Cooperación y nacionalismo en el Sistema Monetario Europeo. Una lectura alternativa de la crisis financiera de 1992-1993.

Guillermo VÁZQUEZ VICENTE
Departamento de Economía Aplicada. Universidad Rey Juan Carlos

RESUMEN

En la actualidad, el SME y la divisa europea –el euro- gozan de una salud envidiable. No se aprecian resquicios que pudiesen llevar al Sistema a una posible crisis financiera grave, y las instituciones monetarias y fiscales europeas parecen mostrar una eficiencia envidiada a nivel internacional. Pero es obvio que esta situación de estabilidad monetaria no es fruto del azar. Muchos años han tenido que pasar desde el Tratado de Roma, para que por fin, el 13 de marzo de 1979, entrase en vigor el Sistema Monetario Europeo (SME), como referente mundial en materia de integración monetaria. El objeto del presente artículo es el análisis y el aprendizaje de los efectos de dicha crisis en la construcción europea.

ABSTRACT

Nowadays, the EMS and the European currency, the euro, have an enviable health. There are no items that could lead the system to a serious financial crisis in the short run and the fiscal and monetary institutions in Europe show high performances and efficiency at international level. But it is obvious that this situation of monetary stability is not casual. Many years had to pass since the Treaty of Rome, until March 13, 1979, when was born the European Monetary System (EMS), as a world leader in the field of monetary integration. The purpose of this article is study the analysis and effects of the crisis with the European integration.

Palabras Clave: Unión Monetaria, Euro, ECU, Cooperación Monetaria.

Keywords: Monetary Union, Euro, ECU, Monetary Cooperation.

Clasificación JEL: B15; F15;

1. INTRODUCCIÓN

La obligación de cumplir las condiciones de convergencia definidas en el Tratado de Maastricht para alcanzar la unión monetaria, desencadenó un proceso de crisis en el Sistema cuyo inicio se fecha en el día en que el pueblo danés decidió no ratificar dicho Tratado. Al mismo tiempo, el proceso de reunificación alemana había llevado al país germano a fuertes presiones inflacionistas, que provocaron una inminente subida de tipos por parte del Bundesbank. Estas decisiones provocaron un creciente ambiente de incertidumbre y falta de confianza en el SME.

A mediados de septiembre de 1992, la libra esterlina y la lira italiana abandonan el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) y la peseta se devalúa un 5%, pero manteniéndose en su banda de fluctuación. Un mes después, la peseta de vuelve a devaluar, pero esta vez acompañada del escudo portugués. Dos meses más tarde, la libra irlandesa se devalúa como consecuencia de la fuerte depreciación a la que estaba siendo sometida la libra esterlina. Pero todo no acaba aquí, ya que en mayo de 1993 la peseta y en escudo vuelven a ser devaluados.

Pero estos no fueron los únicos países que sufrieron ataques especulativos. El franco francés sufrió repetidos ataques a finales de 1992 y en 1993, y las tres monedas escandinavas, el markka finlandés, la corona sueca, y la corona noruega, tuvieron que abandonar su paridad fija con respecto al ecu.

¿Cuáles fueron los detonantes que llevaron a los grandes especuladores financieros a poner en el punto de mira a la vieja y aparentemente estable Europa? La literatura sobre crisis argumenta generalmente que el detonante de la crisis fue el resultado del referéndum en Dinamarca que, acompañado de la subida de tipos por parte del banco central alemán, creó un estado de incertidumbre que fue caldo de cultivo de ataques especulativos.

¿Es esta visión cierta? Es indudable que estos dos hechos fueron fundamentales para el estudio de los acontecimientos que posteriormente se dieron cita. Pero, ¿no pudo ser explicada la crisis por otros factores? Es más, ¿pudo ser evitada la crisis de algún modo?

La hipótesis que pretendo demostrar en este trabajo es que la crisis del Sistema Monetario Europeo fue una crisis financiera precedida por una grave crisis en las políticas de cooperación monetaria. Pretendo poder afirmar que la crisis que sufrió el Sistema tuvo mayor relación con una falta de confianza en la Unión Monetaria por parte de los países pertenecientes al Sistema, que con los ataques especulativos típicos de las crisis financieras.

Para contrastar esta cuestión, en primer lugar realizo un análisis histórico del SME, yendo desde su nacimiento y evolución, hasta el 2 de junio de 1992, fecha del referéndum danés; en segundo lugar, realizo un pormenorizado análisis cronológico del derrumbe del Sistema, adelantando posibles cuestiones a tratar; en tercer lugar, me centro en el estudio concreto de la crisis, analizando los posibles factores que la pudieron ocasionar, así como los diferentes enfoques que se le pueden dar a la misma; por último, presentaré las conclusiones extraídas del texto y la conclusión final del trabajo.

2. ANALISIS HISTORICO DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO (1944-1992)

2.1 De Bretton Woods al nacimiento del Sistema Monetario Europeo (1944-1979)

En 1957, seis países de Europa Central[1] firmaban el Tratado de Roma por el cual se conformaba la Comunidad Económica Europea (CEE) y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (CEEA). Seis años antes, estos mismos países habían firmado el Tratado de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA). La pretensión que estos países tenían con respecto a la CEE era la de propiciar una integración económica que desembocase en un mercado común entre los países firmantes. Sin embargo, no se consideraron etapas de integración, y la mención a aspectos monetarios era aún marginal[2].

A pesar de este inconveniente, ya en 1958, las principales monedas europeas habían alcanzado su convertibilidad[3], lo que propició el desarrollo del comercio internacional y

la aparición de importantes movimientos de capital (González S. y Mascareñas J., 1993, p.10). Pero para definir la convertibilidad de las divisas europeas, es necesario hacer referencia al contexto económico internacional en el que se encontraba en viejo continente después de la segunda guerra mundial.

Nos situaremos en primer lugar después de la devastación creada por la segunda gran guerra del siglo veinte, que hizo necesario establecer un sistema monetario internacional que permitiese el desarrollo económico, comercial y financiero de los países afectados. Es por tanto, en 1944, en el seno de Bretton Woods, donde se intenta poner solución a estos problemas.

De este modo, los pilares sobre los que se asentaría el Sistema Monetario Internacional (SMI) son:

1. un compromiso cambiario: tenía como referencia al oro y estaba basado en la definición de un tipo de cambio fijo del dólar con respecto a dicho metal (35$ la onza de oro). Las demás monedas deberían establecer un tipo de cambio también fijo con respecto a la divisa norteamericana[4].
2. el Fondo Monetario Internacional: fue creado en 1945 con la responsabilidad de fijar las paridades de cada moneda nacional respecto al oro y al dólar, garantizar el libre comercio multilateral a través de la convertibilidad exterior de las diferentes monedas, y facilitar recursos financieros a los miembros que lo necesitasen, manteniendo el nivel de liquidez adecuado.

A continuación nos situamos dentro del marco de la CEE, donde no hubo que esperar mucho para que surgiesen las primeras voces que exigieran la Unión Monetaria Europea. Así, las escasas referencias a aspectos referidos al ordenamiento monetario comunitario en el Tratado de Roma, empujaron al Profesor Triffin a presentar un plan detallado dirigido a conseguir tanto esta Unión[5], como una moneda común.

Como consecuencia, en diciembre de 1962 se presenta el *Programa de Acción de la Comunidad durante la segunda etapa del Mercado Común*. Pero un año antes, la Comisión había expresado ya la necesidad de una coordinación monetaria, debido a que en ese mismo año, tanto Francia como Alemania habían modificado los tipos de sus respectivas monedas sin consulta previa al resto de los miembros de la Comunidad.

Pero hasta la aparición del Plan Barre, y más tarde del Informe Werner en 1968, las cuestiones monetarias se empantanan debido a que la atención comunitaria se encontraba centrada en el desarrollo de la que posteriormente se denominaría Rúbrica Primera de la Unión Europea, esto es, la Política Agrícola Común, y en la fijación de los precios agrícolas en Unidades de Cuenta Europea. Estos dos Planes de acción comunitaria marcarían el camino para extender las acciones comunes hasta el ámbito de lo monetario mediante un acuerdo destinado a reducir las fluctuaciones en los tipos de cambio de las monedas, y a crear un mecanismo de cooperación entre los Bancos Centrales de los Estados miembros[6].

Sin embargo, a mediados de 1969, de nuevo el gobierno francés y el alemán modifican el tipo de cambio de sus monedas sin consulta previa al resto de los socios[7]. Esta decisión provocó cierto grado de inestabilidad, y llevó a la creación de los denominados Montantes Compensatorios Monetarios. La necesidad de estabilidad comunitaria se hacía patente, y en diciembre de este año, en la cumbre de La Haya, el Canciller Willy Brandt propone la creación de la Unión Económica y Monetaria, a alcanzar en dos etapas:

1. armonización de las políticas económicas a corto plazo y, posteriormente,
2. la creación de un Fondo Europeo de Reservas.

Se plantean, asimismo, los objetivos finales de este proyecto, centrados fundamentalmente en la plena libertad de movimientos de capital y la fijación definitiva de los tipos de cambios. Para llevarlos a cabo, el 22 de marzo de 1971, el Consejo aprueba el Informe Werner, que incluía la armonización de las políticas económicas y la integración monetaria. Es decir, una Unión Monetaria por etapas.

De este modo, surgió la Serpiente Monetaria Europea, cuyo funcionamiento se vio tempranamente truncado por la crisis económica internacional que imperaba. El SMI mostraba sus deficiencias derivado del hecho de que en la base estaba el dólar americano como única moneda de referencia con respecto al oro. En este contexto, los norteamericanos se debían enfrentar a grandes gastos ocasionados por la guerra de Vietnam, que junto a la obligación de facilitar la suficiente liquidez al SMI para su

correcto funcionamiento, creó un clima de desconfianza internacional debido al exceso de liquidez del sistema. Por otro lado, el gobierno francés se enfrentaba a las consecuencias socio-políticas de mayo del 68, originando una crisis de confianza en el franco, y el Reino Unido se intentaba reponer de las alteraciones sufridas por la libra esterlina, derivadas de las guerras de independencia de sus colonias africanas.

Todas estas cuestiones alimentaron el deterioro del Sistema Monetario ideado en Bretton Woods, y llevaron a la firma, en 1971, del Acuerdo de Washington, que concluye con la no convertibilidad del dólar en oro y la ampliación de los márgenes de fluctuación, que pasaron del ±1% al ±2,25%[8]. Dicha modificación supuso también una ampliación del margen de fluctuación de la Serpiente Monetaria Europea, que pasó del ±1% al ±2,25%[9].

No obstante, la estabilidad cambiaria de las diferentes divisas europeas era difícil de mantener debido a las restricciones y exigencias de la "serpiente monetaria" y a la inestabilidad generada por el Acuerdo de Washington. En consecuencia, la mayoría de las monedas comunitarias abandonaban intermitentemente el sistema (ver Tabla 1), creando amplios márgenes de incertidumbre en lo relativo a la creación de una unión monetaria en el seno de Europa. Por este motivo, y para intentar paliar los problemas de coordinación monetaria, se crea en la Cumbre de París el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM).

Pero a pesar de todo, hay que esperar hasta diciembre de 1978 para que el Consejo Europeo, reunido en Bremen, diera *luz verde* al segundo intento de aproximación a la unión monetaria en Europa, el Sistema Monetario Europeo (SME), que entró en vigor el 13 de marzo de 1979.

2.2 Hacia una Unión Monetaria Europea (1979-1992)

El SME inicialmente se desarrolló sobre los dos elementos de la experiencia anterior. En primer lugar, la fijación de una banda de fluctuación del +2,25% para el tipo de cambio bilateral de todas las divisas implicadas en el sistema (con la posibilidad adicional de establecer alternativamente una banda del +6%). Y, en segundo lugar, el afianzamiento de los mecanismos de cooperación monetaria acordados en el seno del FECOM. A estos dos elementos se añadió el ECU (European Currency Unit), auténtica novedad del SME

y antecedente inmediato del euro (Nieto Solís, 2001, p.145)[10] .

Consecuentemente, el SME fue configurado como un elemento de cohesión para la búsqueda de convergencia y una zona de estabilidad monetaria. Su gestión fue bastante coordinada a pesar de los numerosos ajustes que acontecieron desde su creación hasta comienzos de 1987 (ver Tabla 3). Pues éstos se llevaban a cabo como medidas defensivas ante las tensiones que se producían tanto en el seno del SME, como en la economía internacional.

Dentro de estas últimas, el primer problema con el que se tuvo que enfrentar el Sistema fue la segunda crisis petrolífera. Debido a esta cuestión, los términos de intercambio de los diferentes países de la CEE se vieron deteriorados, provocando déficits por cuenta corriente y alzas inflacionistas. Pero el efecto fue heterogéneo en función de la dependencia del país con respecto al petróleo, y del mismo modo, los países que seguían políticas anti-inflacionarias supieron enfrentarse con mejor suerte a estos problemas. Pero indistintamente, el resultado fue un incremento de las divergencias entre los países y un acentuamiento de las tensiones en el SME.

Como consecuencia de esta crisis internacional, el dólar sufrió una devaluación en verano de 1979, lo que provocó una serie de variaciones en los tipos de cambio dentro del Sistema. Sin embargo, serán los diferenciales de inflación entre los países lo que provocará una tormenta de ajustes que durará hasta bien entrado enero de 1987 (ver Tabla 3). Este hecho llevará a los dos primeros reajustes globales en las paridades de las siete monedas integrantes. La primera, el 21 de marzo de 1983, tuvo como objetivo la búsqueda de una mayor convergencia económica. La segunda, el 20 de julio de 1985, tuvo como objetivo la eliminación de los diferenciales de la economía italiana y la reducción de su déficit comercial.

Paralelamente, en el viejo continente se continuaba debatiendo sobre la aproximación de las políticas económicas y monetarias de los estados miembros. Así, el Acta Única entró en vigor el 12 uno de julio de 1987, constituyendo el instrumento legal que permitiría a la CEE la consecución el 1 de enero de 1999 de un mercado europeo sin fronteras.

Posteriormente, en septiembre de 1987, se acordó el reforzamiento técnico del SME basado en:

1. un incremento de las intervenciones por parte de los bancos centrales para sostener la cotización de las divisas débiles antes de alcanzar los límites máximos o mínimos previstos por el compromiso cambiario.
2. la mayor flexibilización en la concesión y devolución de los créditos a muy corto plazo.
3. la fijación reuniones mensuales de los doce Gobernadores de los bancos centrales.

Pero con todo, hay que esperar hasta abril de 1989 para que se proponga la materialización de la Unión Monetaria Europea (UME). En esta fecha se da a conocer el informe Delors[11], el cual propone la materialización en tres etapas de duración indefinida, refiriéndose a la UME como la total e irreversible convertibilidad de las monedas, la completa libertad de los movimientos de capitales en unos mercados financieros completamente integrados, y la existencia de unos tipos de cambio irrevocablemente fijos[12]. Finalmente, es en marzo de 1990, cuando el informe Delors es aprobado por la Comisión, permitiendo que la UME continúe su curso, excepto en lo referente a la propuesta sobre normas uniformes obligatorias en materia de política presupuestaria.

Pero antes de esta aprobación, dos sucesos provocaron las primeras reacciones institucionales ante este informe. En primer lugar, los sucesos ocurridos durante la segunda mitad de 1989 en Europa del Este, y en segundo lugar, las discrepancias en materia de integración monetaria entre Reino Unido y el resto de los miembros de la CEE. A pesar de estos hechos, en la reunión del Consejo en Roma de finales de 1990, los países miembros de la Comunidad (excepto Reino Unido) decidieron iniciar la segunda etapa de la UME el 1 de enero de 1994.

Para concluir, en diciembre de 1991, los jefes de Estado de los diferentes países miembros de la CEE se reúnen en la ciudad holandesa de Maastricht para llegar a un acuerdo sobre las condiciones necesarias para llegar a una definitiva UME. Los resultados que se obtienen son:

1. el establecimiento de una serie de requisitos de convergencia que todos los países de la Comunidad deberían cumplir para adherirse a la unión monetaria[13],
2. la creación del Banco Central Europeo (BCE), con el objetivo de mantener la estabilidad de precios y ser políticamente independiente y,
3. previa aprobación por los doce Estados miembros, la CEE pasa a denominarse Comunidad Europea (CE).

Pero la obligación de cumplir los requisitos de convergencia y de este modo alcanzar la unión monetaria, llevaron al SME a un proceso de crisis financiera, cuyo punto de origen se sitúa en el 2 de junio de 1992, día en el que el pueblo danés votó "no" en el referéndum de ratificación del Tratado de Maastricht.

3. ANALISIS CRONOLOGICO DEL DESPLOME DEL SME (1992-1993)

3.1 Junio y julio de 1992.

Las tensiones en el mercado de cambios extranjero se incrementaron debido al resultado del referéndum danés, lo que llevó a la lira italiana al punto de mira de los especuladores financieros. Las reservas oficiales en moneda extranjera italianas se habían ido reduciendo progresivamente desde febrero, y en junio, las salidas de reservas se incrementaron sorpresivamente llegando a niveles muy preocupantes. Al mismo tiempo, los precios en liras cayeron, primero en el mercado de futuros, y luego en el mercado del dinero. El ataque de los mercados internacionales sobre la
Lira italiana era evidente[14].

En julio, se produce un hecho que pondría más en entredicho la capacidad de unificación monetaria de la CE. Los bancos centrales del G3 envían un mensaje bastante explícito a los mercados internacionales: no se podrá llevar a cabo la más leve coordinación de políticas internacionales en las actuales circunstancias. Las prioridades nacionales en la adopción de decisiones monetarias dictaminaron la adopción de políticas monetarias divergentes en Washington, Frankfurt y Tokio, y tres ajustes consecutivos de los tipos de descuento de estos países se llevaron a cabo a lo largo de este mes[15].

Con los diferenciales de interés a corto plazo por encima de los seiscientos puntos básicos, los inversores perdieron su interés por el mercado norteamericano, desprendiéndose de dólares para invertir en el mercado de activos alemán. De este modo, se mejoraron las tensiones que habían estado acuciando al SME desde un mes antes. Pero también en julio, se intensificaron las salidas de capitales de las reservas en moneda extranjera de Italia después de que un incremento del impuesto sobre patrimonio en los depósitos fuera asociado con el desafortunado anuncio por parte del Estado Italiano de que no se haría cargo de las deudas derivadas de la situación de bancarrota del holding empresarial Ente *Partecipazione e Finanziamiento Industria Manifatturiera* (EFIM)[16] .

3.2 Agosto de 1992.

En el plano Comunitario, el nivel de crisis llegó a su primera cima a finales de agosto. El 25 de este mes, el tipo de cambio del dólar americano con respecto al marco alemán era de 1.4, un mínimo histórico. La caída del dólar fue acompañada por la libra esterlina, la cual ese mismo día sobrepasó levemente el suelo del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC). Y el 28 de agosto, la lira italiana acompañaba a la libra esterlina tocando también el suelo del MTC, mientras fuera del mercado de divisas, nuevos mínimos se alcanzaban en las bolsas de valores, incluida la alemana.

Como posible explicación a estos primeros problemas acontecidos en el MTC, algunos políticos y observadores europeos piensan que fue debido principalmente a la crisis del dólar. La economía estadounidense se encontraba debilitada por los intentos de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal para bajar los bonos a largo plazo a través de restricciones en los tipos a corto plazo, y por la ausencia de interés por parte de los dos candidatos presidenciales, Bush y Clinton, en lo relativo al destino de su moneda nacional.

Como se cuestionan en su libro Buiter, Corsetti y Pesenti (1998, p.55): ¿podemos culpar o hacer responsables a la libra esterlina, la peseta o la lira italiana de algún tipo de desequilibrio fundamental o desalineamiento significativo?. En vistas de la actitud estadounidense con respecto al mercado internacional y al equilibrio de su moneda, la estabilidad del MTC era sólo posible a través de un acto de pura y fervorosa fe.

3.3 Septiembre de 1992.

Con el propósito de reforzar su compromiso en la defensa de la posición de la libra esterlina en el MTC, el Banco de Inglaterra mejoró su capacidad para resistir ataques especulativos mediante la reposición de su stock de reservas internacionales[17].

3.3.1.Reunión de la CE en Bath.

El 5 y 6 de septiembre, los ministros de finanzas y los gobernadores de los bancos centrales de los países miembros de la CE, se reunieron en la ciudad de Bath. Aunque en el programa de este encuentro no se encontraba oficialmente el tratamiento de los problemas que acontecían en el SME, esta reunión de altos mandatarios se convirtió en una plataforma de protesta contra los altos tipos de interés del gobierno alemán[18]. Como respuesta a estas quejas, el presidente del Bundesbank advirtió la posibilidad de un realineamiento general en el sistema como condición previa para una modificación de los tipos de interés del Bundesbank. Pero aparentemente, a ninguno de los allí presentes pareció interesarles la propuesta. La reunión llegó a un punto muerto y el único resultado que se obtuvo por parte del presidente del Bundesbank fue que bajo las presentes circunstancias, su banco no veía razones para seguir incrementando los tipos de interés[19].

3.3.2 Crisis de tipo de cambio en Escandinavia.

Durante los ochenta, los países nórdicos habían decidido anclar su tipo de cambio al ECU, no solamente para importar la estabilidad de precios de Alemania sino también para reforzar las oportunidades de su aplicación. Debido a esta medida de política monetaria, fueron estos países los primeros que sufrieron ataques especulativos.

Estas consecuencias se observaron primero en Finlandia, país que no era miembro del MTC, ni de la UE, pero que había decidido anclar su tipo de cambio al del ECU. La debilidad del markka se hizo patente, y llevó en noviembre al Banco de Finlandia a una devaluación del mismo en un 21 12%. Previamente, el 8 de septiembre, el banco central de Finlandia, casi sin reservas e incapacitado para tolerar un mayor incremento en los tipos a corto plazo por encima del -en ese momento- 14%, se vio forzado a poner el markka en flotación.

La profundidad de la caída de la divisa finlandesa implicaba grandes ganancias potenciales si otras divisas europeas en situación de debilidad respondían de manera similar. Los operadores miraron en primer lugar hacia Suecia, cuya situación se asemejaba en cierta medida a la de su vecino nórdico. Pero la reacción Sueca a la crisis de su vecino fue en dirección opuesta. Por dos veces en pocas horas, el Riksbank incremento el tipo marginal de préstamo en un 75%. Al mismo
tiempo, se comprometió con un préstamo en moneda extranjera, doblando su stock de reservas oficiales.

Este hecho provocó un movimiento de la ola especulativa hacia el sur y el oeste del continente. Dentro del MTC, la lira y la libra esterlina llegaron a los límites inferiores de la zona de fluctuación, sufriendo la primera, finalmente, una salida de las bandas unos días más tarde -a pesar de las grandes ventas realizadas de marcos alemanes.

Realizando un análisis del contexto económico que se daba cita en ese momento, por encima de todos los acontecimientos que se dieron cita en la crisis de Escandinavia, dos fueron los que más llamaron la atención a los observadores:

1. En primer lugar, después de la crisis de Finlandia, el markka se depreció con respecto al marco alemán en más de un 13%, mostrando la presencia de un amplio diferencial entre los datos oficiales y las creencias del mercado. Los gobiernos de los países del SME no pudieron disimular por más tiempo la desagradable posibilidad de que las tensiones especulativas reflejasen la valoración de los mercados en términos de desequilibrios fundamentales en los tipos de cambio reales dentro de la CE.
2. Si George Soros y sus emuladores estaban esperando un realineamiento en pocas semanas, o quizá días, sólo un incremento en los más relevantes tipos de interés hubiese podido limitar el incentivo de tomar las divisas débiles para realizar ataques especulativos.

3.3.3 Una propuesta para un realineamiento coordinado.

Al final de la segunda semana de septiembre, el Banco de Italia y el Bundesbank se vieron forzados a reconocer la insostenibilidad de la actual paridad de la lira. Los dos países presentaron una propuesta que incluía un revaluación del marco en un 3.5%, junto

con una devaluación de un 3.5% de la lira[20]. Por su lado, el Bundesbank accedería a recortar los tipos de interés en, probablemente, cien puntos básicos. La magnitud de este recorte es claramente significativo debido a que era una pieza clave para las divisas incluidas en el MTC y su posible realineamiento (especialmente para la libra y la peseta)[21].

3.3.4 El realineamiento de la lira.

La lira había sido la única divisa que se había devaluado con respecto al marco alemán. Para posibilitar un nuevo realineamiento de la divisa italiana, el Bundesbank anunció una disminución de los tipos de interés. Y así, el 14 de septiembre se rebajó el tipo de descuento en un 0.50% y el tipo Lombardo en un 0.25%, alcanzando el 9.50%.

Este anunció encontró reacciones muy diversas. En el plano financiero se produjo una efímera apreciación de la libra esterlina, que fue seguida por la lira[22]. Pero fuera del MTC, el banco central sueco recortó el tipo marginal de préstamo de un 75% a un 20%, lo que ocasionó que en menos de 24 horas, la lira se saliese de su banda de fluctuación, esta vez seguido por la libra esterlina. La venta de libras en el mercado se intensificó y los únicos residuos que quedaban vacilantes dentro del sector financiero privado se desvanecieron cuando el diario económico alemán Handelsblatt anunció que el presidente del Bundesbank había comentado que no descartaba la posibilidad de que incluso después del realineamiento y el recorte de tipos de interés alemán, una o dos divisas podían caer bajo presión después del Referéndum francés.

A pesar de todo, el gobierno británico y el Banco de Inglaterra dudaron en elevar las tasas de interés, aparentemente por temor a que aumentos adicionales agravaran el desempleo e incitaran a una rebelión entre los diputados conservadores, los cuales veían un incremento en los tipos como una inequívoca señal al exterior de debilidad. De esta manera se incrementaba la tensión en la economía interna y en el MTC, que finalmente provocó una pérdida de reservas del Banco de Inglaterra calculadas en aproximadamente 15 billones de dólares, es decir, cerca de un 58,6% del total de sus reservas[23].

3.3.5 El miércoles negro.

Al 16 de septiembre de 1992 se le conoce con el sobrenombre de “Miércoles Negro” en

Inglaterra, debido a la herida en el orgullo provocada en las autoridades monetarias británicas por los hechos que acontecieron en esa fecha. En la mañana, el Banco de Inglaterra incrementó los tipos mínimos de préstamo de un 10% a un 12%. Unas horas más tarde se anunció un nuevo incremento de un 15% que nunca se llevó a cabo[24]. Como consecuencia, la libra cerró ese día en Londres por debajo de su suelo de fluctuación permitido, y por la tarde, el Banco de Inglaterra 26 anunció una retirada temporal de la libra esterlina del MTC. En la noche de ese mismo día, Italia siguió a Gran Bretaña fuera del Sistema, mientras la peseta se devaluaba en un 5%, pero permaneciendo dentro de los límites de fluctuación. Fuera del MTC, el Banco Central Sueco, luchando contra viento y marea, empujó los tipos marginales de préstamo más allá del espectacular nivel del 500% (tipo anual).

El día después del Miércoles Negro, todas las monedas que habían conseguido sobrevivir a los ataques especulativos se encontraban cerca de sus límites mínimos de fluctuación. El Banco de Inglaterra validó a posteriori las expectaciones del mercado, llevando de nuevo el tipo mínimo de préstamo al 10%. Mientras, el Banco de Irlanda siguió la receta sueca, y el 18 de septiembre elevó de la noche a la mañana los tipos en un 300% (tipo anual)[25].

3.3.6 El franco francés en el punto de mira.

El 20 de septiembre, el pueblo francés dijo "sí" en el Referéndum del Tratado de Maastricht. El resultado fue muy ajustando, venciendo la decisión pro-Maastricht con sólo un 51.1%. No obstante, los ataques especulativos sobre el franco francés -junto con la libra irlandesa, la peseta y el escudo- se intensificaron a pesar del resultado pro-europeísta del Referéndum.

Los dos países que habían dispuesto sacar sus monedas del MTC no mostraron ningún tipo de interés en volver al Sistema, y de hecho, el 21 de septiembre Italia anunció que la lira no estaba preparada para volver al MTC en un futuro cercano. Un día después, Inglaterra recortaba el tipo mínimo de préstamo hasta un 9%.

Así, el 23 de septiembre, se lanzó un duro ataque contra el franco francés que no tuvo éxito. El banco de Francia había subido los tipos de interés hasta alcanzar el 13%,

mientras el Bundesbank intervenía en ayuda del franco. En la semana que concluye el 23 de septiembre, el banco central francés gastó 32 billones de dólares en la defensa del franco.

3.3.7 La búsqueda de estabilidad en período de turbulencias.

La búsqueda de una posición fiscal fuerte pareció dominar el debate de la mayor parte de los miembros del SME durante las siguientes semanas. En particular, Italia dio pasos concretos para llevar a cabo un ambicioso proyecto de reforma económica, la cual incluía una contención del déficit presupuestario, privatizaciones de empresas estatales, y la estabilización de la lira. Del mismo modo, también se anunciaron fuertes políticas fiscales en Portugal y Finlandia.

3.4 El último cuarto de 1992.

La tensión en los mercados financieros pareció disiparse entre octubre y noviembre. Los controles de capital españoles se aplicaron a partir del 5 de octubre, y los tipos de interés principales se ajustaron a la baja[26]. Pero este período de relativa tranquilidad se vio interrumpido por otra crisis financiera, que esta vez comenzaba en el norte del continente europeo. El 19 de noviembre, el Riksbank incrementó el tipo marginal de préstamo hasta un 20% en un nuevo intento de defensa de la corona sueca frente a presiones especulativas. Sin embargo, esta vez el resultado no fue el mismo que en anteriores ocasiones, y después de unas cuantas horas, el banco central sueco decidió poner en flotación la corona y rebajar su tipo principal al 12.5%[27].

El impacto en el cada vez más debilitado SME fue inmediato. El 22 de noviembre, España y Portugal anuncian una devaluación del 6% de la peseta y el escudo, respectivamente. Para defender la libra irlandesa, el banco de Irlanda incrementó los tipos en un 100% (tipo anual) entre el 26 de noviembre y el 2 de diciembre. Y finalmente, el 10 de diciembre otra divisa escandinava capituló ante los ataques especulativos. La corona noruega se puso en flotación y el banco central noruego rebajó sus tipos de préstamo en 5 puntos porcentuales.

3.5 Primer cuarto de 1993.

En estos meses, los períodos de tensión y relajación se fueron alternando. El 4 de enero,

el franco francés fue empujado de nuevo cerca del suelo del MTC, llevando al Bundesbank y al Banco de Francia a cooperar conjuntamente en la defensa del franco. Por su parte, la libra irlandesa se encontraba bajo presión a principios de enero, y para su defensa el banco central irlandés tuvo que subir de nuevo los tipos de interés. A pesar de todo, el 30 de enero la libra irlandesa fue devaluada en un 10% [28] .

En este mes, Alemania y Francia anunciaron planes de cooperación cambiaria, y el ministro danés de asuntos exteriores anunciaba que su prioridad era asegurar el "sí" en el próximo Referéndum para secundar Maastricht. También en este mes, el banco central holandés anunció que durante la crisis había vendido 400 lingotes de oro, equivalentes a un cuarto de sus reservas totales de este metal. Finalmente, la materialización del recorte de los tipos de interés en el país germano llegó el 18 de marzo, después de la firma del tan esperado pacto de solidaridad[29]. Este nuevo recorte en los tipos alemanes en medio punto porcentual evitó una posible crisis financiera que había podido ser provocada por el resultado del Referéndum francés del 28 de marzo.

3.6 Segundo cuarto de 1993.

En abril, algunos tipos de interés importantes fueron rebajados. Desde el simbólico recorte del tipo de descuento alemán hasta el 7.25%, a ajustes más sustanciales como las intervenciones francesas en sus tipos. En el caso de Irlanda, los tipos importantes alcanzaron, tras varios recortes, el 9%.

Pero estos signos de optimismo fueron pronto dejados de lado por una nueva aparición de entusiasmo especulativo. El 27 de abril, la peseta fue empujada hasta el nivel más bajo de cotización contra el marco alemán desde que entró en el SME[30]. La bajada de los tipos de interés por parte de Alemania hasta un 7.75% evitó otra devaluación de la divisa española. Por esta cuestión, se pospuso una posible realineación, debido a que el Banco de España se veía incapacitado para resistir las olas de venta especulativa contra la peseta, ya que andaba escaso de reservas[31]. Finalmente, el 13 de mayo, después de una serie de fuertes ataques contra la peseta, el banco central español abandona la defensa de la banda del MTC y pide un nuevo realineamiento, el tercero desde que comenzase la crisis. La peseta se devalúa en un 8%, y rápidamente se produce una devaluación gemela de un 6.5% de la divisa portuguesa, el escudo.

A pesar de todo, llegaron buenas noticias de Dinamarca, pues el 18 de mayo, en el segundo referéndum nacional sobre la aceptación del Tratado de Maastricht, el pueblo danés dio el "sí" definitivo. Desaparecía, de este modo, un obstáculo para la ratificación del Tratado por el pueblo británico. Parecía por lo tanto, que se volvía a un período estable materializado en una espectacular caída de los tipos de interés franceses, que llegó a su punto álgido el 21 de junio, cuando el tipo de intervención se rebajo a un 7% -por debajo incluso de su contraparte alemán por primera vez en 26 años-. Otros recortes fueron llevados a cabo por los diferentes bancos centrales, consiguiendo de esta manera una sustancial convergencia en los tipos a corto plazo europeos, a pesar de las enormes disparidades existentes en los de largo plazo.

3.7 Agosto de 1993.

Pero este período de tranquilidad financiera no duró demasiado, y a mediados de julio el SME estaba de nuevo bajo presión. El franco francés fue llevado ligeramente por debajo de su piso del MTC y, por primera vez en seis semanas, los tipos de mercado del dinero franceses se encontraban por encima de sus contrapartes alemanes[32]. Esta situación presionó al gobierno a no incrementar las tasas de interés para defender al franco y llevó al gobierno alemán a reducir sus tasas a fin de apoyar al vecino galo. Por este motivo, el 14 de julio el franco se aproximó a la máxima divergencia permitida frente al marco alemán, dando lugar a ventas masivas de francos que tuvieron su contrapartida en compras igualmente masivas del Banco de Francia[33]. Como consecuencia, las reservas del Bundesbank se habían incrementado en 40 billones de marcos alemanes -alrededor del 33%.

Las tensiones también llegaron a Dinamarca, forzando a su banco central a incrementar los tipos de interés. Pero ni siquiera esta decisión desalentó a los especuladores, que el 30 de julio de ese año condujeron a todas las divisas del SME al límite de sus bandas de fluctuación contra el marco -con la única excepción de la libra irlandesa-. Después de una reunión de emergencia en Bruselas, se anunció una profunda modernización del MTC el 1 de agosto, acordándose una ampliación del tamaño de las bandas, que pasó de un 4.5% a un 30% (15% para cada lado de la inalterada paridad central). La única excepción admitida fue el tipo de cambio entre el marco alemán y el florín holandés, el

cual se mantuvo en los mismos términos de fluctuación. Finalmente, el 3 y el 4 de agosto, el Bundesbank anunció algunos recortes menores en los tipos de interés.

3.8 Una banda más ancha: ¿mayor flexibilidad?

Con todo, las tensiones financieras no concluyeron, y de nuevo todas las divisas implicadas en el nuevo MTC, excepto el florín holandés, se depreciaron dentro de la banda ancha. Sin embargo, antes del final de 1993, la máxima depreciación con respecto al tipo central fue como máximo de 6.95% para el franco belga, 8.93% para la corona danesa, 5.7% para el franco francés, 4.37% para la libra irlandesa, 4.94% para el escudo portugués, y 5.77% para la peseta española. Así, a finales de 1993, la mayoría de las divisas se encontraba cerca, o bien por encima, de su tipo de cambio central. Fue a partir de ese momento, cuando la agitación en el mercado de divisas se apaciguó.

4. INTERPRETACIÓN DE LA CRISIS.

No solamente Finlandia sufrió problemas de competitividad externa con la decisión de establecer su tipo de cambio fijo con banda de fluctuación. Otros países europeos, como Italia y Reino Unido también lo sufrieron. Como en el caso de cualquier estabilización basada en el tipo de cambio, no solamente la inflación actual, sino también los efectos acumulados del pasado fueron incorporados al nivel de precios, creando problemas de sobrevaluación. Puesto que la inflación se estabilizo más lentamente que el tipo de cambio, las tasas de interés tendieron a bajar también de forma muy pausada. Como consecuencia directa de lo anterior, los inversionistas obtenían préstamos en lugares donde los tipos de interés eran bajos (Japón, Estados Unidos) e invertían donde las tasas de interés eran elevadas (Europa), esperando que estos capitales produjeran ganancias en un futuro cuando las tasas de interés bajasen. Consiguientemente, la entrada de recursos alimentó el otorgamiento de préstamos bancarios y la expansión del crédito interno, retrasando y maquillando los problemas financieros, pero alimentando, de modo paralelo, las dudas sobre la estabilidad del tipo de cambio fijo.

No obstante, el caso de Gran Bretaña es diferente, ya que este país entró en el SME con un tipo de cambio muy alto y difícil de mantener. Los índices de inflación eran elevados,

pero la libra esterlina se había apreciado debido al crecimiento macroeconómico del país. Por otro lado, altos índices de desempleo afectaban a todo el continente y este país no se escapaba de las repercusiones sociales que este provocaba en la masa social. Debido a esta cuestión y a la recesión que afectaba a determinados países, se empezó a cuestionar la posibilidad de que los bancos centrales fueran capaces de soportar un ataque especulativo[34].

Además, dentro del Tratado de Maastricht, se exigía a los países criterios de convergencia en lo relativo a la estabilización de los tipos de cambios y la participación en el SME. Esto es, un compromiso monetario suficiente en defensa de sus monedas. Pero el resultado del referéndum del 2 de junio danés, puso en entredicho esta restricción. Si no había una Unión Monetaria por la que luchar: ¿era rentable cumplir los estrictos requisitos de convergencia establecidos en Maastricht? Los mercados financieros rápidamente sacaron sus propias conclusiones y comenzó la carga contra las divisas que mayor debilidad aparentaban. La primera víctima fue la lira italiana.

En Italia, los problemas de competitividad se habían acumulado como resultado de una inflación crónica. A pesar de que la lira no se había desviado de su banda del SME desde que esta se estrechó de 6% a 2.25% -enero 1990-, su paridad cayó hasta el límite inferior de fluctuación. Para intentar solventar este problema, el Banco de Italia elevó los tipos de interés, pero los mercados internacionales estaban más preocupados por el aumento del servicio de la deuda, lo que ocasionó que esta medida de compromiso no tuviese el éxito esperado.

Paralelamente, a medida que se iba acercando la fecha del referéndum francés, las tensiones se incrementaban debido a que no se podía predecir cuál sería la evolución del SME, y por extensión, de una posible unión monetaria, si otro país dijese “no” al Tratado de Maastricht. Debido a este contexto tan adverso, la libra esterlina cae a finales de agosto, y la lira se le une pocos días después. De ahí que se haga necesario organizar una respuesta coordinada entre los países integrantes del SME. Como medida de urgencia, se habla de un realineamiento de todas divisas europeas mediante una devaluación de todas las monedas excepto el marco alemán y el florín holandés[35], junto con una reducción de las tasas de interés en Alemania. Con este propósito, se realiza la reunión del ECOFIN en

Bath. Pero el fracaso es rotundo, ya que Alemania se niega a bajar los tipos de interés, y España, Francia y Reino Unido rehúsan a devaluar sus monedas para no verse afectados por el caso italiano.

Como acertadamente comenta Eichengreen (Eichengreen, B., 2000, p.304-305), los tipos de cambio fijos en Europa eran frágiles, debido a una combinación de desequilibrios macroeconómicos y de debilidades estructurales. Los gobiernos y los bancos centrales tenían una capacidad limitada para defender sus monedas, y además el proyecto de la unión monetaria tenía perspectivas inciertas. No es sorpresa, visto en retrospectiva, que los especuladores en divisas voltearan su atención al SME y que sus embates finalmente tuvieran éxito.

Dado el aura de inevitabilidad que rodea a esta episodio, es importante recalcar que, en ese momento, este resultado parecía muy lejos de ser algo seguro. Muchos años habían pasado desde que habían sido cambiadas las paridades en el MTC, y con o sin el referéndum danés, el compromiso de la unión monetaria continuaba dando forma a las decisiones oficiales. Pero al analizar los indicadores de las expectativas del mercado -ya sean del mercado de futuros, las medidas de la tendencia ajustada de las expectativas de realineamiento, o las probabilidades de
realineamiento derivadas de los precios de las opciones-, estos sugieren que hasta las semanas inmediatas previas a la crisis, no se concedía una probabilidad significativa al realineamiento.

Llegados a este punto cabe preguntarse: ¿cuáles fueron realmente las causas de la crisis del SME?. Varias son las argumentaciones esgrimidas por los diferentes autores, y no se deciden los subsiguientes trabajos realizados acerca de la pertenencia de esta crisis a los modelos de primera, o bien a los de segunda generación. Sin embargo, lo que sí queda patente es que tres son los factores en los que los diferentes estudiosos del tema han coincidido a la hora de analizar esta crisis: la competitividad externa (cuenta corriente), la cuenta de capital y los tipos de cambio fijo.

4.1 Una crisis de la cuenta corriente.

Las políticas de estabilización con apoyo en el tipo de cambio tiende a agravar los

problemas de competitividad. Esta hipótesis es importante, teniendo en cuenta que varios países, como Italia y España, habían seguido políticas desinflacionarias basadas en el tipo de cambio. Teniendo en cuenta esta hipótesis, aun cuando sea posible alcanzar la estabilidad de precios mediante la fijación de un tipo de cambio, es muy probable que la inflación tarde en igualarse al nivel que prevalece en el que país que funciona como *ancla*. En el caso de Europa, además de los problemas derivados de mantener unos tipos de cambio fijos, los diferentes países se enfrentaron a los efectos derivados de los incentivos fiscales. En consecuencia, los déficit como proporción del PIB se incrementaron en la mayor parte de los países (ver Tabla 5), con las excepciones de Austria (con el índice más bajo) y Alemania, y España y Portugal –países, estos últimos, que contaban con índices bastante elevados.

Otro problema adicional que tuvieron que sufrir los países integrantes del SME fue la depreciación del dólar[36], que mermó la competitividad de las divisas europeas. Los países más afectados fueron aquellos cuyas divisas presentaban mayor debilidad. En este sentido, es importante volver a destacar el efecto que la bajada de tipos estadounidense tuvo en el mercado europeo.

¿Podemos hablar entonces de una sobrevaluación generalizada de las divisas del SME? Resulta difícil no hacerlo bajo estas circunstancias coyunturales. Así, realizando un análisis más riguroso sobre los índices de precios sobre los que se apoyan las estimaciones de competitividad, podemos apreciar que estos muestran movimientos muy pequeños[37]. Pero al analizar los costos unitarios relativos de la mano de obra, podemos obtener más información en la medida en que los servicios laborales no son comerciales (ver Tabla 6). En el caso de Italia, los costos unitarios de trabajo con respecto a otros países europeos se incrementaron en un 7% en el período que va desde la creación del nuevo SME hasta el inicio de la crisis. En el caso de España, el incremento es del 7.5%. Portugal y Suecia también sufrieron incrementos, así como el Reino Unido[38]. Pero estos datos no muestran una evidencia real de sobrevaluación en ningún país europeo más. Esto nos da una idea importante acerca del hecho de que fueran Italia, España, Gran Bretaña y Suecia, cuatro de los primeros países en sufrir ataques especulativos. Pero por otro lado, nos muestra también la necesidad de continuar investigando las causas de esta crisis a través de otros factores complementarios.

De esta manera llegamos a otro de los factores argumentados a la hora de analizar esta crisis: la reunificación alemana de finales de los 80. En este contexto, el presidente alemán había prometido no elevar los impuestos para financiar los costes de la reunificación[39]. Al mismo tiempo, se incrementó el gasto en seguro de desempleo y en pensiones para los residentes del *este* , así como los gastos en infraestructura y en limpieza del medioambiente. Como consecuencia, la demanda agregada de Alemania aumento, incrementando el déficit presupuestario y generando presiones inflacionistas[40]. Esta última secuela alimentada por un incremento en los salarios. Para reducir estas presiones, al Bundesbank no le quedó más remedio que incrementar los tipos de interés[41].

¿Puede, por lo tanto, la reunificación alemana ser el eje fundamental que explique la secuencia en la que se produjeron los eventos? Los subsiguientes acontecimientos tuvieron lugar en el contexto económico alemán nos ilustran una posible respuesta. Así, aún cuando el Bundesbank propuso un incremento de los tipos de interés con la esperanza de que el gobierno alemán aplicara una restricción fiscal para solucionar los problemas ocasionados por el incremento de demanda agregada, el banco central alemán incrementó los tipos para luchar contra la aceleración de la inflación, sin prestar interés a las consecuencias que esta medida tendría en la economía nacional real y en el contexto internacional.

Otro intento de explicación de la crisis como crisis de la cuenta corriente viene de la mano de las implicaciones que el resultado del referéndum danés tuvo en la credibilidad en el SME. La satisfacción del criterio de convergencia que se desprendía del Tratado de Maastricht requería la eliminación de déficit excesivos, así como la igualación de las tasas de inflación e interés con las de aquellos países que disfrutaban de las mejores cifras. Toda la presión que suponía el cumplimiento de estos criterios se eliminaba si algún país no aprobaba el Tratado, prevaleciendo de este modo, la libertad de los gobiernos para aplicar sus prácticas inflacionarias. Debido a este hecho, a los países con altos índices de desempleo no les convenía elevar sus tipos de interés hasta alcanzar los de Alemania, ya que lo más coherente en su situación sería rebajarlos para de este modo combatir sus índices de paro. Sólo una promesa a largo plazo realizada en Maastricht, les

impedía no llevar a cabo este tipo de políticas. Por esta cuestión, a medida que las tasas de desempleo fueron incrementándose (ver Tabla 7), la presión para reducir los tipos se hacía más fuerte. Pero por otro lado, la tendencia a la alta de los tipos de interés alemanes presionaba en sentido inverso. Así, cuando el pueblo danés dijo "no" a Maastricht, la duda sobre la reacción de los países con altos índices de paro provocó que los operadores se deshiciesen de las divisas de estos países, ante la suposición de que los gobiernos estaban a punto de violar el Tratado.

A pesar de todo lo anterior, el problema de esta interpretación es que posteriormente al resultado del referéndum en Dinamarca, no se produjo una explosión monetaria ni una pérdida de la disciplina fiscal. De hecho, a pesar de que el compromiso de Dinamarca con Maastricht se ponía en duda, el resto de los países continuaron comprometidos con el proyecto.

Por lo tanto, una posible interpretación de la crisis del SME como una crisis de la cuenta corriente, nos permite avanzar en la compresión de los eventos ocurridos y de sus posibles consecuencias. Pero es indudable que nos obliga a seguir buscando factores que enriquezcan nuestro análisis para ganar en rigor.

4.2 Una crisis de la cuenta de capital.

Es imprescindible tratar la cuenta de capital para reforzar nuestro análisis anterior. Por lo tanto, continuaremos nuestro estudio dentro de este parámetro, y situándonos en 1992, fecha en la cual, por primera vez, la cuenta de capital de encontraba abierta.

Ya dentro del contexto histórico, volvemos en primer lugar a los criterios de convergencia impuestos en Maastricht, que obligaba a los países a reducir sus niveles de inflación para converger con sus homólogos de menor tasa de inflación. El deseo de los países europeos con mayores tendencias inflacionarias era no quedar fuera del acuerdo. Pero para ello pretendían reducir su inflación interna y posteriormente hacer lo propio con los tipos de interés. Esta era la lógica que subyacía en la denominada "jugada de convergencia". Con todo, ésta no estaba completamente relacionada con Maastricht, ya que el éxito de los países en lo referente a la reducción de la inflación en el contexto del MTC mediante la utilización de estrategias de estabilización basadas en el tipo de

cambio, es lo que les había llevado a atraer cuantiosos flujos de inversión[42]. De modo que los bancos y las empresas se financiaban externamente, endeudándose en marcos alemanes y en florines holandeses.

A partir de aquí, ¿es posible asignar un papel autónomo a los movimientos de capital?. En este sentido, queda bastante claro que el resultado negativo del referéndum danés afectó la dirección de los flujos de capital únicamente porque dio pie a anticipar que la política se modificaría en una dirección expansiva (Eichengreen, 2000, p.318). Desde este punto de vista, los flujos de capital simplemente respondieron a los cambios previstos en la política pero no los precipitaron.

Pero si tenemos en consideración la posibilidad de que fuese el nivel de las tasas de interés lo que hubiese condicionado el cambio de política, sí sería posible introducir un carácter autónomo a los movimientos de capital. Tras la búsqueda de los beneficios que de la pertenencia a la unión monetaria cabría esperar, los países debían mantener los tipos de cambio soportando unos elevados tipos de interés que ocasionaron presiones fiscales y decisiones de política económica muy difíciles. A este coste se debe añadir el de la latente desaceleración del crecimiento europeo[43].

Así, en un escenario también óptimo, los países que previamente estaban preparando sus economías para aceptar los altos niveles de desempleo asociados al elevado nivel de las tasas de interés a cambio de la recompensa de entrar en la unión monetaria, abandonarían las paridades en el MTC, reducirían sus tasas de interés, y permitirían que sus monedas se depreciasen. En este modelo, el papel de la cuenta de capitales es totalmente autónomo.

Pero es evidente que no todos los países se encontraban sometidos a las mismas presiones fiscales[44]. Los países que se encontraban en una peor situación serían más tendentes a abandonar sus compromisos en lo referente al tipo de cambio, a causa de una pérdida de confianza. Este análisis es complementario al fundamentado en una crisis en la cuenta corriente ya que propone elementos adicionales que limitarían más la capacidad de un gobierno para establecer medidas que defendiesen su moneda en caso de fragilidad macroeconómica y financiera.

Basándonos en esta interpretación, el papel del referéndum danés fue el de empujar a los países a esta zona de fragilidad macroeconómica y financiera. La atracción de la unión monetaria y los esfuerzos en materia de convergencia que se requerían, se diluyeron con el referéndum danés. La posibilidad de que no se materializase la unión monetaria desequilibró la balanza, volviéndose la recompensa *unionista* difusa y descompensada en comparación con los elevados tipos de interés que debían aceptar.

El conclusión, esta interpretación puede explicar porque países como el Reino Unido, Italia, Suecia y España fueron los primeros en sufrir el ataque: tenían las tasas de desempleo más altas, las recesiones más intensas, los sistemas bancarios más débiles y la deuda pública más elevada. Pero también puede explicar porque los especuladores eligieron el franco francés como blanco de ataque, ya que no era difícil advertir que el índice de desempleo en Francia era elevado, y además políticamente delicado, dada la inminencia de las elecciones.

Por lo tanto, lo anterior puede explicar la renuncia de algunos gobiernos -como el del Reino Unido- a elevar las tasas de interés y la oposición de otros -como el de Suecia- a mantenerlas elevadas para defender sus monedas. También otorga un papel al referéndum danés, el cual incrementó el escepticismo acerca de la disposición de los gobiernos europeos para mantener la disciplina que exigía el Tratado (Eichengreen, B., 2000, p.320).

4.3 El SME como sistema colectivo de tipos de cambio fijos.

En primer lugar es importante dejar claro que Europa operaba en un sistema colectivo de tipos de cambio fijos. No podemos referirnos, por lo tanto, al SME en los mismos términos que como lo hacemos al hablar del tipo de cambio fijo unilateral de México previo a 1995, o a la Caja de Convertibilidad argentina de la década de los noventa.

¿Cuál es la diferencia más llamativa entre el SME y el resto? Precisamente el carácter colectivo, no unilateral. Como Buiter, Corsetti y Pesenti (1998, chapter.4) argumentan en un su libro, un sistema colectivo de tipos de cambio fijo, con administración conjunta, debería ser más estable que un tipo de cambio fijo unilateral, y por lo tanto, la tragedia de

Europa fue que se desperdició la oportunidad de cooperación. Eichengreen (2000, p.322) parece estar de acuerdo con esta afirmación y añade que la falta de cooperación transformó las presiones del mercado en una crisis: si se hubieran aplicado políticas cooperativas, el ajuste hubiera sido más suave y la amenaza para el SME hubiera sido menor.

La lógica de este análisis es muy coherente y factible para haberse llevado a cabo. El Bundesbank estaba presionando al alza los tipos de interés del resto de los países del MTC, siendo ésta más acentuada entre los vecinos más débiles –Italia y Reino Unido principalmente-. Pero Alemania se encontraba en ese momento con una tasa de inflación elevada[45] y no estaba dispuesto a reducir unilateralmente los tipos por temor a agravar la inflación interna. Como consecuencia de la política financiera llevada a cabo por este país, la lira, y posteriormente la libra, salieron del MTC mediante una consecuente depreciación. En un enfoque cooperativo coordinado, los países del MTC (excepto Holanda) habrían realineado ligeramente sus monedas frente al marco alemán dentro del MTC. De este modo, Alemania habría podido reducir sus tipos de interés al mismo tiempo que luchaba contra la inflación interna. En consecuencia, el precio más bajo de los bienes

importados del resto de Europa habría atenuado la presión inflacionaria reinante en el país, y la bajada de tipos de interés por parte del Bundesbank habría fortalecido las economías italiana y Británica, permitiendo a la libra y a la lira permanecer en el MTC después del realineamiento. Para el resto de los países esta solución también hubiese sido beneficiosa, puesto que habría protegido al MTC contra los efectos desestabilizadores que podría causar la expulsión de Italia y Gran Bretaña.

Concluyendo: ¿la crisis del SME pudo en cierta medida ser evitada?. La anterior argumentación nos muestra claramente que sí. La aplicación de políticas cooperativas habría alejado a los fantasmas desestabilizadores del MTC , mediante un fortalecimiento del mismo a través de una drástica decisión conjunta: el realineamiento de las divisas frente al marco alemán.

Esta fue la cuestión principal que llevó a los ministros de finanzas y los gobernadores de

los bancos centrales de los países miembros de la CE a la reunión de Bath. Pero el fracaso de la reunión, como se ha comentado anteriormente, fue rotundo.

¿Cómo es posible que Europa, donde la cooperación monetaria estaba más desarrollada que en ninguna otra parte del mundo, fuese incapaz de responder de manera armónica a esta crisis?. La respuesta viene dada por las dificultades que conlleva el manejo colectivo de los tipos de cambio en un contexto tan plural como el europeo en esos momentos.

Francia estaba en buena posición como para rechazar las presiones internacionales de devaluación del franco. Pero las verdaderas razones eran bien distintas y no revestían un carácter estrictamente político. El gobierno francés llevaba tiempo aplicando una política de "franco fuerte" con la intención de establecer al franco como un socio en los mismos términos que el marco alemán. De modo que una devaluación habría llevado a Francia a perder la tan ansiada posición de colíder del SME junto con su vecino germano. Además, el fatal desenlace habría tenido lugar a tan solo unos días del referéndum francés. Por lo tanto, una negativa francesa a devaluar su moneda tendría peso a nivel internacional, y empujaría a otros países a no hacer lo mismo, mermando de este modo las posibilidades de realineamiento de divisas en el seno del MTC. Por otro lado, Irlanda, España y Portugal tenía razones bien distintas para evitar la devaluación, ya que estos países estaban siguiendo políticas desinflacionarias basadas en el tipo de cambio. Los tipos de cambio fijos eran la garantía de su credibilidad inflacionaria, y devaluar su moneda hubiese sido un golpe muy severo a su confianza[46].

Finalmente, Gran Bretaña se encontraba en una situación parecida a la de los tres anteriores. Asimismo, el gobierno estaba siguiendo una política fuerte de no-devaluación. Por lo que llevarla a cabo hubiese sido un fuerte golpe a su credibilidad internacional. En esos términos, se alegaba que en caso de tener que depreciar la libra, era mejor salirse directamente del MTC y dejar que esta fluctuase libremente, depreciándose si era el caso, antes que intentar –con dudoso éxito- mantener la divisa dentro del MTC[47].

Por todas estas cuestiones, los países que podían elegir, rehusaron a devaluar sus monedas de modo conjunto. Y en lo relativo a sus homólogos con divisas fuertes,

apreciamos como estos carecían del mecanismo para obligar a los primeros a devaluar.

En este sentido es interesante hacer un receso en el análisis y preguntarse: si los países hubiesen devaluado una vez, ¿qué impediría a los mercados pensar que era posible que se dieran más devaluaciones?. Como ya hemos comentado, la cuenta de capital se encontraba abierta, no había controles y el entorno era de alta movilidad de capitales. Por lo tanto, nada impedía actuar a los operadores de divisas basándose en esta suposición. Siguiendo esta argumentación, un realineamiento general habría disminuido la confianza en el MTC. Pero por otro lado, esta pérdida de confianza habría sido menor que la que se produjo bajo los parámetros de la no coordinación, e igualmente hubiese supuesto una inequívoca señal hacia el exterior de cooperación en las políticas cambiarias, y de compromiso con una unión monetaria que se vio perjudicada por el resultado del primer referéndum danés de unos meses antes.

Finalmente, el último factor a tener en cuenta son los obstáculos prácticos para la colaboración que se daban en las instituciones de cooperación monetaria europea[48]. En primer lugar, los ministros y los presidentes de bancos centrales fueron quienes se reunieron en Bath, pero las tasas de interés eran controladas por los consejos de los bancos centrales -en algunos casos, de bancos centrales independientes- [49]. En esta situación, la presión de los diferentes países acerca de los tipos de cambio no tuvo el éxito esperado. En segundo lugar, los esfuerzos para organizar una realineación general conjunta se complicaron debido a las reglas que obligaban al presidente del Comité Monetario de la Comunidad a comunicar la postura alemana a los demás miembros así como a convocarles a las reuniones relevantes. Casualmente, el presidente del Comité era el Director General del Tesoro Francés, Jean-Claude Trichet. A pesar de que Trichet estaba informado de la posición alemana[50], no convocó a una reunión al Comité, y parece ser que ni siquiera la sugirió[51]. La explicación más argumentada es la que sospecha que los franceses temieron que una reunión semejante pondría presión para incluir al franco en un realineamiento general frente al marco. Hecho este, temidamente contrario a la política de “franco-fuerte” seguida por el gobierno francés. Era preferible, consiguientemente, evitar esta posibilidad pues el referéndum francés estaba ya amenazado.

Por lo tanto, ¿podemos culpar directamente al mecanismo de colaboración institucional de la falta de cooperación? Indudablemente se puede afirmar que sí tuvo una relación directa. Pero no debemos olvidar que los conatos nacionalistas pueden mermar también la capacidad institucional, sobre todo si éstos vienen dados por negligencias realizadas de manera totalmente consciente.

5. CONCLUSIONES

No es fácil establecer cuáles fueron las razones que llevaron al SME a la situación de crisis financiera que vivió a lo largo de 1992 y buena parte de 1993. Los interrogantes se amontonan e incrementan a medida que profundizamos en el análisis de los hechos, y se mezclan acontecimientos de carácter internacional con cuestiones meramente nacionalistas, del mismo modo que vemos como decisiones soberanas nacionales tienen repercusiones internacionales.

Tampoco en fácil modelizar la crisis del SME e intentar establecer paralelismos teóricos con los diferentes modelos que imperaban en esos momentos en la economía teórica. ¿Podemos situar la crisis del SME dentro de los modelos de segunda generación, como antesala de la crisis de México o la de los países asiáticos?. La literatura es variada pero las conclusiones al respecto no son unánimes. En este trabajo se intenta analizar esta crisis desde un punto de vista no matemático y centrado fundamentalmente en una metodología de análisis de corte histórico y estructural, para de este modo intentar concluir el *porqué* de la misma, y de las decisiones de los diferentes operadores financieros internacionales.

Entrando netamente en las conclusiones del estudio, tenemos que a la hora de analizar la crisis desde el punto de vista de la cuenta corriente y de la cuenta de capital, las conclusiones obtenidas son las que siguen:

1. Los países se debían enfrentar a problemas derivados del efecto de los incentivos fiscales en la economía. El déficit como proporción del PIB se incrementaba en la mayor parte de los países, poniendo alerta a los mercados financieros.

2. Al mismo tiempo, los países del SME se tuvieron que enfrentar a una devaluación del dólar, que provocó una sobrevaluación generalizada de las divisas pertenecientes al MTC, provocando problemas de competitividad en las divisas europeas.
3. Es patente que los tipos de cambio de países como España, el Reino Unido e Italia no hubieran sido atacados tan fácilmente si no hubieran permitido que sus divisas se sobrevaluaran. En el caso de España e Italia, el problema radicaba en que estos países seguían políticas desinflacionarias basadas en el tipo de cambio, y una devaluación hubiese podido truncar sus planes de estabilización. El caso de Gran Bretaña era distinto, ya que este país entró en el SME con un tipo de cambio excesivamente alto, así como una elevada inflación y desempleo.
4. Francia no se hubiese enfrentado a tantas dificultades para defender el franco si su tasa de desempleo no se hubiera elevado a niveles tan altos. La política de "franco fuerte" seguida por el gobierno francés limitaba las posibilidades reales de actuación frente a problemas o distorsiones económicas.
5. Los problemas que sufrieron los países escandinavos vinieron dados en primer lugar, por el sistema de ancla de sus monedas con respecto al ECU y, en segundo lugar, por la condición débil de sus sistemas bancarios.
6. El aumento de la tasa de interés que acordó el Bundesbank agravó las tensiones. La reunificación alemana no dejó opción al gobierno alemán, ya que se desestimó un posible realineamiento general de las divisas del MTC.
7. Sin embargo, no existían indicios para asegurar que se iban a dar ataques especulativos. Además, el Tratado de Maastricht funcionó al principio como canalizador de flujos financieros hacia las economías europeas, y como mecanismo de fortalecimiento de la creencia en la Unión Monetaria. Pero cuando el pueblo danés votó "no" en el referéndum de ratificación, se creó un clima de desconfianza en el SME, que provocó un verdadero aluvión de ataques especulativos que fueron de la segunda mitad de 1992, hasta agosto de 1993.

Pero a pesar de que el compromiso de Dinamarca con Maastricht se ponía en duda, el resto de los países continuaron comprometidos con el proyecto. Por lo tanto, es necesario

buscar otros factores que fortalezcan el análisis, para avanzar en la consecución de una conclusión final firme. De este modo llegamos al último factor de análisis: el estudio del SME como sistema colectivo de tipos de cambio fijos.

De este modo, la primera conclusión que se obtiene es la imposibilidad de consolidar la estabilidad monetaria con paridades fijas, porque las causas de la inestabilidad no se encontraban en los ámbitos monetarios y financieros, sino que gozaban de cierto carácter estructural. La segunda conclusión viene dada como solución de la anterior. ¿Cuál era la única solución posible a la inestabilidad del SME, que además posibilitase la consolidación monetaria?. Indudablemente las políticas de cooperación. La aplicación de políticas cooperativas habría alejado a los fantasmas desestabilizadores del MTC, mediante un fortalecimiento del mismo a través de una drástica decisión conjunta: el realineamiento de las divisas frente al marco alemán. En un enfoque cooperativo coordinado, los países del SME -excepto Holanda- habrían realineado ligeramente sus monedas frente al marco alemán dentro del MTC, y de este modo Alemania habría podido reducir sus tipos de interés al mismo tiempo que luchaba contra la inflación interna. Como inferencia de lo anterior, la bajada de tipos de interés por parte del Bundesbank habría fortalecido las economías europeas y habría protegido al MTC contra los efectos desestabilizadores exteriores.

En consecuencia, la conclusión final del trabajo es que la crisis del Sistema Monetario Europeo fue una crisis financiera precedida por una grave crisis en las políticas de cooperación monetaria. Sin la segunda, posiblemente no se hubiese dado la primera. Por lo tanto, podemos incluso afirmar que la crisis que sufrió el Sistema Monetario Europeo entre 1992 y 1993 estuvo más relacionada con una falta de confianza en la Unión Monetaria por parte de los países pertenecientes al Sistema, que con los ataques especulativos típicos de las crisis financieras. A pesar de que debido a lo primero, irremediablemente se dio lo segundo.

6. DATOS RELEVANTES Y ANEXO ESTADÍSTICO

Tabla 1. Modificaciones en el tipo de cambio central bilateral en la Serpiente Monetaria Europea (1973-1978)*.

Fecha	Moneda	Revisión	% Revisión
12 marzo 1973	Marco alemán	revaluación	3.0
29 junio 1973	Marco alemán	revaluación	5.5
17 septiembre 1973	Florín holandés	revaluación	5.0
16 noviembre 1973	Corona noruega	revaluación	5.0
17 octubre 1976	Marco alemán	revaluación	2.0
	Corona danesa	devaluación	4.0
	Corona noruega	devaluación	1.0
	Corona sueca	devaluación	1.0
1 abril 1977	Corona sueca	devaluación	6.0
	Corona danesa	devaluación	3.0
	Corona noruega	devaluación	3.0
28 agosto 1977	Corona danesa	devaluación	5.0
	Corona noruega	devaluación	5.0
13 febrero 1978	Corona noruega	devaluación	8.0
17 octubre 1978	Marco alemán	revaluación	4.0
	Florín holandés	revaluación	2.0
	Franco belga	revaluación	2.0

* A la Serpiente Monetaria Europea podían adscribirse otros países europeos aunque no perteneciesen a la CEE, como era el caso de los países nórdicos.
Fuente: González y Mascareñas (1993).

Tabla 2. Composición inicial del ECU.

Moneda	Composición
Marco alemán	0.828
Libra esterlina	0.0885
Franco francés	1.15
Lira italiana	109
Florín holandés	0.286
Franco belga	3.66
Franco luxemburgués	0.14
Corona danesa	0.217
Libra irlandesa	0.00759

Fuente: González y Mascareñas (1993).

Tabla 3. Reajustes en el SME desde 1979 hasta 1987.

Fecha	Moneda	Revisión	%Revisión
24 septiembre 1979	Marco alemán	Revaluación	2.0
	Corona danesa	Devaluación	2.9
30 noviembre 1979	Corona danesa	Devaluación	4.8
23 marzo 1981	Lira italiana	Devaluación	6.0
5 octubre 1981	Marco alemán	Revaluación	5.5
	Franco francés	Revaluación	3.0
	Lira italiana	Devaluación	3.0
	Florín holandés	Revaluación	5.5
22 febrero 1982	Corona danesa	Devaluación	3.0
	Franco belga-lux	Devaluación	8.5
14 junio 1982	Marco alemán	Revaluación	4.25
	Franco francés	Devaluación	5.75
	Lira italiana	Devaluación	2.75
	Florín holandés	Revaluación	4.25
21 marzo 1983	Marco alemán	Revaluación	5.5
	Franco francés	Devaluación	2.5
	Corona danesa	Revaluación	2.5
	Lira italiana	Devaluación	2.5
	Libra irlandesa	Devaluación	3.5
	Florín holandés	Revaluación	3.5
	Franco belga-lux	Revaluación	1.5
20 julio 1985	Marco alemán	Revaluación	2.0
	Franco francés	Revaluación	2.0
	Corona danesa	Revaluación	2.0
	Lira italiana	Devaluación	6.0
	Libra irlandesa	Revaluación	2.0
	Florín holandés	Revaluación	2.0
	Franco belga-lux	Revaluación	2.0
6 abril 1986	Marco alemán	Revaluación	3.0
	Franco francés	Devaluación	3.0
	Corona danesa	Revaluación	1.0
	Florín holandés	Revaluación	3.0
	Franco belga-lux	Revaluación	1.0
2 agosto 1986	Libra irlandesa	Devaluación	8.0
21 enero 1987	Marco alemán	Revaluación	3.0
	Florín holandés	Revaluación	3.0
	Franco belga-lux	Revaluación	2.0

Fuente: Banco de España. Extraído de González y Mascareñas (1993).

Tabla 4. Ponderación de las diversas monedas componentes del ECU el día 8 de febrer 1993.

Divisas	Cuantías	Tc/pta.	Cuantías en pts.	Ponderación
Marco alemán	0.6242	70.9500	44.287	32.04%
Franco francés	1.332	20.9690	27.931	20.20%
Libra esterlina	0.08784	168.7540	14.823	10.72%
Florín holandés	0.2198	63.0540	13.859	10.03%
Lira italiana	151.8	0.0768	11.652	8.43%
Franco belga-lux	3.431	3.4377	11.795	8.53%
Peseta española	6.885	1.0000	6.885	4.98%
Corona danesa	0.1976	18.5750	3.670	2.66%
Libra irlandesa	0.008552	172.7730	1.478	1.07%
Escudo portugués	1.393	0.7852	1.094	0.79%
Dracma griego	1.44	0.5306	0.764	0.55%
		1 ecu =	**138.238 pesetas**	100.00%

Fuente: González y Mascareñas (1993).

Tabla 5. Desempeño de los miembros del Sistema Monetario Europeo (SME) con respecto a los criterios de Déficit y Deuda.

	DÉFICIT / PIB(%)					DEUDA / PIB (%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	1991	1992	1993	1994	1995
Austria	2,4	2,0	4,1	4,4	5,5	56,6	56,1	63,0	65,2	68,0
Bélgica	6,5	6,6	6,6	5,3	4,3	132,6	134,4	141,3	140,1	138,3
Dinamarca	2,1	2,9	4,5	3,9	2,1	60,9	63,1	66,8	68.7	68,8
Alemania	3,3	2,9	3,3	2,5	2,3	42,7	47,3	51,8	54,6	62,5
Finlandia	1,5	5,8	7,9	5,5	5,0	23,2	42,7	56,2	62,7	69,1
Francia	2,2	4,0	6,1	6,0	5,0	41,1	45,6	52,9	56,8	59,5
Grecia	11,5	12,3	13,2	12,5	11,4	81,7	88,6	117,1	119,8	120,2
Irlanda	2,1	2,2	2,3	2,2	2,5	95,3	90,7	92,7	87,9	83,3
Italia	10,2	9,5	9,6	9,0	7,8	103,9	111,4	120,2	122,6	122,1
Luxemburgo	1,0	2,5	2,1	2,3	1,4	6,0	7,0	7,0	7,0	8,0
Holanda	2,8	3,8	3,2	3,0	3,3	76,4	77,1	78,5	79,0	79,4
Portugal	6,5	3,3	7,1	5,7	5,4	62,2	63,2	67,8	70,4	70,8
España	4,9	4,2	7,5	6,6	6,2	49,9	53,0	59,4	63,5	66,5
Suecia	1,1	7,5	13,4	10,4	9,2	53,7	69,8	74,6	79,4	84,5
Reino Unido	2,6	6,1	7,9	6,5	4,2	35,5	41,4	47,4	51,6	53,4

Fuente: Buiter, Corsetti y Pesenti (1998, p.54).

Tabla 6. Indicadores de variaciones acumuladas de competitividad (en porcentaje)

	Con respecto a otros países de la UE[b]		Con respecto a países industrializados		Con respecto a otros países de la UE[b]		Con respecto a países industrializados	
País	Precios productor	Costos Unitarios de trabajo©	Precios productor	Costos Unitarios de trabajo©	Precios productor	Costos Unitarios de trabajo©	Precios productor	Costos Unitarios de trabajo©
	1987-Agosto 1992				1987-Diciembre 1992[e]			
Bélgica	4,0	5,6	1,3	2,7	0,9	1,9	-0,3	0,3
Dinamarca	3,6	6,4	-0,5	3,8	-1,9	4,1	-4,9	1,9
Alemania (oeste)	1,7	0,5	3,8	-5,5	-4,3	-6,6	-5,5	-8,6
Grecia	n.a	n.a	-10,2	-15,6	n.a	n.a	-10,8	-13,4
Francia	7,9	13,3	3,3	7,2	3,1	8,1	1,7	5,1
Irlanda	6,4	35,7	1,3	27,9	-0,6	26,6	-1,9	23,6
Italia	-3,0	-7,0	-6,4	-9,8	11,1	5,7	8,2	4,6
Holanda	1,5	5,2	-1,4	1,9	-2,6	2,1	-3,9	0,1
	Desde la entrada del MTC[d] -Agosto 1992				Desde la entrada del MTC[d] -Diciembre 1992[e]			
España	-2,1	-7,5	-8,1	-13,8	4,2	-2,2	0,5	-6,2
Portugal	n.a	-4,6	n.a	-6,9	n.a	-9,5	n.a	-9,5
Reino Unido	-1,7	-0,4	-4,0	-1,7	8,3	13,2	8,7	13,2

Fuente: BPI excepto los datos de España e Italia, los cuales fueron obtenidos de los bancos centrales respectivos. Extraído de Eichengreen (2000).
(a) Los números negativos indican pérdidas.
(b) Excluyendo Grecia.
(c) Sector Manufacturero.
(d) España: junio 1989; Portugal: abril 1992; Reino Unido: octubre 1999.
(e) Estimados.

Tabla 7. Tasa de desempleo[(a)].

País	Porcentaje de la fuerza laboral civil			
	1987-89 promedio	1990	1991	1992[(b)]
Bélgica	10,0	7,6	7,5	8,2
Dinamarca	6,6	8,1	8,9	9,5
Alemania (oeste)[©]	6,1	4,8	4,2	4,5
Grecia	7,5	7,0	7,7	7,7
España	19,1	16,3	16,3	18,4
Francia	9,9	9,0	9,5	10,0
Irlanda	17,0	14,5	16,2	17,8
Italia	10,9	10,0	10,0	10,1
Luxemburgo	2,1	1,7	1,6	1,9
Holanda	9,2	7,5	7,0	6,7
Portugal	5,9	4,6	4,1	4,8
Reino Unido	8,7	7,0	9,1	10,8
EEC:				
Promedio	9,7	8,3	8,7	9,5
Dispersión[(d)]	2,7	2,6	3,3	3,7
Banda estrecha original del MTC:				
Promedio	8,1	7,2	7,1	7,4
Dispersión[(d)]	2,2	2,2	2,8	2,9
Estados Unidos[(e)]	5,7	5,5	6,7	7,3
Japón[(e)]	2,5	2,1	2,1	2,2

Fuente: Eurostat. Extraído de Eichengreen (2000).
(a) Definición estandarizada.
(b) Estimados.
(c) Para 1992, tasas de desempleo (definición nacional) 14.3% para Alemania del Este y 7.7% para Alemania completa.
(d) Desviación estándar ponderada.
(e) Porcentaje de la fuerza laboral total.

Tabla 8. Producto Interior Bruto de los principales países de la OCDE (1989-1994).

(Porcentaje de variación anual a precios constantes)

	EEUU	Japón	Alemania*	Francia	Italia	Reino Unido	España	UE	OCDE
1988	3.8	6.2	3.7	4.5	3.9	5.0	5.2	4.2	4.2
1989	3,4	4,8	3,6	4,3	2,9	2,2	4,7	3,5	3,6
1990	1,3	5,1	5,7	2,5	2,2	0,4	3,7	3,0	2,7
1991	-1,0	4,0	5,0	0,8	1,1	-2,0	2,3	1,5	0,8
1992	2,7	1,1	2,2	1,2	0,6	-0,5	0,7	0,9	1,8
1993	2,3	0,1	-1,1	-1,3	-1,2	2,1	-1,2	-0,5	1,0
1994	3,5	0,5	2,9	2,8	2,1	3,8	2,1	2,9	2,7

* Hasta 1991, sólo Alemania Occidental.
Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico y FMI. Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

Tabla 9. Déficit Público en los principales países de la OCDE.

(Superávit o déficit (-) público en porcentaje del PIB nominal)

	EEUU	Japón	Alemania*	Francia	Italia	Reino Unido	España
1989	-2.1	1.5	-2.2	-1.7	-10.7	1.0	-3.3
1989	-1,7	2,5	0,1	-1,2	-9,9	0,9	-2,8
1990	-2,7	2,9	-2,1	-1,6	-11,0	-1,2	-4,1
1991	-3,3	2,9	-3,3	-2,0	-10,2	-2,5	-4,9
1992	-4,4	1,4	-2,8	-3,8	-9,5	-6,3	-3,6
1993	-3,6	-1,6	-3,5	-5,6	-9,6	-7,8	-6,8
1994	-2,3	-2,1	-2,4	-5,6	-9,0	-6,8	-6,3

* Hasta 1990, sólo Alemania Occidental.
Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico y FMI. Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

Tabla 10. Tipos de interés oficiales (1991-1994).

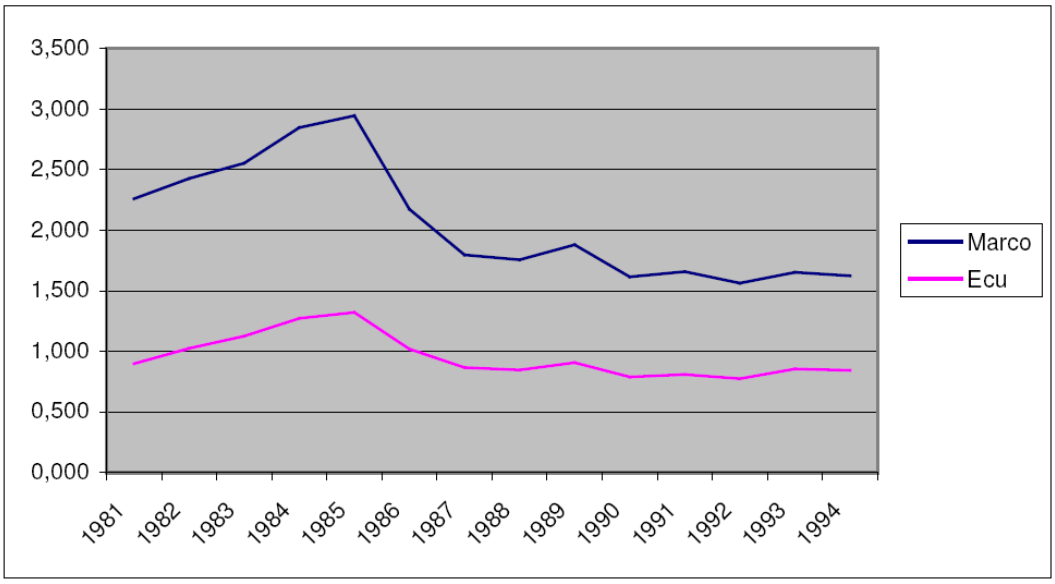
(Porcentajes)

	EEUU		Japón	Alemania		Francia	Italia	Reino Unido	España
	(1)	(6)	(1)	(1)	(3)	(2)	(1)	(4)	(5)
31-dic-91	3,50	4,00	4,50	8,00	9,75	9,60	12,00	10,50	12,50
31-dic-92	3,00	3,00	3,25	8,25	9,50	9,10	12,00	7,00	13,75
31-dic-93	3,00	3,00	1,75	5,75	6,75	6,20	8,00	5,50	9,00
31-dic-94	4,75	5,50	1,75	4,50	6,00	5,00	7,50	6,25	7,35

(1) Tasa oficial de descuento.
(2) Tipo de intervención.
(3) Tipo Lombardo (préstamos sobre títulos).
(4) Tipo básico préstamos a la banca.
(5) Subasta decenal de regulación monetaria.
(6) Fondos federales (objetivo implícito).

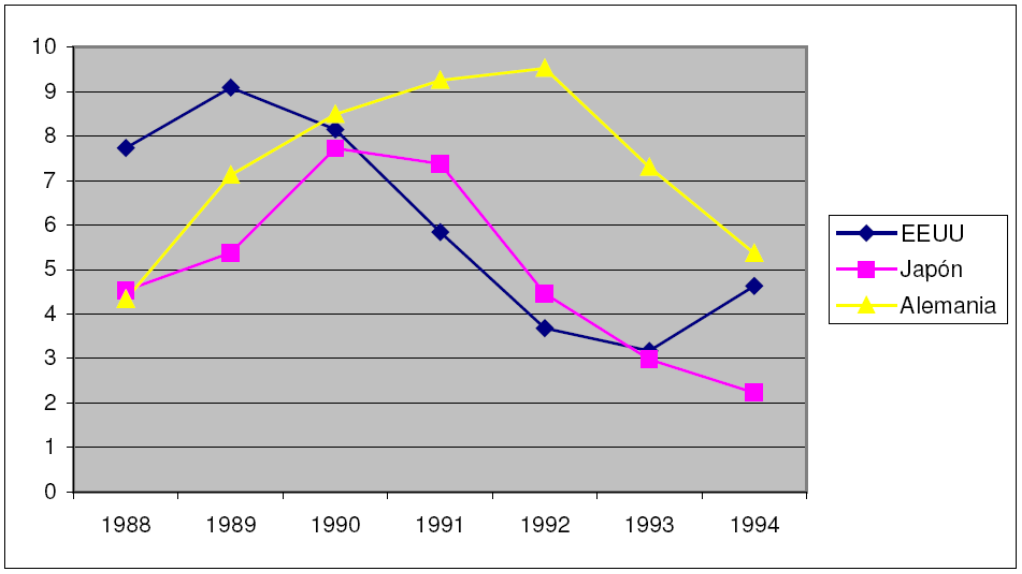
Fuente: Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

Gráfico 1. Tipo de cambio del marco y el ecu con respecto al dólar.
(Unidades de moneda nacional por dólar de los EEUU, en media anual)



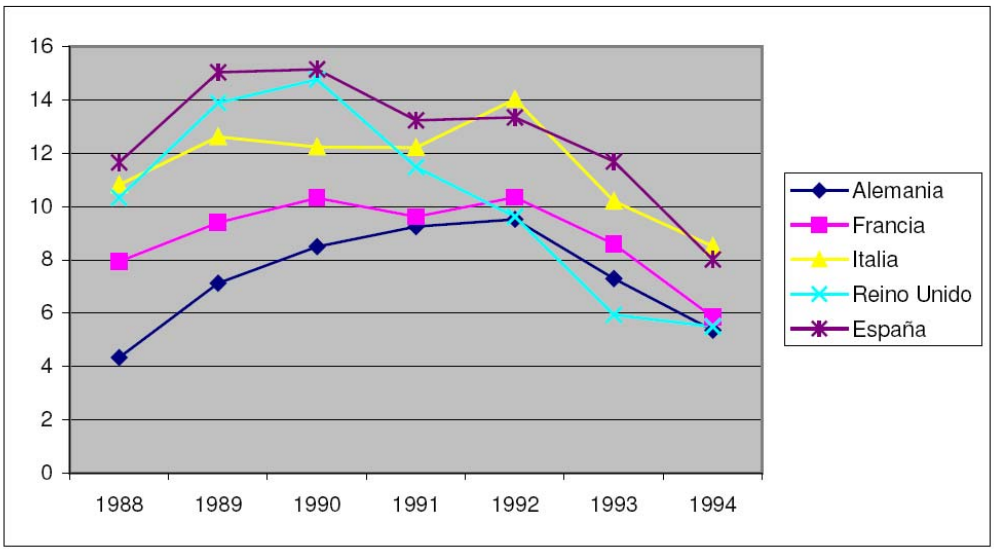
Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico. Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

Gráfico 2. Tipos de interés a corto plazo. Comparativa entre países OCDE.
(Media anual en porcentaje)



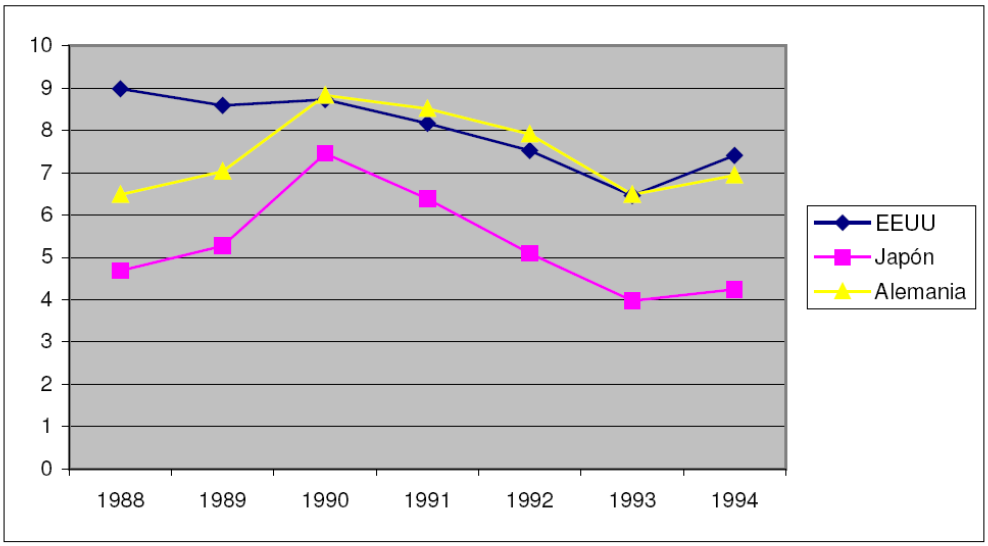
Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico. Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

Gráfico 3. Tipos de interés a corto plazo. Comparativa entre países SME.
(Media anual en porcentaje)



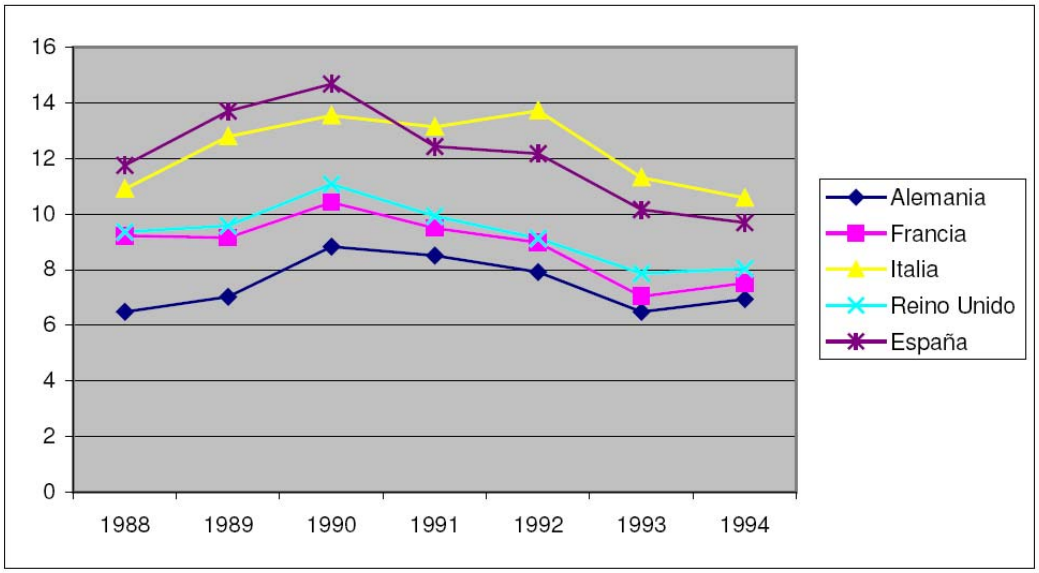
Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico. Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

Gráfico 4. Tipos de interés a largo plazo. Comparativa entre países OCDE.
(Media anual en porcentaje)



Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico. Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

Gráfico 5. Tipos de interés a largo plazo. Comparativa entre países SME.
(Media anual en porcentaje)



Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico. Extraído de La Caixa. Estudios Especiales (1997).

7 BIBLIOGRAFÍA

ARRIZABALO, X. (1997): *El ajuste en la Unión Europea durante los años noventa: los Acuerdos de Maastricht*, en Arrizabalo Montoro, X. (editor): Crisis y Ajuste en la economía mundial. Implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM. SÍNTESIS. Madrid.

BEEBY, M., HALL, S. G. B. Y MARCET, A. (2004): Expectation Formation and the 1990´s ERM Crisis, en *Estudios de Economía Aplicada*, Vol.22-2.

BUITER, W., CORSETI, G. Y PESENTI, P. (1998): *Financial Markets and European Monetary Cooperation: The lessons of the 1992-93 Exchange Rate Mechanism Crisis*. Cambridge University Press.

BUSTELO, P., GARCÍA, C. Y OLIVIÉ, I. (2000): *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia Oriental*. Ediciones Cooperación al Desarrollo. Agencia Española de Cooperación Internacional. Madrid.

CAMPOS LÓPEZ, M. I. Y RODRÍGUEZ LÓPEZ M. A. (2002): Ciclo económico y presiones especulativas en un sistema de bandas, en *Información Comercial Española*. Enero.

COLOMA A. I. (1998): El Sistema Monetario Europeo. Documento digital disponible en web:www.amusal.es/Biblioteca/Trabajos/SistemaMonetario/SistemaMonetaro.html

EICHENGREEN, B. (2000): La Crisis del Sistema Monetario Europeo en retrospectiva, en *Estabilización y Política Monetaria. La experiencia internacional*, preparado para la conferencia conmemorativa del 75 aniversario del Banco de México, celebrada en la Ciudad de México los días 13 y 14 de noviembre de 2000.

GARCÍA GRACIA, M. I. (1995): El SME: un modelo de comportamiento asimétrico, en *Estudios de Economía Aplicada*, Nº3.

GONZÁLEZ, S. Y MASCAREÑAS, J. (1993): *El Sistema Monetario Europeo*. EUDEMA. Madrid.

JORDÁN GALDUF, J. M. (1998): El euro: aspectos generales sobre la construcción de

la Unión Económica y Monetaria, en *Revista Valenciana D´Estudis Autonómics*. Número 22. Primer trimestre.

LA CAIXA. Estudios Especiales: El euro, moneda única de la Unión Europea, Informe Mensual. Enero 1996.

LA CAIXA. Estudios Especiales: La economía financiera, protagonista de la coyuntura Internacional, Informe Mensual. Junio 1997.

NIETO SOLÍS, J. A. (2001): *La Unión Europea. Una nueva etapa en la integración económica de Europa*. Ediciones Pirámide. Madrid.

ROJO, L. A. (1995): Conferencia del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en L´Institut d´Etudes Bancaires et Financiéres, en *Banco de España. Boletín Económico*. Noviembre.

8. REFERENCIAS

[1] Alemania Federal, Francia, Italia, Bélgica, Luxemburgo y Holanda.

[2] Las referencias sobre la cuestión monetaria se encuentran recogidas dentro de los artículos 103 al 108 de dicho Tratado.

[3] Acompañada de una devaluación del franco francés y de una revaluación del marco alemán.

[4] Existía plena convertibilidad del dólar en oro, por lo que se trataba de un sistema divisa-oro, que técnicamente funcionaría como un sistema de tipo de cambio fijo con banda de fluctuación y paridad ajustable.

[5] El denominado *Informe Triffin* hacía referencia, asimismo, a la incoherencia del sistema de patrón de cambios-oro. Con un horizonte temporal que se extendía hasta 1970. Además del establecimiento de un sistema de consultas de asistencia recíproca y de una mayor liberalización de los movimientos de capital, se propone la creación de un

Comité de Gobernadores de Bancos Centrales, un Comité de Política Económica a corto plazo, y un Comité de Política Presupuestaria.

[6] El Informe Werner incluía: la fijación irrevocable de tipos de cambio, la creación de una unidad de cuenta europea y la de un Fondo Monetario Europeo. Con el Plan Barre se pretendía: la ampliación de las consultas preventivas, la coordinación de las economías, un sistema de ayuda monetaria a corto plazo, un sistema de ayuda financiera a medio plazo, un acuerdo de acción entre los países miembros ante cambios de las paridades monetarias y el estudio de la fijación definitiva de los tipos de cambios, contemplando la posibilidad de la supresión de los márgenes de fluctuación que permitía en SMI.

[7] En agosto de ese año, el franco francés se devaluó en un 11,1 %, y en octubre, el marco alemán se revaluó en un 9,3%.

[8] Finalmente, el 13 de febrero se establece la paridad definitiva del dólar con respecto al oro, alcanzando un tipo de cambio de 42$/onza.

[9] Esta decisión se acordó el 10 de abril de 1972, en el acuerdo comunitario de Basilea.

[10] No se pudieron realizar operaciones en ECUs sin tener que pasar por sus divisas componentes hasta abril de 1981. El ECU se definía como una cesta de monedas (ponderada y revisable) que contuviera todas las monedas adscritas al sistema. El Consejo Europeo definió el ECU a partir de las diferentes cuantías de las monedas de los países miembros (ver Tabla 2). Se acordó, además, que las variaciones o composición del ECU no podían alterar su valor externo. Aunque carecía de fundamento jurídico en el derecho comunitario, se apoyaba sobre un sólido compromiso que incluía la puesta en común a disposición del FECOM del 20% de las reservas de los Estados miembros –los bancos centrales de los países miembros realizan una aportación al FECOM con cargo a sus reservas de oro y dólares, aportación que era revisada trimestralmente. En correspondencia, el FECOM reconocía a cada banco central un depósito denominado en ECUs-. De esta manera, las funciones del ECU fueron: numerario del sistema de cambio, para fijar los tipos centrales y tipos pivotes; unidad de referencia en el funcionamiento del indicador de divergencia; denominador en las operaciones, tanto en el mecanismo de créditos como en el sistema de intervenciones; y moneda de reserva e instrumento de pago entre las autoridades monetarias de la CEE.

[11] Fue desarrollada durante 1985 y aprobada el 27 de enero de 1986.

[12] En la *primera etapa* se trataba de lograr una mayor convergencia de la actuación eco nómica mediante el fortalecimiento de la coordinación de las políticas económico-monetarias dentro del marco institucional vigente. La fecha de entrada en vigor de esta etapa tendría lugar el primero de julio de 1990. En la *segunda etapa* se implantarían las reformas estructurales necesarias para poner en funcionamiento los órganos principales de la unió n económica y monetaria, y para ir transfiriendo a nivel comunitario procesos de toma de decisiones b asados en planteamientos realizados cada vez de forma colectiva. Como mecanismo de integración positiva se establece el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Esta etapa debería aplicarse el primero de enero de 1993 y finalizar el 31 de diciembre de 1995. La *tercera etapa* comenzaría con la adopción de tipos de cambio irrevocablemente fijos que permitirían la perfecta convertibilidad entre las monedas de los países de la CEE en cualquier momento y con absoluta certeza, lo que representaría de hecho, la existencia de una única moneda que podría denominarse ECU (como sabemos, se la denominó EURO).

[13] El país en cuestión: no debería poseer el año anterior a la incorporación a la UME un índice de precios superior al 1,5% por encima de la inflación media de los tres países con un IPC más bajo; el déficit público no debería superar el 3% del PIB; la deuda pública no debería superar el 60% del PIB; el tipo de interés medio a largo plazo durante al menos un año no puede superar en más de un 2% el tipo de interés medio de los tres países con una tasa de interés más baja.

[14] Italia, como muchos otros países de la UE con una historia reciente de inflación, había utilizado en SME como mecanismo para importar la credibilidad anti-inflacionaria del Bundesbank. Pero esta medida no pudo evitar que las reservas oficiales en moneda extranjera pasaran de 36.500 a 31.600 millones de dólares en un mes.

[15] El 2 de julio, el tipo de descuento estadounidense se redujo del 3.50% al 3.00%. El 16 de julio, el Bundesbank incrementó su tipo de descuento de un 8.00% a un 8.75% (aunque el tipo Lombardo se mantuvo), marcando un pico máximo desde el final de la guerra. El 27 de julio, el tipo de descuento japonés, cayó desde un 3.75% a un 3.25%.

[16]A pesar de todo, el último día del mes de julio, empleados, sindicatos y gobierno, firmaron un acuerdo histórico sobre política de ingresos, desinflación y costes laborales, el cual reformaba el sistema de relaciones laborales, aboliendo la indexación de sueldos y salarios.

[17] El 3 de septiembre, se hizo con 10 billones de ECUs en marcos alemanes del mercado. Un día antes, el Banco de Italia habían incrementado el tipo de descuento desde el 13.5% al 15%.

[18] Durante el encuentro, el gobierno británico expresó los efectos adversos de esta medida en su nivel de actividad económica, mientras que el gobierno francés puntualizó la influencia política negativa que estaba teniendo en el Referéndum que se llevaría a cabo en su país dos semanas más tarde.

[19] Por otro lado, la idea de rebajar los tipos no fue mencionada en ningún momento. Posteriormente, en un comunicado post-meeting se recogía el compromiso general de defender las paridades existentes, pero además puntualizaba que los miembros del MTC aprovecharían cualquier oportunidad para reducir sus tasas de interés.

[20] Las exportaciones de Finlandia se vieron afectadas severamente por la desintegración de la economía soviética. Los bancos y las empresas de esta nación se encontraban expuestos como resultado de la expansión del crédito que siguió a la liberalización financiera de mediados de los ochenta, al tiempo que los incrementos de las tasas de interés alemanas y europeas, en general, les dificultó la posibilidad de obtener recursos para realizar sus operaciones.

[21] Es decir, una devaluación del 7% de la lira con respecto al marco alemán.

[22] El gobierno británico reclamó que no se les había consultado acerca de la devaluación de la libra esterlina, por lo que se rehusó incluir a la libra en el realineamiento. Esperaban de este modo ganar tiempo para ver los resultados del Referéndum francés que se llevaría a cabo a la semana siguiente.

[23] Sólo un poco menos dramática fue la caída de la peseta por debajo de su tipo central -el nivel objetivo defendido por el Banco de España-.

[24] El primer incremento se demoró más de una hora con respecto a la apertura de los mercados y, en cualquier caso, era una respuesta débil, por lo que no tuvo el impacto esperado en la moneda. Las dudas surgieron aun antes de aplicar el segundo aumento, el cual fue rápidamente anulado.

[25] Esa noche, el Comité Monetario de la Comunidad Europea aceptó la solicitud de Gran Bretaña para retirar a la libra del MTC, pero se rechazó la solicitud de Londres de suspender completamente el MTC. El 19 de septiembre se pospuso definitivamente su vuelta al MTC.

[26] El 21 de octubre, los tipos de interés se rebajaron en 15 puntos básicos en Alemania. En Italia, el tipo de descuento se recortó un 1% el 2 3 de octubre. En Francia, los tipos de interés de rebajaron un 2.5%, volviendo a sus niveles de septiembre del 10.5%.

[27] Se estima que el banco central sueco tuvo una pérdida de reservas de 26 billones de dólares (más del 10% del PNB sueco).

[28] Los altos tipos de interés mantenidos a lo largo de todo el mes no sirvieron para nada.

[29] Un acuerdo entre los Länder y el gobierno federal para la financiación compartida de la carga de la reconstrucción de Alemania del Este.

[30] La tasa de desempleo en España había aumentado hasta el 20%. Los decepcionantes datos de desempleo para el último trimestre de 1992 publicad os a la mitad de febrero, dieron lugar a una presión para vender pesetas, mientras que la convocatoria de elecciones para el 12 de abril despertó incertidumbre acerca de las intenciones del gobierno.

[31] Su stock de reservas en moneda extranjera había caído a 15-20 billones de dólares al final de abril, desde un nivel de más de 50 billones de dólares a finales de 1992.

[32] El desempleo francés había sido motivo de preocupación durante todo el período.

[33] Gastó más de 32 billones de dólares de reservas en la última semana de julio –el 80% de ellas, el 29 de julio, último día hábil del mes-.

[34] La decisión de los gobiernos de conservar el tipo de cambio tenía un talante básicamente político, aparte de la creencia en que la defensa del SME era esencial para la continuidad del proyecto de integración europeo. El Informe Delors, y el Tratado de Maastricht, -que aun no había sido ratificado-, elevaron las apuestas a favor de la unificación.

[35] En los mercados financieros, Holanda era considerada como parte de Alemania.

[36] De abril a agosto, éste cayó cerca de un 20% respecto al marco alemán (ver Gráfico1), reflejando de esta manera las reducciones en las tasas de interés acordados por la Reserva Federal.

[37] Esto es debido a que se encuentran dominados por los precios de los productos básicos cuya divergencia se hace mínima por el efecto del arbitraje de precios de las materias primas.

[38] Aunque esto ocurrió antes del ingreso de la libra esterlina en el SME.

[39] En 19 91, las transferencias netas de fondos públicos de Alemania del Oeste hacia Alemania del Este fue de más de 139 billones de marcos. La transferencia neta alcanzó los 180 billones de marcos en 1992.

[40] Dada la desproporcionada propensión de los ciudadanos alemanes a consumir bienes nacionales, este aumento de la demanda determinada por factores fiscales requirió de un incremento en el precio relativo de los bienes locales. Por este motivo, el crecimiento de los precios en 1992 fue del 4.5%.

[41] La alteración de los tipos de cambio en el resto de los países europeos con respecto al marco alemán podría haber cumplido con esta función, pero d ichos países se resistían a cambiar sus paridades dado que habían adoptado estrategias desinflacionarias ancladas al tipo de cambio.

[42] Entre 1986 y 1 991, los flujos de capital que ingresaron tanto en Italia como en España se triplicaron. El diferencial de las tasas de interés de los depósitos en divisas europeas cayó de 800 a 200 puntos base. Cuando Reino Unido se unió en octubre de 1990 al

MTC, también se convirtió en receptor de estos fondos.

[43] El costo más evidente causado por las altas tasas de interés y por los elevados tipos de cambio fue el estrangulamiento de la rentabilidad industrial y el alto índice de desempleo.

[44] En aquellos con alto desempleo, con sistemas bancarios débiles, con elevados montos de deuda a corto plazo, y con tasas de interés hipotecarias indizadas, el aumento de las tasas de interés resultó menos tolerable.

[45] Aproximadamente un 4.5%. Cifra nada alarmante para otros países pero verdaderamente terrible para los estándares alemanes.

[46] Quizá, una causa importante de este problema radique en la incapacidad de los países para desarrollar una estrategia de salida de un esquema de tipo de cambio fijo.

[47] Esta es la actitud que finalmente tuvo el gobierno británico al afrontar los problemas que acontecieron en el "Miércoles Negro".

[48] Factor generalmente ignorado pero de gran importancia, debido a que el Euro era quizá el lugar donde este tipo de instituciones estaba mejor desarrollado. Por lo que no deja de sorprendernos.

[49] El Ministro Federal de Finanzas, Theo Waigel, y el Presidente del Bundesbank, Helmut Schlesinger, aunque presentes en Bath, no tenían el poder para alterar las tasas de interés alemanas. Esta decisión solamente podía ser tomada por el Consejo del Bundesbank (la Junta de Gobierno conjuntamente con los presidentes de los Bancos Centrales de las regiones).

[50] Funcionarios alemanes se la hicieron saber justo antes de reunirse con los italianos.

[51] Diversos autores afirman que Trichet informó de algunos aspectos de lo planteado por los alemanes a otros ministros europeos en conversaciones telefónicas. Esto obstruyó, en vez de impulsar, una reunión del Comité Monetario.