

---

## PRIMER AÑO DE LA PESETA EN EL SME

José Luis Alzola Eléxpuru  
Departamento Internacional  
Banco de España

Desde su entrada en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, la evolución del tipo de cambio de la peseta ha atravesado varias fases. Los aspectos más relevantes de cada una de ellas se detallan a continuación:

1º) Tras la entrada en el mecanismo de cambios, el día 19 de Junio de 1989, la peseta inició una tendencia apreciadora, como consecuencia del amplio diferencial de intereses favorable a la divisa española con respecto a otras monedas del Sistema y del reducido riesgo de cambio que entraña la pertenencia al citado mecanismo (al menos en ausencia de expectativas de realineamiento de los tipos centrales bilaterales). De hecho, la peseta llegó a rozar el límite máximo de apreciación a finales de agosto y principios de septiembre con respecto a la corona danesa (la moneda que, en aquellos momentos, era la más débil del Sistema).

2º) Desde mediados de septiembre, sin embargo, la peseta inició una tendencia descendente, como consecuencia de varios factores heterogéneos que se complementaron entre sí. En primer lugar, el fuerte descenso que experimentó el dólar frente al marco alemán llevó a esta última divisa a apreciarse también, aunque en menor medida, frente al resto de monedas del Sistema. En segundo lugar, diversos bancos centrales europeos, liderados por el Bundesbank alemán, elevaron sus tipos de interés oficiales y, por ende, los de mercado. Este movimiento al alza de tipos de interés no fue seguido por el Banco de España, lo que disminuyó el atractivo de los activos denominados en pesetas. A ello se añadió, en tercer lugar, el impulso apreciador del que se benefició el marco frente al resto de divisas, derivado del favorable impacto que sobre la economía alemana podrían tener, a medio y largo plazo, los acontecimientos que se estaban desencadenando en los países del este de Europa. Por fin, en cuarto lugar, en el último trimestre de 1989 se desataron algunas expectativas de un posible realineamiento de los tipos centrales bilaterales del Sistema Monetario Europeo, que incluiría una devaluación de la peseta (entre otras monedas) frente al marco (dados los desequilibrios de balanza corriente intraeuropeos que

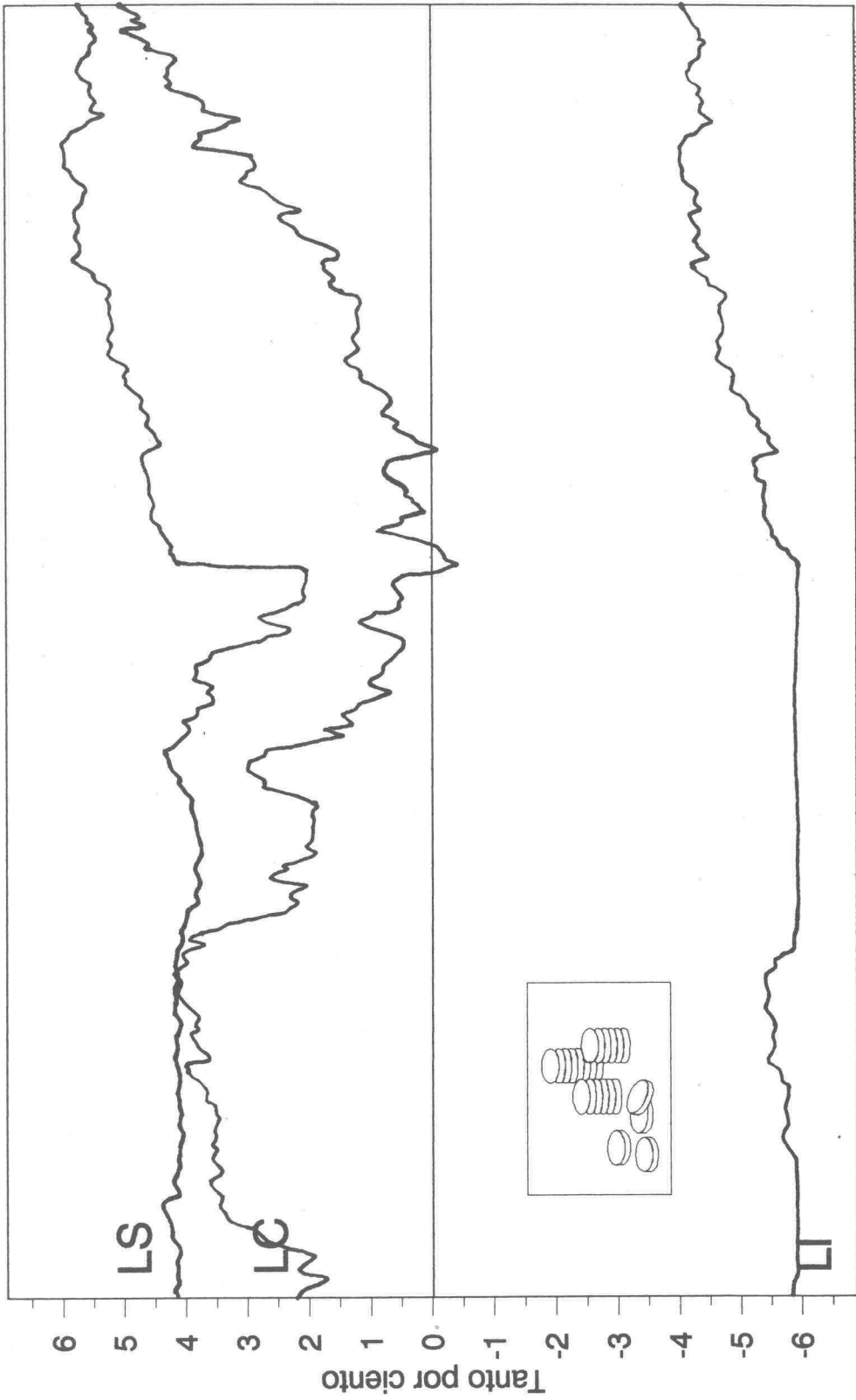
---

se estaban generando y el evidente interés de las autoridades alemanas en provocar una revaluación de su divisa). Todo ello contribuyó al cambio de rumbo observado en el tipo de cambio de la peseta desde mediados de septiembre de 1989 hasta mediados de febrero de 1990.

3º) Desde mediados de febrero hasta hoy la peseta ha retomado su camino ascendente y se ha situado, en las últimas semanas, a niveles, con respecto al marco alemán, comparables, e incluso más apreciados, que los de agosto y septiembre de 1989. Varios factores han influido en este nuevo repunte de nuestra divisa en el seno de la banda de fluctuación del mecanismo de cambios del Sistema. En primer lugar, la desaparición de las expectativas de un próximo realineamiento de las paridades centrales del SME ha dejado jugar un papel más preponderante a los diferenciales de tipos de interés, de manera que la peseta se ha beneficiado nuevamente del amplio diferencial favorable de intereses con respecto a otras monedas del Sistema. Además, en segundo lugar, el marco alemán se ha depreciado fuertemente con respecto a otras monedas europeas desde mediados de febrero, al haberse concentrado la atención de los mercados financieros internacionales en las posibles consecuencias inflacionistas a corto plazo de la unión monetaria y económica de las dos Alemanias. Ello explica, también, el desplazamiento paralelo de los límites máximos de apreciación y depreciación hacia arriba desde esas fechas (ver gráfico). En tercer lugar, las medidas liberalizadoras de control de cambios, tomadas por las autoridades españolas el día 4 de abril y que ampliaron las posibilidades, para los no residentes, de invertir a corto plazo en pesetas, dieron un nuevo impulso a nuestra divisa. Por fin, una cuestión técnica, aunque no menos importante, ha permitido la apreciación de la peseta por encima de los niveles alcanzados en el verano de 1989: se trata de la ampliación del margen efectivo de apreciación que se produjo a partir del 8 de enero de este año, cuando la lira italiana redujo su banda de fluctuación del  $\pm 6\%$  al  $\pm 2,25\%$ . (Este efecto se recoge en el salto hacia arriba que experimenta la línea LS del gráfico en esa fecha).

En los últimos días la peseta se ha movido en el entorno de un nivel de apreciación frente al marco ligeramente superior al  $+ 5\%$ . Ello, teniendo en cuenta que, a su vez, la divisa alemana está apreciada alrededor de un  $+ 0,3\%$  con respecto al franco francés (que es últimamente, la moneda más débil del Sistema), nos deja un margen adicional de apreciación de, aproximadamente, un  $0,7\%$ .

**POSICION DE LA PESETA EN EL S.M.E.  
(19-VI-1.989 A 14-VI-1990)**



: VII : VIII : IX : X : XI : XII : I : II : III : IV : V :

---

El gráfico representa la posición de la peseta en la banda de fluctuación del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. En concreto, la línea central (LC) representa el porcentaje de apreciación (si tiene un valor positivo) o de depreciación (si tiene un valor negativo) del tipo de cambio de mercado de la peseta frente al marco alemán con respecto a su tipo central bilateral (este último representado por el nivel cero). La línea superior (LS) representa el porcentaje máximo de apreciación al que puede llegar el tipo de cambio de mercado de la peseta frente al marco alemán con respecto a su tipo central bilateral. Si la peseta alcanzara este límite sería obligatoria la intervención del Banco de España en el mercado vendiendo pesetas contra la moneda que, en ese momento, fuese la más débil del Sistema. Debe observarse que este límite máximo de apreciación no coincide, en general, con el límite teórico de máxima apreciación del tipo de cambio de la peseta frente al marco alemán (+ 6,18%): ello se debe a que el marco alemán, a su vez, se encuentra apreciado frente a otras monedas del Sistema. Únicamente cuando la divisa alemana fuese la más débil del Sistema, la línea superior alcanzaría el valor + 6,18%. La línea inferior (LI) representa el porcentaje máximo de depreciación al que puede llegar el tipo de cambio de mercado de la peseta frente al marco alemán con respecto a su tipo central bilateral. Si la peseta alcanzara este límite sería obligatoria la intervención del Banco de España en el mercado comprando pesetas contra la moneda que, en ese momento fuese la más fuerte del Sistema. Al igual que en el caso anterior, este límite máximo de depreciación no coincide, en general, con el límite teórico de máxima depreciación del tipo de cambio de la peseta frente al marco alemán (- 5,82%), salvo cuando la divisa alemana es la más fuerte del Sistema: esto ocurrió, por ejemplo, entre mediados de septiembre de 1989 y mediados de enero de 1990 (ver gráfico).

---