(13) Esto es un ejemplo de la llamada «ley de Goodhart»: el intento de controlar una variable por parte de la autoridad monetaria genera la inestabilidad de su demanda.

financieros no incluidos en los ALP (como la deuda pública a medio y largo plazo) (14).

Para evitar verse engañado por esos cambios impredecibles, el Banco de España dejó de prestar atención, durante largos períodos, a los ALP y se *fijó en los tipos de interés a corto plazo*, suponiendo, p. ej., que un tipo de interés creciente debía reflejar una política monetaria contractiva (15). En consecuencia, procuró suavizar los tipos de interés y evitar sus oscilaciones bruscas (16).

### 2.3. De la entrada en la CEE al SME

Cuando en 1985 llegó la recuperación económica, el Banco de España decidió practicar una *política flexible, prudente y pragmática*, que introducía una cierta holgura financiera. Continuaron así las alternancias de períodos de expansión monetaria, para moderar los tipos de interés y otros de contracción, cuando la inflación se aceleraba o la peseta se depreciaba.

1987 fue un año difícil. La peseta estaba sometida a fuertes presiones apreciadoras, por los elevados tipos de interés internos, lo que obligó a

---

(14) Además, muchos de los activos incluidos en los ALP rinden tipos de interés de mercado, de modo que una política monetaria contractiva, al elevar los tipos de interés de los sustitutivos de los ALP y reducir su demanda, eleva también la remuneración de los activos que componen los ALP y aumenta su demanda, haciendo más incierta la significación de los cambios en el agregado.

(15) Permaneciendo lo demás constante—lo que parece poco probable si los tipos de interés recogen numerosas influencias de la economía—, como ya señalamos.

(16) Se trata de una regla de prudencia, muy frecuente en política económica: cuando las autoridades no están seguras de lo que pasa, actúan, por si hace falta, pero sólo parcialmente, por si no hace falta, y van rectificando su conducta conforme van teniendo nueva información. Esta regla, sin embargo, no es necesariamente óptima. En concreto, el seguimiento de los tipos de interés introduce un sesgo inflacionario.

cuantiosas intervenciones del Banco de España, que incrementaron las reservas y motivaron nuevas elevaciones de tipos de interés —un ejemplo típico del conflicto entre la política monetaria, dirigida a objetivos internos (combatir la inflación o alentar la expansión), y la política cambiaria (que intentaba evitar una excesiva apreciación de la peseta frente a las monedas de la Comunidad Europea).

Además, las instituciones bancarias iban sobradas de liquidez y la política contractiva se veía como transitoria, lo que frenaba la transmisión de la restricción monetaria del mercado de dinero (corto plazo) al de crédito (largo plazo). Para acabar de complicar la situación, la demanda de crédito por el sector privado era muy rígida a los tipos de interés: las empresas tenían abundantes fondos autogenerados y los procesos de inversión presentaban elevadas rentabilidades; y las familias disfrutaban de rentas elevadas, buenas perspectivas de rentas futuras y muchos motivos para consumir, después de una larga crisis.

A mediados de 1987 el Banco de España permitió una mayor creación de liquidez, dejó que los tipos de interés y la presión apreciadora de la peseta se redujesen y volvió a tomar el control de la situación pocos meses después (17). El *crash* bursátil de octubre aconsejó una política expansiva, pero a mediados de 1988 era patente que, en vez de la temida recesión, España (y el resto del mundo) se enfrentaba a un *recalentamiento* de su economía: expansión excesiva de la

---

(17) La emisión de letras del Tesoro, a partir de junio de 1987, permitió disponer de un activo a corto plazo a tipos de interés competitivos, con el cual el Tesoro podía financiarse de forma ortodoxa y el Banco de España montar el control de la liquidez mediante operaciones de mercado abierto.

demanda, inflación creciente y elevado déficit por cuenta corriente.

Todo lo anterior fue conduciendo a las autoridades monetarias a un profundo cambio en el diseño de la política monetaria:

- 1) En cuanto al objetivo intermedio, el agregado utilizado (ALP) estaba sometido a movimientos impredecibles, lo que hacía muy difícil interpretar con él la situación de la economía y el impacto de la propia política monetaria, como se ha señalado (18).
- 2) En cuanto a la variable instrumental, el control de los activos de caja no garantizaba el de los ALP. El frecuente ajuste de carteras del público alteraba continuamente las pautas de comportamiento de las instituciones financieras, cuyo creciente acceso a los diversos mercados nacionales y exteriores les permitía sortear las regulaciones y hacía inoperantes las elevaciones internas de tipos de interés.
- 3) La política monetaria chocaba con la de tipo de cambio y los controles de capitales resultaban cada vez menos operativos.
- 4) La financiación del Tesoro no podía diseñarse con independencia de la actuación del Banco emisor. El saldo vivo de deuda pública a corto plazo era ya muy grande y la inadecuación entre sus tipos de interés y los del

---

(18) A lo largo del tiempo el contenido de los ALP se ha ido ampliando, para dar cabida a otros activos. A partir del 1 de enero de 1992 se siguen las definiciones normalizadas establecidas por la Comunidad Europea.

Banco de España dificultaba la gestión de la política monetaria.

La reacción de la autoridad monetaria fue descartar todo esquema rígido de intervención, suavizar las oscilaciones de los tipos de interés y consentir movimientos mayores en los agregados monetarios (habitualmente en el sentido de una expansión que no se intentaba corregir rápida ni profundamente). Esto suponía *dar a los tipos de interés el papel de variable instrumental y de indicador* (y, de hecho, también de objetivo intermedio).

Para las intervenciones del Banco de España en el mercado de dinero se establecían dos *instrumentos* diferenciados: 1) El tipo de interés de los préstamos de regulación de la liquidez, cuyas modificaciones deberían ser marcadas (para dar señales claras al mercado) y espaciadas (para consolidar sus efectos), y 2) las operaciones de mercado abierto —cesiones temporales de letras del Tesoro o de deuda del Estado— para el control diario de la liquidez y para transmitir al tipo de interés del mercado interbancario una señal transitoria y breve.

Se consideraba, finalmente, que *la tasa de crecimiento de los ALP debería seguir siendo el objetivo intermedio a largo plazo*, pero su consecución se llevaría a cabo con toda la flexibilidad que la situación requiriese. Como, por otro lado, el Banco de España intentaba mantener estable la peseta frente a las monedas comunitarias desde 1986 (de manera informal), *el tipo de cambio se invirtió, cada vez más, en el objetivo intermedio*, cuya consecución exigiría movimientos precisos del tipo de interés y, por tanto, desviaciones importantes de los ALP respecto de la senda prevista.



### 3. DESDE EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO HASTA LA ACTUALIDAD

El 19 de junio de 1989 *la peseta se incorporó al mecanismo de cambios del SME* (19), con una banda de fluctuación del 6%. El tipo de cambio elegido, 65 pesetas/marco, no alteraba sustancialmente la paridad que se venía manteniendo en los años anteriores. Se esperaba que el compromiso adquirido con el SME daría credibilidad a la política restrictiva del Banco de España y permitiría una rápida convergencia de la inflación española con la comunitaria, reduciendo rápidamente las expectativas de inflación. Los mercados financieros reaccionaron así, pero no los mercados reales, especialmente el de trabajo. En concreto, el enfrentamiento de los sindicatos con el gobierno —ya desde antes de la huelga general del 14 de diciembre de 1988— hacía muy difícil la moderación salarial.

El compromiso con el SME imponía un límite a la apreciación o depreciación de la peseta y, por tanto, a las variaciones de los tipos de interés: la existencia de un objetivo monetario externo —el tipo de cambio— hacía prácticamente inoperantes los objetivos internos en términos de ALP: *el giro de la política monetaria quedaba completado*.

Además y con objeto de garantizar la eficacia del control monetario, se adoptaron nuevas restricciones fiscales y monetarias, destacando la recomendación del Banco central a los Bancos y Cajas de Ahorro para *limitar el*

---

(19) La peseta formaba parte del ecu desde 1986 y, por tanto, del SME, pero no había entrado en el mecanismo de cambios, lo que implicaba fijar la paridad central, la banda de oscilación, el compromiso de mantener la peseta dentro de la banda y el pleno acceso a los mecanismos financieros de ayuda.

*crecimiento del crédito al sector privado* (20), una medida poco ortodoxa, pero efectiva (21). Un efecto colateral de la restricción crediticia fue el desplazamiento del crédito bancario a los pagarés de empresa, perturbando, una vez más, la significación de los ALP. El Banco de España definió un agregado más amplio, ALP más pagarés de empresa (22), para seguir el control.

En marzo de 1990 entró en vigor la *reforma del coeficiente legal de caja*, que pasó del 17 al 5%. La liquidez excedente que esto proporcionaba al sistema bancario se drenó mediante certificados de depósito del Banco de España, remunerados al 6%, amortizables gradualmente entre 1993 y el año 2000, y cuya cesión entre entidades financieras se autorizaba bajo ciertas condiciones (23).

A consecuencia de esta nueva regulación, en mayo de 1990 se acomodó de nuevo la estrategia de control monetario descrita antes, sin cambiarla en lo sustancial. En la actualidad, la *variable objetivo* siguen siendo los ALP (a largo plazo) y el tipo de cambio de la peseta y la *variable instrumental*, el tipo de interés interbancario. Los Bancos tienen ahora un estrecho margen de liquidez, lo que aumenta su dependencia del Banco emisor. Ello aconseja que las inyecciones de liquidez se hagan por plazos relativamente largos —diez días—,

---

(20) Un 13% en la segunda mitad de 1989 y un 10% en 1990. Se suprimió el 1 de enero de 1991.

(21) También se tomaron otras medidas, como un depósito previo sobre ciertas entradas de capitales exteriores.

(22) Y pagarés torales. No podemos detenernos aquí en todas las vicisitudes del control monetario, como la representada por los pagarés torales (y antes por las primas únicas, las cesiones de créditos, etc.).

(23) Esta reforma del coeficiente de caja alentó la competencia entre Bancos y provocó fuertes subidas de los tipos de interés de sus depósitos (guerra de las supercuentas), un factor más del trasvase de fondos en el seno de los ALP.

además de una regulación diaria de la misma. Lo primero se logra con las subastas decenales de certificados de depósito, que proporcionan la liquidez necesaria en ese plazo y, cuyo tipo de interés, muy estable, pretende ser un indicador básico de las intenciones de la autoridad monetaria durante un período largo. El control diario se lleva a cabo mediante operaciones de mercado abierto con certificados del Banco de España o deuda pública, a través de los creadores de mercado, a un tipo que puede variar cada día.

El *objetivo interno* de la política monetaria en el período que sigue a 1988 ha sido siempre reducir la tasa de inflación, que había vuelto a acelerarse. El *objetivo externo* es el mantenimiento del tipo de cambio según las especificaciones del SME. Para lograrlo, el Banco de España mantuvo estables los tipos de interés durante 1990, a un nivel tal que sostuvo a la peseta en la parte apreciada de la banda de fluctuación —lo que favoreció la lucha contra la inflación y la entrada de capitales para financiar el déficit corriente—. Esos capitales se dirigieron cada vez más a la financiación del sector público, adquiriendo sustanciosas cantidades de deuda a medio y largo plazo.

En 1991 la peseta se encontró frecuentemente en el límite de la banda, debiendo intervenir el Banco de España y bajar los tipos de interés, a causa de la debilidad de la libra y del franco, que también habían bajado sus tipos (como también otros miembros del SME) (24). Y

(24) La fuerte entrada de capitales se debió a los altos tipos de interés en España, a las casi nulas expectativas de depreciación de la peseta, a la coyuntura alcista y altos beneficios de las empresas, a la eliminación de los gravámenes sobre los rendimientos de la deuda pública en poder de no residentes (diciembre 1990), a otras medidas de liberalización (abril 1990) y a la supresión del depósito previo del 30% (marzo 1991).

lo hizo con reticencias, porque, si bien la economía mostraba claros síntomas de desaceleración, la inflación seguía siendo alta (25).

Este episodio es una muestra de cómo un país pierde el control de su política monetaria en un mundo de tipos de cambio cuasi-fijos y con amplia libertad de movimientos de capitales. El crecimiento monetario a lo largo de 1991 fue superior al objetivo establecido (12%, un punto por encima del límite máximo establecido para los ALP, y 2,5 por encima del de ALP más pagarés de empresa) (26) y no sería de extrañar que la resistencia de la inflación a la baja tuviese que ver con ese crecimiento monetario excesivo.

#### 4. LOS ACONTECIMIENTOS DE 1992

En febrero de 1992 *se liberalizaron completamente los movimientos de capitales*. La respuesta a esa medida fue un notable aumento del endeudamiento en el exterior, en un momento de tipos de interés aún altos en España.

Otro acontecimiento relevante fue el acuerdo con los países miembros de la CE en *Maastricht*, en diciembre de 1991, sobre las condiciones y calendario para el acceso a la Unión Económica y Monetaria. De acuerdo con ello, España debe hacer un esfuerzo importante para reducir su déficit público y su inflación hasta 1997, lo que justifica una política monetaria restrictiva a lo largo de 1992 y en los años siguientes.

Este acuerdo estaba llamado, sin embargo, a tener consecuencias mucho

(25) Cfr. Banco de España. *Informe anual 1991*, p. 99.

(26) Aunque hubo desplazamientos desde otros activos a los incluidos en los ALP, el Banco de España reconoce la existencia de una cierta holgura de liquidez (*Informe anual 1991*, p. 104).

más importantes. Los mercados acogieron bien el plan de convergencia presentado en marzo por el gobierno español, aunque con reticencias sobre su viabilidad (27). Las estimaciones del gobierno acerca de la situación de partida en 1992 fueron excesivamente optimistas, lo que llevó a dudar sobre su viabilidad —en concreto, la evolución del déficit público en los primeros meses de 1992 fue muy alarmante (28). Además, las cuentas exteriores de la economía española mostraban un saldo negativo permanente y abultado, que sólo la recesión evitaba que creciese demasiado. Los mercados debieron interpretar esto como síntoma de una excesiva apreciación de la peseta. Y aunque la entrada de inversiones extranjeras a largo plazo cubrió sobradamente ese déficit en años anteriores, en 1992 las inversiones menguaron (en parte por la recesión mundial, pero también por la caída de la rentabilidad de las empresas españolas) y fueron sustituidas por los créditos (aprovechando la liberalización de febrero) y la compra de deuda pública (29). Ahora bien, el crecimiento de la deuda hacía temer que la situación fuese insostenible a largo plazo.

La siguiente incertidumbre vino dada por el resultado negativo del referéndum

---

(27) En efecto, la reacción inmediata de los mercados, al conocerse el acuerdo de Maastricht, fue una baja de tipos de interés a largo plazo, descontando el esperado efecto beneficioso de la convergencia.

(28) La incertidumbre sobre la política fiscal viene de muy atrás. El gobierno español no hizo un esfuerzo serio para reducir el déficit público, generando fuertes aumentos de gasto como respuesta a los incrementos de ingresos en la fase de recuperación de 1985-90. El presupuesto para 1992 fue claramente expansivo, a pesar de haberse anunciado como contractivo. Y, como se dice en el texto, su ejecución fue aún peor, por los menores ingresos y los mayores gastos.

(29) En 1991 la financiación exterior a familias y empresas y la compra de deuda pública por no residentes experimentaron un crecimiento del 27% y se aceleraron en los primeros meses de 1992.

danés sobre el tratado de Maastricht. Si éste no se firmaba cabía esperar, lógicamente, un menor interés de los países más alejados de la convergencia —Italia, Gran Bretaña y España— por alcanzar las metas propuestas. Ello implicaba desconfianza en la peseta. Y cuando, a lo largo del verano, los sondeos sobre el referéndum francés sobre el mismo tema dieron clara ventaja al «no», las dudas se incrementaron.

Otros componentes de la crisis fueron las subidas de intereses en Alemania, para reducir su inflación y las bajadas de intereses en Estados Unidos, a fin de relanzar la economía. La caída del dólar desplazó grandes cantidades de fondos hacia el marco, que se apreció considerablemente. Y, como ha ocurrido tradicionalmente en el SME, la fortaleza del marco supuso la debilidad de las monedas más débiles: la libra, la lira y la peseta.

¿Por qué la peseta, sí se mantenía en la parte apreciada de la banda? Los directivos del Bundesbank habían sugerido repetidas veces que la peseta debía depreciarse. Recogían con ello un temor del mercado: el tipo de entrada en el SME en 1989 había sido demasiado alto, la peseta había perdido competitividad desde 1986, porque mantuvo su tipo nominal con el marco, mientras que su inflación era mayor y la pérdida se iba acumulando con el tiempo (30). En condiciones normales, un tipo de interés alto en España cubría suficientemente el riesgo de depreciación

---

(30) El tipo de cambio efectivo real de la peseta respecto de la CEE se había apreciado entre un 8 y un 10% desde 1991, en términos del índice de precios industriales, entre un 20 y un 24%, en términos de índice de precios del consumo y una cifra ligeramente inferior a ésta en términos de costes laborales unitarios.

(31). Pero ahora, con tantas incertidumbres juntas, ese riesgo crecía peligrosamente. La actitud de las autoridades españolas era inequívoca: no se devaluaría la peseta. Pero el mercado parece que ya no lo veía factible.

Las presiones sobre las monedas débiles se sucedieron en agosto y septiembre. La devaluación de la lira no calmó a los mercados, que interpretaron que la vía para las devaluaciones estaba abierta. En el siguiente ataque la peseta se devaluó oficialmente un 5%, quedando en la parte depreciada de la banda y la lira y la libra abandonaron provisionalmente el SME. La peseta siguió sometida a movimientos especulativos, de modo que el Banco de España estableció controles sobre los movimientos de capitales a corto plazo para detener la especulación. En noviembre la peseta se devaluó otro 6%, quedando a un nivel próximo a 72 ptas./marco, que se mantuvo en las semanas siguientes, pese al empeoramiento de los indicadores de la economía española.

## 5. UNA INTERPRETACIÓN DE LA CRISIS CAMBIARIA DE 1992

Desde antiguo algunos economistas (no todos, obviamente) sostienen que cuando se establece una rigidez en un lugar del sistema económico, otra variable debe proporcionar la necesaria flexibilidad. Y

---

(31) A pesar de la fortaleza de la peseta, se habían dado episodios de actividad especulativa en años recientes: a finales de 1989 y los primeros días de 1990, cuando la lira se devaluó para entrar en la banda estrecha; al estallar la guerra del Golfo, en el verano de 1990; etc. El Banco de España reaccionó siempre con fortaleza, interviniendo y elevando los tipos de interés y devolviendo la confianza a los mercados. Pero la misma existencia de esa desconfianza muestra a las claras que no se pensaba que 65 pesetas/marco fuese un precio de equilibrio sostenible a largo plazo para la peseta.

éste suele ser un resultado no esperado ni deseado: *un efecto perverso*. La crisis de 1992 es una verificación de ese principio. He aquí una interpretación sucinta de lo ocurrido.

Cuando la economía española se recupera (1985-90, aproximadamente), se producen los siguientes hechos:

- Un aumento *autónomo* del *consumo privado*, impulsado por un cambio en las expectativas de renta futura y por un aumento de la riqueza (alza de la Bolsa, revalorización de terrenos e inmuebles). El *ahorro privado* cae (probablemente de forma transitoria) (32).
- Un aumento *autónomo* de la *inversión privada*, debido a las excelentes expectativas de rendimiento, tras la larga crisis, más el retraso tecnológico, las oportunidades de la entrada en la CEE y las promesas del Mercado Único.
- Un aumento *autónomo* del *gasto público* en inversión (el auge de las infraestructuras), transferencias (gasto social, a partir de la huelga general del 14-D) y consumo público.
- El resultado de estos tres shocks es *un fuerte aumento de la demanda agregada*, que eleva la *producción* primero y después los *precios*, al tiempo que se produce un *déficit creciente por cuenta corriente*.
- *La moderación salarial* desaparece a partir de 1988, cuando los sindicatos rompen con el gobierno (el aumento del gasto social forma parte del

---

(32) Aunque hay elementos no transitorios en esa caída, como la fiscalidad adversa.

infructuoso intento por recuperar la cooperación sindical).

- El efecto conjunto de todo lo anterior es *una caída del ahorro y un aumento de la inversión*. El déficit de la balanza por cuenta corriente refleja esa situación.
- Se incrementa, al mismo tiempo, el atractivo de la entrada de *inversiones extranjeras*, por las excelentes expectativas de la economía española, la entrada en la CEE, etc. Esto acentúa el saldo positivo de la balanza de capitales (y el negativo de la balanza corriente).
- El aumento del gasto interno y la caída del ahorro elevan *los tipos de interés*, lo que *aprecia la peseta*.
- El error principal ha sido, hasta ese momento, *mantener una política fiscal expansiva en medio de una economía recalentada*, confiando toda la actuación pública a la política monetaria con tipos de cambio fijos.
- La *política monetaria*, en efecto, *lucha contra la inflación*, lo que también *eleva los tipos de interés*.
- La tendencia a la apreciación de la peseta obliga a fuertes *intervenciones del Banco de España* (aumento de las reservas), que elevan la liquidez de la economía, en contra de lo que se desea. La política monetaria cae, de vez en cuando, en un círculo vicioso (altos tipos de interés - apreciación de la moneda - intervención - crecimiento monetario - restricción), del que se escapa, a corto plazo, con

*controles de capitales* (y con el *control cuantitativo del crédito* al sector privado).

- La *financiación del sector público* sigue siendo prioritaria y exige altos tipos de interés. Cuando se eliminan las restricciones a los capitales exteriores y las cargas fiscales sobre los mismos, esos altos intereses atraen inversiones extranjeras en deuda pública. Ello hace al *Tesoro altamente dependiente de la continuidad de los elevados tipos de interés*.
- La autoridad monetaria se encuentra *atrapada por la dinámica del SME*: necesita mantener estable —y apreciada— la peseta, porque ha creado la imagen de que toda devaluación es inflacionista (33) y que debe rechazarse como innecesaria y perjudicial. Los tipos de interés altos se hacen así inevitables. Pero la situación creada es ficticia: es verdad que una devaluación eleva los precios en pesetas de los productos importados, pero *no es causa, sino efecto de la inflación*. España ha tenido una inflación más alta que sus socios comunitarios, pero los precios de los productos importados se han mantenido artificialmente bajos como consecuencia de los tipos de cambio fijos, produciéndose un desequilibrio que no puede ser sostenido a largo plazo (34).

---

(33) Y uno se pregunta si se equivocaron los que devaluaron la peseta en 1959 (el exitoso Plan de Estabilización), 1977 (las oportunas medidas previas a los Pactos de La Moncloa) y 1982 (la devaluación del primer gobierno socialista, que puso a la economía española a punto para la recuperación de 1985).

Devaluar es reconocer ese desequilibrio y corregirlo (35).

Todo lo anterior lleva a una situación cada vez más inestable:

- El diferencial de inflación y una peseta que no se deprecia *restan competitividad* a los productos españoles, acelerando el deterioro de la balanza corriente. Esto crea en el mercado *la imagen de que el tipo de cambio (65 pesetas/marco) es insostenible* a largo plazo. La especulación contra la peseta está servida.
- La *inversión extranjera* deja de fluir como antes. Pero hace falta mantener la entrada de capitales, elevando el *endeudamiento* —sobre todo del sector público—. Esto *aumenta el riesgo de depreciación* de la peseta.
- El mix de política monetaria, cambiaría y fiscal *pierde credibilidad*, pese a las categóricas declaraciones del gobierno contra la depreciación de la peseta.
- La aparición de riesgo de depreciación exige *un diferencial de*

*intereses a favor de la peseta* muy alto, lo que coincide con la política monetaria adoptada, pero juega contra las necesidades de una economía que, a partir de 1990, empieza a presentar síntomas de recesión (síntomas ya alarmantes a finales de 1991).

- La inflación cede muy poco a poco, los sindicatos son renuentes a la moderación salarial y no se han tomado medidas por el lado de la oferta que mejoren la eficiencia y la productividad (rebajas de impuestos, flexibilidad del mercado de trabajo, etc.). Esto agrava la recesión y, sobre todo, las *expectativas de inflación* (y, por tanto, de depreciación de la peseta).
- Al final, al gobierno le quedan dos opciones, a corto plazo: a) *Devaluar* sensiblemente la peseta, recuperando (al menos parte de) la competitividad perdida y suprimiendo la expectativa de depreciación. Ello permitiría, si se practica en la cuantía suficiente, mantener la entrada continuada de capitales, siempre que se acompañe de *una política monetaria muy estricta* (36) y de *una política fiscal decididamente restrictiva* —porque el problema del déficit público es grave (37). La

(34) Los tipos de cambio fijos han alterado la distribución de la renta; la depreciación no es, en el caso español, un beneficio extraordinario para los exportadores, sino una corrección de la distribución desigual.

(35) Hay otro procedimiento, que es el que el gobierno esperaba: una mejora en la productividad, que permitiese compensar el diferencial de inflación contrario a España. Pero esa mejora no se ha producido y, desde luego, no ha habido políticas de oferta para promoverlo, sino más bien lo contrario.

(36) La teoría sugiere que una devaluación no acompañada de medidas monetarias restrictivas está condenada a un fracaso rápido.

(37) La ortodoxia fiscal aconseja incurrir en déficits en caso de recesión y cerrarlos en la recuperación posterior. Pero el gobierno español no cerró su déficit en los años de auge (1985-90), por lo que ahora se encuentra ante un dilema: cerrar en una época de recesión, sometiendo al país a un coste desproporcionado, o aumentar el déficit, lo que supondría una pérdida absoluta de confianza en su política (y esto, con o sin convergencia hacia la Unión Económica y Monetaria).

moderación salarial sería de desear en este caso y es probable que los sindicatos accediesen a ella, dada la situación de crisis, b) *Mantener el tipo de cambio* y los tipos de interés elevados, anunciando una restricción fiscal importante: en definitiva, *un programa de depresión* para mantener la peseta.

- El mercado no cree viable la alternativa b) y obliga al Banco de España a devaluar. Pero se lleva a cabo *la devaluación mínima* y se intenta sostener la peseta mediante intervenciones, tipos de interés altos y controles de capitales, en un esfuerzo por seguir practicando la alternativa b). Ello deteriora aún más la credibilidad que aún quedaba y las presiones contra la peseta continúan: se ha tomado lo peor de ambos modelos, hasta la segunda devaluación (noviembre de 1992).
- Después, el discurso de la política monetaria ha vuelto a la lógica anterior: tipos de interés altos, peseta apreciada, entrada de capitales para financiar los déficits público y exterior, etc. Las autoridades españolas parecen no haber aprendido nada de los acontecimientos de 1992.

## 6. CONCLUSIÓN

La política monetaria ha gozado en España de merecido prestigio, durante años. Sería una lástima que la crisis de 1992 lo empañase.

Se trata de una crisis compleja, cuyas manifestaciones se venían gestando desde tiempo atrás. Ha fallado el *mix* de

política monetaria y fiscal con el intento de mantener un tipo de cambio fuera de su nivel de equilibrio (38), y un cierto modelo de política basado en la peseta fuerte y en los tipos de interés altos, a despecho de los efectos que esto pudiese tener sobre la economía real.

*Ha fallado el SME*: un mecanismo montado para evitar que se repitiesen crisis como las de los últimos sesenta y primeros setenta, de las que la de septiembre de 1992 ha sido una repetición. Pero aún, nuestro gobierno se ha aferrado a la imagen creada por algunos teóricos de dicho SME en los últimos años, presentándolo como la panacea, la salvación para los países «débiles», que podían comprar así, con sus altos tipos de interés, una credibilidad que no tenían. Pero era un sistema demasiado rígido y por eso fracasó (39).

Y todo esto es, no se olvide, *un fracaso de la política monetaria*, que ha dejado de ser una política de control de la cantidad de dinero, para pasar a fijarse en el tipo de cambio... con las consecuencias que hemos señalado. Ojalá que sirva de experiencia para corregir en el futuro nuestra aproximación a las condiciones de Maastricht (no se debería volver a intentar la vía voluntarista, ajena al mercado, aprobada en diciembre de

---

(38) No sabemos cuál es el nivel de equilibrio, pero basta observar la evolución del tipo de cambio efectivo real de la peseta con la CEE en las últimas décadas para darse cuenta que la situación creada desde 1986 era insostenible. En todo caso, el Banco de España tampoco sabe cuál es ese nivel de equilibrio, con lo que su negativa a devaluar parece poco sensata, a largo plazo.

(39) El Bundesbank pedía con frecuencia la devaluación de las monedas débiles: el mecanismo de flexibilidad existía, pero los gobiernos de los países débiles no querían usarlo. A su vez, el error del Bundesbank fue no revaluar el marco cuando sufrió el *shock* de la unificación.

1991), el funcionamiento del SME (hay que hacerlo, decididamente, más flexible) y la concepción que del mismo tienen nuestras autoridades. Pero,

lamentablemente, las reacciones a la crisis de septiembre de 1992 muestran que la capacidad de aprendizaje de nuestro gobierno es escasa.