

## Los últimos cuarenta años de la peseta: De Bretton Woods a la Unión Monetaria

CARMEN PELET REDÓN  
DEPARTAMENTO ESTRUCTURA E HISTORIA  
ECONÓMICA Y ECONOMÍA PÚBLICA  
UNIVERSIDAD DE ZARAGOZA

En 1959 comienza la andadura de nuestra moneda tras una apuesta clara por su integración en el contexto monetario internacional, adoptando primero las normas de funcionamiento del sistema monetario de cambios fijos nacido en los Acuerdos de Bretton Woods, pasando posteriormente, durante los años setenta y ochenta a un sistema de tipos de cambio flexibles pero intervenidos, tal y como acontecía en el conjunto de países avanzados económicamente, para finalmente, aceptar, de nuevo, la vinculación a un sistema de cambios fijos, como es el Sistema Monetario Europeo, en el que España se ha encontrado inmersa hasta su incorporación a la Unión Europea.

La trayectoria de la peseta durante esta última etapa, desde su incorporación al Sistema Monetario Europeo en 1989, no ha sido rectilínea, sino que, por el contrario, se han alternado momentos de estabilidad y fortaleza con otros de debilidad y turbulencias, a pesar de lo cual, siempre, prevaleció el ánimo de permanecer dentro de la disciplina del Sistema. El Gobierno mantuvo siempre la apuesta política por la

aventura europea y la conclusión generalizada es que la persistencia en el compromiso cambiario contribuyó, a medio plazo, a alcanzar los objetivos de estabilidad que la economía española se había propuesto.

**Palabras claves:** Peseta, tipo de cambio, política monetaria.

# Los últimos cuarenta años de la peseta: De Bretton Woods a la Unión Monetaria



Carmen Pelet Redón

*«Poco más de ciento treinta años ha vivido la peseta, entre su elevación al rango de unidad monetaria española, por Decreto del 19 de octubre de 1968, y su acordada disolución en la moneda común europea, el 31 de diciembre de 1998. Apenas habían transcurrido unas semanas desde aquel septiembre de La Gloriosa, cuando el ministro de Hacienda, Laureano Figuerola, introdujo la reforma monetaria sustituyendo el escudo por la peseta. No fue, ciertamente, una medida improvisada ni un arrebato revolucionario, pues la reforma estaba prevista y pensada desde meses atrás. Pero ese acto de gobierno del Sexenio acabaría siendo el de más largo alcance y trascendencia, porque la peseta logró consolidarse y ha llegado, compartiendo avatares con la vida española, hasta las puertas del siglo veintiuno».*

*José Luis García Delgado.*

*Prólogo al libro “Del real al euro. Una historia de la peseta”*

En este artículo pretendemos recorrer “a vista de pájaro” la trayectoria que ha seguido la peseta durante los últimos cuarenta años de vida de nuestra divisa, desde 1959 hasta 1999 año en el que quedó definitivamente integrada en el euro.

Estos han sido unos años difíciles en los que la divisa española se ha visto sometida a los numerosos cambios habidos en el marco institucional monetario vigente en el contexto internacional, cambios que han tenido un considerable impacto sobre el comportamiento de las variables monetarias de referencia y el desarrollo de la política monetaria llevada a cabo por el Banco de España durante todo este periodo.

El año 1959 constituye, sin duda, una fecha clave para la economía española, ya que representa el comienzo del proceso de apertura al exterior de nuestra economía y el de integración de la peseta en un área monetaria supranacional. Hasta ese momento la peseta era una divisa no convertible y su cambio se establecía a través de un complejo sistema de tipos de cambio múltiples<sup>1</sup>. Además, se encontraba al margen de los dos grandes mecanismos de cooperación monetaria internacional, la Unión Europea de Pagos y el Fondo Monetario Internacional. Con el Plan de Estabilización del 59 la economía española contraerá tres compromisos importantes en materia cambiaria: abandonar los cambios múltiples, fijar un tipo de cambio más realista para la peseta y permitir la convertibilidad de nuestra divisa.

Durante este periodo, que comienza en 1959, la peseta seguirá una trayectoria de “boomerang”. Comenzará los años 60 caminando junto a las demás divisas importantes en un marco de tipos de cambio fijos pero ajustables diseñado en Bretton Woods, para pasar desde mediados de los años setenta a un periodo de flotación que durará casi quince años, en los cuales la peseta evoluciona en un contexto internacional de flotación generalizada; finalizando en 1989 con su incorporación al Sistema Monetario Europeo caracterizado por tipos de cambio ajustables con una estrecha banda de fluctuación. De esta forma, la peseta entra en su etapa final en la que asume un compromiso cambiario exterior participando en un proyecto de integración monetaria, la moneda única, como miembro fundador desde 1998.

## **1. La peseta vinculada al sistema cambiario de Bretton-Woods**

Desde 1959 hasta 1974, la peseta estuvo integrada en el patrón de cambios fijos pero ajustables diseñado en Bretton Woods a finales de los años cuarenta. Así, durante poco menos de quince años la peseta se mantuvo en un sistema monetario internacional de estabilidad. Sistema de cambios que entró definitivamente en crisis en 1971, cuando el Gobierno de Estados Unidos suspendió la convertibilidad del dólar en oro. En 1973 se

---

<sup>1</sup> Véase Serrano Sanz, J.M.y Asensio Castillo, M.J. (1997, pp. 545-557).

abrió en Europa un periodo de cambios flexibles para las monedas europeas, incluida la peseta desde 1974, poniendo fin al periodo de cambios fijos de Bretton Woods.

Durante este periodo se pueden distinguir cuatro etapas en lo que al comportamiento de la peseta se refiere: Una inicial de relativa calma, desde 1959 a 1964, en la que nuestra divisa mantuvo la paridad frente al dólar. Una segunda etapa de turbulencias que llegaría hasta 1967 con la inevitable devaluación de la peseta. Como consecuencia de la devaluación se abre una nueva etapa que irá hasta 1970 en la que mejoraron las cuentas exteriores y la inflación diferencial fue más favorable a España. Así entramos en la última etapa que comenzaría en 1971 año de la quiebra del sistema de Bretton Woods.

A comienzos de 1959, la economía española tenía serias dificultades exportadoras como consecuencia, fundamentalmente, de la falta de competitividad motivada por una elevada inflación en el interior, a la que se unía un tipo de cambio administrado de la peseta que conducía a una sobrevaluación real ante el diferencial negativo de precios. Esto, junto a la insuficiencia del resto de las partidas de la balanza de pagos llevaba a una escasez de reservas con las que hacer frente a las necesarias importaciones de materias primas, productos energéticos y bienes de equipo que permitieran alcanzar el nivel de desarrollo que exigía el país<sup>2</sup>. Ante este escenario se hicieron inaplazables las reformas institucionales contenidas en el plan de estabilización de 1959, en aras a conseguir la liberalización de los mercados tanto internos como exterior y a mejorar la competitividad.

Se adoptaron medidas monetarias de carácter contractivo no sólo sobre la inflación sino también sobre el tipo de cambio. Se puso en marcha una política monetaria que atendía, aunque de forma discontinua, al tipo de descuento y a la expansión del crédito como instrumentos relevantes. En el ámbito interno se redujo el incremento de las disponibilidades líquidas, se elevó el tipo de descuento, se fijaron topes al crecimiento del crédito al sector privado y se redujo la monetización indirecta del déficit público suprimiendo la cláusula automática de pignorabilidad de la deuda. En el ámbito cambiario se produjo una devaluación que fijaba el tipo de cambio en una paridad de 60 pesetas por dólar, abandonando la práctica de los cambios múltiples. Todo

---

<sup>2</sup> Una explicación más detallada del sector exterior de la economía española en Serrano Sanz, J.M.(1997, 1999)

ello, supuso una ganancia en competitividad y un estímulo a la inversión extranjera y a la ayuda exterior por la vía de créditos OCDE y FMI.

Con las medidas estabilizadoras puestas en práctica y la sujeción del tipo de cambio nominal, la peseta siguió un camino de calma hasta 1964 que se tradujo en un buen comportamiento de la balanza de pagos, incrementando el volumen de reservas, prácticamente agotadas en 1959. Se pensaba que sólo con una peseta estable sin expectativas negativas acudirían los capitales extranjeros indispensables para financiar la expansión económica.

Todo parecía revelar que se obtenían los efectos positivos buscados con la pertenencia a un entorno internacional que generaba una disciplina en materia monetaria. Sin embargo, uno de los problemas fundamentales durante el periodo de Bretton Woods, observado para todos los países, fue la escasa coordinación entre políticas económicas que evitaran los desequilibrios, muy al contrario, una vez producido el desequilibrio se ponían en marcha los mecanismos de corrección. Países con problemas de desequilibrios en sus cuentas exteriores perdían reservas y les conducía a la devaluación, esto les llevaba a sufrir ataques especulativos sobre sus monedas; mientras que, los países con cuentas saneadas acumulaban reservas y, ante el temor a una mayor inflación acudían a la revaluación. Recayendo sobre los países más débiles las medidas de ajuste y manteniendo durante ciertos periodos de tiempo las monedas sobrevaluadas. Estados Unidos fue el único país durante la etapa de Bretton Woods que con un déficit exterior continuado no se vio obligado a ajustar su economía. Así, el dólar se convirtió en la moneda reserva por excelencia.

Esta situación de inestabilidad no fue ajena en el caso de España. En la economía española comenzaron a darse una serie de circunstancias que marcaron una nueva etapa. En 1963 se estaba produciendo una expansión monetaria por la vía del crédito al sector privado, lo que llevó a la necesidad de crear un coeficiente de liquidez bancaria, antecesor del coeficiente de caja, para contener el crédito y la liquidez interna, sin embargo, y a pesar de estas y otras medidas monetarias restrictivas, los salarios nominales y el gasto iban creciendo y se iba consolidando el proceso inflacionista.

Por otro lado, la debilidad en la entrada de capitales llevó desde 1965 a una pérdida de reservas prácticamente ininterrumpida hasta finales de la década. En 1966 comenzó, también, a expandirse el crédito al sector público unido a una serie de saldos presupuestarios negativos. Por otra parte, la presión de la demanda interna redujo las exportaciones que con un incremento en las importaciones produjo un creciente déficit comercial que llegaría hasta 1970.

La elevada inflación de 1967, unida al déficit corriente y a la pérdida de reservas llevó a una especulación contra la peseta en los mercados de divisas ante las expectativas de devaluación. Esta situación del sector exterior unida al déficit público y a un desfavorable comportamiento de los salarios y rentas llevaron definitivamente en ese año a la devaluación de la moneda española con el objetivo de frenar las salidas de capital especulativo y la pérdida de reservas; colocando la divisa a una cotización de 70 pesetas por dólar.

La devaluación de 1967 abrió un breve paréntesis de calma, mejoraron las exportaciones creciendo a mayor ritmo que las importaciones, como consecuencia se redujo el déficit comercial, también el déficit corriente y, la balanza básica presentó superavit, en 1968, incrementándose el volumen de reservas. Sin embargo, en 1969 se cerraba ese paréntesis de calma con un nuevo empeoramiento de las cuentas exteriores.

En el plano internacional, al comienzo de la década de los 70 los malos resultados de la balanza de pagos norteamericana provocaron una fuerte especulación frente al dólar y en agosto de 1971 el Gobierno norteamericano decretó la inconvertibilidad de su moneda, en 1972 y 1973 la inflación creció en EEUU y la balanza de pagos no mejoraba lo que finalmente obligó a devaluar el dólar. Durante un tiempo los bancos centrales siguieron acumulando dólares inconvertibles para mantener fijos los tipos de cambio generando base monetaria y aumentando, así, la liquidez interna. Ante esta situación se generalizó como solución inaplazable la flotación de las divisas frente al dólar en los mercados de cambios. De esta forma, se asistió a la ruptura definitiva del Sistema de Bretton Woods y se dio paso a los tipos de cambio flexibles. El Fondo Monetario Internacional acabaría admitiendo que los tipos de cambio flexibles habían facilitado en los 70 el ajuste de las economías divergentes en costes y precios.

En España la inflación se agravó desde 1970 como consecuencia de la entrada de reservas exteriores que además de mantener a la peseta en una trayectoria de apreciación generaba la correspondiente expansión monetaria. Esta inflación provocó un importante déficit comercial y una disminución del superávit corriente a partir de 1971.

En ese año 1971, en plena crisis financiera internacional provocada por la inconvertibilidad del dólar, España optó por mantener la paridad frente al oro vigente desde la devaluación de 1967, así la peseta quedó revaluada con respecto al dólar con una cotización de 64,47. Esto produjo una revaluación de la divisa española frente al conjunto de monedas más importantes con la consiguiente pérdida de competitividad, agravada por el diferencial de inflación negativo para España. Sin embargo, la balanza de pagos presentaba un saldo corriente positivo reforzado por la afluencia de capitales que llevaba a una acumulación de reservas. Tampoco la peseta modificó su paridad aurífera cuando se produjo la devaluación del dólar en 1973, el cambio se estableció en 58,03 pesetas por dólar lo que significaba una apreciación del tipo de cambio nominal y real con pérdida de competitividad. A finales de ese año, la peseta seguía anclada al dólar sufriendo las mismas fluctuaciones que esta divisa con los consiguientes vaivenes de competitividad. Así, cuando en 1974 el dólar se apreció la peseta no podía continuar con la trayectoria alcista que venía teniendo y el Gobierno español tomó la decisión, a principios de 1974, de colocar a la peseta en un sistema de flotación<sup>3</sup>.

Los objetivos que perseguía el Gobierno con aquella decisión eran: evitar los ataques especulativos contra la moneda, tener la posibilidad de concentrarse en el logro del objetivo interno de inflación y desempleo, además de aumentar la eficacia y la autonomía de la política monetaria.

La realidad, sin embargo, fue que los tipos de cambio se mostraron muy volátiles a partir de 1973, provocando incertidumbre y continuas intervenciones en los mercados de divisas colocando a la base monetaria como variable endógena. Por otra parte, los tipos de cambio flexibles no consiguieron el pretendido aislamiento de las economías frente a las perturbaciones exteriores y redujeron la disciplina antiinflacionista acen-

---

<sup>3</sup> Ver Aixelá Pastó, J. (1999, pp. 161-162).



tuando los diferenciales de inflación. Cuando el Gobierno decidió dejar flotar a la peseta en 1974 lo hizo como una medida provisional, sin embargo, la peseta no volvió a un sistema de cambios fijos hasta su incorporación al Sistema Monetario Europeo en 1989.

## **2. La peseta en un régimen de flotación**

Durante los años 60, la tónica había sido una política monetaria acomodaticia, con escaso protagonismo, que intentaba fundamentalmente no agudizar las tensiones que se producían en la economía española. Con el arranque de los años 70, cuando surgieron con fuerza los problemas de inflación y los desajustes internacionales en el plano monetario comenzó ha ponerse de manifiesto la insatisfacción de las autoridades monetarias ante la política monetaria practicada. Desde 1973 venían utilizándose los préstamos de regulación monetaria otorgados por el Banco de España al Sistema, las operaciones de compra-venta de bonos del Estado y las operaciones en el mercado interbancario, éstas últimas, para solucionar los problemas de liquidez a muy corto plazo. Pero fue en enero de 1974, con la decisión del Gobierno español de dejar flotar a la peseta, cuando se entra en una fase de mayor autonomía para la política monetaria que debía, desde entonces, elegir una senda propia para los precios y magnitudes monetarias con el contrapunto de renunciar a las paridades estables.

A partir de ese año, el Banco de España decidió aplicar instrumentos más flexibles que permitieran suministrar o retirar dinero según las necesidades del momento y, de esta forma, desarrollar una política monetaria activa capaz de influir sobre la creación de dinero. Se eligió como objetivo monetario el control de la cantidad de dinero y como agregado monetario las disponibilidades líquidas, así la Base monetaria quedaba desterrada, tomando como variable operativa los Activos líquidos del sistema bancario.

A pesar de la apuesta por una política monetaria mas decidida, no podemos olvidarnos de tres circunstancias que condicionaron, sin duda, su desarrollo durante todos estos años: Por

una parte, era un hecho que las decisiones del Banco de España estaban sometidas a los objetivos del Gobierno, de forma que el objetivo monetario era fijado en función de las necesidades políticas y, por otra parte, estaba el reiterado recurso del Gobierno al Banco de España para financiar los continuados déficits públicos. En segundo lugar, contábamos con un Sistema Financiero fuertemente intervenido y con unos mercados de activos financieros muy segmentados, los tipos de interés eran establecidos administrativamente y no reflejaban la situación de los mercados, por lo que la información que éstos ofrecían era muy fragmentada. Y por último, las relaciones financieras con el exterior estaban sometidas a una estricta reglamentación y, como consecuencia, los mercados financieros españoles estaban aislados. Sin embargo, hay que señalar que estas condiciones no eran peculiaridades exclusivas de la economía española.

En cuanto a la peseta, durante todo este periodo, debió enfrentarse a un entorno internacional y nacional difícil. En el plano exterior, comenzamos los años 70 con el derrumbe del Sistema Monetario Internacional y, a finales de 1973 se produce el aumento de los precios del petróleo abriendo una profunda crisis económica internacional. En España, la crisis se vio agravada por las tensiones de los últimos años del franquismo y el comienzo de la transición política, hasta que en 1977 el cambio político permitió a la economía española izar velas y poner rumbo a la estabilidad. Sin embargo, la segunda crisis del petróleo en 1979 llevó, de nuevo, a la economía internacional a una fuerte crisis a la que se sumó España que demandaba imperiosamente otra estabilización. No obstante, no sería hasta finales de 1982 una vez alcanzada una cierta fortaleza política cuando se consiguieron atajar los desajustes económicos, finalmente superados en 1985.

Durante todo este periodo, desde el inicio de la primera crisis en el 73 hasta finales del 85 en que se inicia el cambio al ciclo alzista, sólo hubo dos momentos propicios en el entorno internacional que favorecieron el discurso de la economía española, uno en 1977 cuando se veía el final del túnel a la primera crisis del petróleo y otro en 1984 cuando comenzaron a bajar los precios del crudo y a solventarse los problemas económicos. Entre 1974 y 1985 los precios al consumo se multiplicaron por cinco y la peseta también se depreció, pasando de cotizar 56 pesetas por dólar a

160, en 1985. Todo ello, con el trasfondo de una política monetaria, mas bien, poco satisfactoria durante casi todo el periodo.

Para analizar más detenidamente la política monetaria de estos años distinguiremos cinco etapas: una primera de 1974 a 1977 caracterizada por una política monetaria relajada y compensatoria, una segunda de 1977 a 1979 dominada por un impulso estabilizador, la tercera de 1980 a 1982 donde resaltó la crisis económica y política, la cuarta de 1982 a 1985 otro periodo de estabilidad y por último de 1985 a 1989 con una política monetaria poco satisfactoria.

Durante los 2 primeros años de flotación el Banco de España permitió un crecimiento de la cantidad de dinero que derivó en aumentos de los salarios nominales y otras rentas, así como, de los precios colocando la inflación cercana al 40 por 100 en 1977. Se generaron fuertes tensiones en el sector exterior con un déficit por cuenta corriente del 4 por 100 del PIB y una disminución de la inversión extranjera provocando una disminución de las reservas y un aumento del endeudamiento externo, como consecuencia de esta situación la cotización de la peseta se fue debilitando y en 1976 se produjo la devaluación.

El siguiente bienio, fueron años de estabilidad dentro del marco de una política monetaria más restrictiva que permitió poner en marcha medidas para frenar el crecimiento de la inflación, entre los que destacaron, un aumento de los tipos de interés del mercado interbancario que continuó en 1978 con la fijación de una banda de expansión de las disponibilidades líquidas al comienzo de cada año.

El ambiente de consenso que reinaba en la política española hizo posible, así mismo, acometer la reforma tributaria y la búsqueda de un Acuerdo Social que culminó en la firma el 27 de octubre de 1977 de los Pactos de la Moncloa, en ellos se estableció un crecimiento de los salarios por debajo de la inflación y se definieron una serie de reformas estructurales como la liberalización del sistema financiero y la modernización del sector público. Con todo ello, se consiguió invertir la tendencia de crecimiento de la inflación y cambiar el signo del desequilibrio exterior, aunque los resultados fueron mejores en el equilibrio exterior que en los precios.

En 1979 se puso fin al periodo de estabilización y se entró en una nueva fase de crisis ayudada por la recesión interna-

cional motivada por la segunda subida de los precios del petróleo, que se manifestó en un aumento del endeudamiento con el exterior, como consecuencia del déficit de la balanza de pagos, a la vez que la peseta se hacía más débil. En el ámbito interno, el desempleo aumentó sobrepasando el 10 por 100 en 1980 y, en 1981 se alcanzaron tasas negativas del PIB. Así, durante 1980-82 una situación de crisis económica y política dominaron el panorama interior y la economía permaneció estancada. Esta mala situación de la economía española se vio reflejada en la debilidad de la peseta. En cuanto a la política monetaria continuó siendo acomodaticia marcando una senda de crecimiento de las disponibilidades líquidas del 16 por 100 cada año, puede decirse que los mayores problemas venían del recurso del Tesoro al Banco de España para financiar el déficit público.

En 1982 la coyuntura económica internacional se transformó en más favorable, así, tras este periodo de crisis, en 1983 se abre una fase expansiva para las economías industriales impulsada por la reducción de los precios del petróleo de 1984, consolidándose la fase expansiva a partir de 1985 que permitió un nuevo ajuste en la economía española. Para España, éste fue un buen año, tanto en el plano político, donde se consiguió una mayor estabilidad, como en el económico, en el que se dio un gran paso hacia delante con la firma de la incorporación a las Comunidades Europeas. Durante estos tres años se vino practicando una política de ajuste que nos condujo a una inflación por debajo del 10 por 100 en 1985. A pesar de la presión que ejercía el aumento del déficit público se decidió una rebaja de los tipos de interés en 1983 y unido a la cada vez mayor liberalización financiera y a las crecientes necesidades del sector público aparecieron nuevos activos, cada vez más líquidos, para los agentes privados. Así, en 1984, el agregado monetario de referencia para el control de la cantidad de dinero dejó de ser las disponibilidades líquidas y pasó a ser los activos líquidos en manos del público, además, se elevó el coeficiente de caja y se instituyó el oscurantismo fiscal respecto a los pagarés del Tesoro. Para la peseta, también comenzó una nueva etapa con la devaluación de 1982 y la situación del sector exterior de la economía española fue mejorando.

En la última fase de flotación de la peseta, entre 1985 y 1989, fueron años difíciles para la política monetaria con resultados poco satisfactorios. Esta política se movió entre dos objetivos intermedios: el control de la cantidad de dinero en circulación y la estabilidad del cambio. En 1986, la economía española comenzaba una etapa de crecimiento impulsada por la entrada en las Comunidades Europeas que supuso un incremento de la inversión extranjera dirigida hacia España. El aumento del diferencial de tipos de interés atrajo también capitales especulativos que provocaron un aumento de las reservas y llevaron a la apreciación de la peseta. Para el tipo de cambio de la peseta fueron años de cambios importantes, en 1986 el cambio tomó como referencia un índice frente a las monedas comunitarias y en 1988 se basó en la relación peseta-marco. La autoridad monetaria adoptó como variable instrumental para influir sobre el tipo de cambio el tipo de interés a corto plazo. Así, el Banco de España comenzó a influir sobre los tipos de interés, si bien, su evolución estaba sometida a la posición del ciclo económico, al desarrollo de la política fiscal y a los movimientos de capital.

Ya en 1987, la política monetaria volvió a los controles directos de las entradas de capital a corto. Al final, a pesar de un crecimiento de los activos líquidos en manos del público mayor al previsto, la inflación fue menor gracias a la moderación salarial que se mantenía por inercia y, aunque el año 1988 fue algo más cómodo, pronto surgió la preocupación cuando a principios de 1989 el crecimiento se suavizaba y la inflación repuntaba; con los elevados tipos de interés y las entradas de capital extranjero el fantasma de la apreciación reaparecía.

En esas circunstancias, las autoridades monetarias optaron por elegir un objetivo único para la política monetaria, este era, la estabilidad del tipo de cambio de la peseta y buscaron un fuerte amarre como era la integración el 19 de junio de 1989 en el Sistema Monetario Europeo. Así, se debía facilitar el control monetario dando credibilidad a la política monetaria, todo ello, con la ayuda de los demás bancos europeos, esto era la cara y, la cruz fue que la apariencia de estabilidad y fortaleza financiera siguió atrayendo capitales a corto dificultando el control monetario y estimulando la inflación.

### 3. La peseta en la aventura europea

En junio de 1989, nuestra divisa se integró en el Sistema Monetario Europeo, un mecanismo de cambios fijos que había sido creado en la década anterior, con la finalidad de instaurar la estabilidad de cambios en el área de la Comunidad Europea. Esto suponía para España un paso importante en su andadura europea que culminaría en la primavera de 1998 cuando entró a formar parte, como miembro fundador, del proyecto de Unión Europea.

La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios se produjo con un cambio central de 65 pesetas por marco y unos límites de fluctuación del 6%, convirtiéndose en una de las monedas fuertes del sistema. Durante estos primeros años de pertenencia al Sistema Monetario Europeo continuaron las entradas de capitales atraídos por el diferencial de tipos de interés y alentados por la estabilidad del cambio, creando tensiones en la cotización de la peseta y aumentando las reservas de divisas, con un déficit corriente próximo al 4% del PIB. Desde 1989 hasta 1992, la inflación se vio alentada por el aumento del consumo privado, el gasto público y las alzas salariales llegando a alcanzar el 6%. Sin embargo, las buenas expectativas creadas con la decisión de pertenecer al SME se vieron truncadas por la ausencia de reformas estructurales que penalizaron la inversión reduciendo la competitividad y presionando negativamente sobre el sector exportador. Si a esto le añadimos el aumento del gasto público y la disminución en la tasa de crecimiento del PIB, la falta de confianza llevó a la crisis del verano de 1992 en que se abrió una etapa de devaluaciones sucesivas para la peseta, en septiembre y diciembre de 1992 y en mayo de 1993 pasando el cambio de 65 a 79 pesetas por marco.

En el contexto europeo, a la firma del Tratado de Maastricht en febrero de 1992 nada hacía presagiar la crisis que se desencadenaría posteriormente dentro del SME, tras una serie de acontecimientos como fueron: el referéndum danés, las encuestas en Francia y la sucesión de ataques especulativos contra varias divisas que obligó al abandono del sistema de la lira italiana y la libra esterlina y a varios reajustes en otras, mientras los bancos centrales intervenían y los tipos de interés alcanzaban fluctuaciones hasta entonces desconocidas. La crisis acabó en

1993 con la ampliación de las bandas al 15% y el abandono de la disciplina cambiaria. Varias eran las razones que desencadenaron esta crisis del Sistema Monetario Europeo: el funcionamiento asimétrico del mecanismo cambiario, la falta de sintonía del ciclo económico y la disparidad de objetivos de los distintos países eran algunas de ellas. Alemania marcaba la pauta fijando los objetivos de liquidez y, mientras, el país germano precisaba un giro restrictivo para compensar los efectos inflacionistas del proceso de reunificación, el resto de Europa se adentraba en una recesión y requería una política monetaria más relajada<sup>4</sup>.

En España, durante la primera mitad de 1993 se forzó una rebaja de los tipos de interés y las tensiones cambiarias se generalizaron, todo ello, bajo un clima de clara recesión económica y de incertidumbre política. En estas circunstancias, la salida del sistema hubiera permitido adoptar una política monetaria más acorde con las necesidades de la economía española y paliar los efectos de la recesión. Sin embargo, la peseta se mantuvo en el mecanismo de cambios y la valoración que se hizo posteriormente fue positiva; por cuanto, a medio plazo, el mantenimiento del compromiso cambiario contribuyó a alcanzar los objetivos de estabilidad.

Una vez amainado el temporal, en octubre de 1993, el Consejo de Bruselas decidió seguir con el calendario establecido en el Tratado de la Unión. Así, en 1994, se creó el Instituto Monetario Europeo, antecesor del Banco Central Europeo. En el verano de ese mismo año había entrado en vigor la Ley de autonomía del Banco de España que imponía como objetivo primordial la estabilidad de precios y permitía desligar las decisiones monetarias del ciclo político, abandonando la práctica de una política monetaria acomodaticia que había producido un sesgo inflacionista en la economía española, frenando la tendencia de crecimiento estable.

Se cambió la estrategia de política monetaria en dos niveles, con un agregado monetario como variable intermedia, y se pasó a una estrategia en un solo nivel, el control directo de la inflación. De acuerdo con este procedimiento, se definió un conjunto de indicadores monetarios y financieros que permitía el seguimiento de los objetivos de inflación propuestos. La variable ins-

---

<sup>4</sup> Para un análisis más detallado ver el Boletín Económico del Banco de España de Enero de 1993.

trumental era los tipos de interés a corto que gestionaba el Banco de España, a través de las subastas decenales en los mercados monetarios. Respecto al tipo de cambio, al Banco de España le correspondía la gestión de las reservas exteriores y la ejecución de la política cambiaria y el Gobierno se reservó la potestad de elegir la paridad y el régimen de cambios.

Durante 1994, a pesar del buen comportamiento de los salarios y a la debilidad de la demanda interna, la inflación se situó en el 4,7 %, casi dos puntos por encima de la Unión Europea. Por otra parte, mientras los tipos de interés a corto bajaban, tanto en España como en los demás países europeos; los tipos de interés a largo subían en un contexto internacional de creciente inestabilidad financiera. Este aumento de los tipos a largo desencadenó una contracción de la actividad económica acrecentada por las perturbaciones monetarias de principios de 1995 cuyo detonante fue la caída del peso mejicano y su efecto de arrastre sobre el dólar. Las tres intervenciones sucesivas habidas en ese año elevando los tipos de interés cortaron la inflación y aumentaron la credibilidad en la política monetaria. El tipo de cambio se apreciaba y los tipos de interés a largo redujeron su diferencial con el bono alemán. Así, a finales de año, el precio del dinero se adentró en una senda descendente, en un contexto de estancamiento económico. La situación se complicó con los elevados déficits públicos y altos niveles de endeudamiento alcanzados por algunos países. En España, aunque los presupuestos de 1994 y 1995 se caracterizaron por la austeridad en el gasto soportaban fuertes rémoras heredadas del periodo anterior. A todo esto se unió la debilidad política y un exceso de confianza en la mejora del ciclo que retrasó la aplicación de las necesarias medidas de ajuste.

Durante los dos años siguientes las expectativas de inflación mejoraron y la política monetaria pudo permitirse rebajar gradualmente el tipo de intervención, hasta en siete ocasiones durante el año 1996 y hasta seis veces en 1997, provocando un aumento de los agregados monetarios M1 y M2 frente a los activos líquidos en manos del público. Durante ese año 1997, se revisaron los criterios de Maastricht, la confianza de la política española en alcanzar la tercera fase de la Unión Monetaria prolongó la tendencia en los tipos de interés a largo hacia la reducción y la convergencia con los países de menor inflación.



España, ante su firme apuesta por la moneda única, consiguió alcanzar el objetivo de situar el déficit público por debajo del 3% del PIB y durante 1998 la autoridad monetaria siguió regulando la liquidez con un menor apoyo de la política fiscal. A finales de año, se produjo un recorte significativo de los tipos de intervención pasando del 9,25 de diciembre de 1995 hasta el 3 % en diciembre de 1998, nivel fijado de forma concertada por los once países fundadores del euro. Antes de traspasar definitivamente esta herramienta al Banco Central Europeo, constituido en junio de 1998, el Banco de España trató de adaptar, durante todo este año, el sistema financiero y los instrumentos de política monetaria al nuevo marco operativo.

Respecto al tipo de cambio la estabilidad fue la tónica desde 1995 y a lo largo de 1998 avanzó hacia la convergencia fundiéndose con su paridad central respecto al marco. Una vez alcanzada la convergencia nominal entre un amplio grupo de países se procedió a fijar los tipos de cambio bilaterales entre las monedas que formarían el euro, en mayo de 1998, optando por los tipos de cambio centrales para frenar posibles ataques especulativos o devaluaciones competitivas. Las paridades acordadas no sufrieron variaciones relevantes a lo largo de este año y la convergencia en cambio y tipos se realizó prácticamente de forma automática, a pesar de la inestabilidad del entorno internacional a consecuencia de la extensión de la crisis asiática desencadenada en ese momento. La peseta no fue una excepción y su proceso de ajuste se hizo con normalidad hasta que el 1 de enero de 1999 quedaba definitivamente integrada en el euro con un cambio de 166,386 pesetas.

#### 4. Referencias bibliográficas

- AIXALÁ PASTÓ, J. (1996): "La peseta en el Sistema Monetario Europeo" en J.Velarde, J.L.García Delgado y A. Pedreño (dirs.): *España en la Unión Europea. Balance de un decenio*, Madrid. Civitas, pp.203-220.
- AIXALÁ PASTÓ, J. (1999): *La peseta y los precios. Un análisis a largo plazo (1868-1995)*. Prensas Universitarias de Zaragoza.

- AIXALÁ PASTÓ, J. (2000): "De la estabilización a la crisis: la peseta en Bretton Woods, 1959-1973", en GARCIA DELGADO, J.L. y SERRANO SANZ, J.M. (2000): *Del real al euro. Una historia de la peseta*. Colección Estudios Económicos, núm. 21. Servicio de Estudios "la Caixa", Barcelona.
- ALONSO, J.A. y DONOSO, V. (1999): "Sector exterior: apertura económica y líneas de especialización", en GARCIA DELGADO, J.L. (dir.) (1999): *España, Economía: ante el siglo XXI*, Espasa Calpe, S.A., Madrid.
- BANCO DE ESPAÑA. Boletín Económico. Enero 1993.
- GADEA RIVAS, D. (2000): "La peseta en la cultura de la estabilidad, 1989-1999", en GARCIA DELGADO, J.L. y SERRANO SANZ, J.M. (2000): *Del real al euro. Una historia de la peseta*. Colección Estudios Económicos, núm. 21. Servicio de Estudios "la Caixa", Barcelona.
- GARCIA DELGADO, J.L. y JIMENEZ, J.C. (1999): *Un siglo de España. La Economía*. Marcial Pons, Ediciones de Historia, S.A., Madrid.
- SERRANO SANZ, J.M. Y ASENSIO CASTILLO, M.J. (1997): "El ingenierismo cambiario. La peseta en los años del cambio múltiple, 1948-1959". *Revista de Historia Económica*. Año XV, Otoño-Invierno, 1997, Nº 3.
- SERRANO SANZ, J.M. (1997): "Sector exterior y desarrollo en la economía española contemporánea" en *Papeles de Economía Española*, Nº 73.
- SERRANO SANZ, J.M. (1999): "De gusano a mariposa, o la protección y el desequilibrio exterior", Ponencia presentada para el Seminario Raíces históricas de los problemas de la España actual, *Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y Asociación de Historia Económica*. Madrid, 1999.
- SERRANO SANZ, J.M. (1999): "La política de apertura exterior", en GARCIA DELGADO, J.L. (dir.) (1999): *España, Economía: ante el siglo XXI*, Espasa Calpe, S.A., Madrid.
- SERRANO SANZ, J.M. (2000): "Técnica sin disciplina en los años de flotación, 1974-1989", en GARCIA DELGADO, J.L. y SERRANO SANZ, J.M. (2000): *Del real al euro. Una historia de la peseta*. Colección Estudios Económicos, núm. 21. Servicio de Estudios "la Caixa", Barcelona.