

LA POLÍTICA MONETARIA EN EL NUEVO MARCO EUROPEO

José Luis MALO DE MOLINA

INTRODUCCION

La política monetaria española viene desarrollando un alto protagonismo en la búsqueda de un contexto de estabilidad que permita a la economía española participar, en condiciones de éxito, en la plena integración económica y monetaria de Europa. Esta orientación ha determinado el predominio en los últimos años de políticas monetarias estrictas, que se han manifestado en altos tipos de interés y en una gran estabilidad del tipo de cambio de la peseta en relación a las monedas integrantes del Sistema Monetario Europeo (SME).

Durante 1991, se han producido, sin embargo, algunos cambios que han afectado a la modulación de la política monetaria —dentro de su orientación general antiinflacionista— y que han dado lugar a la aparición de algunos problemas nuevos que conviene analizar.

LA COYUNTURA INTERNACIONAL EN 1991

Entre los nuevos condicionamientos destaca, en primer lugar, la coyuntura de la economía mundial, que se ha caracterizado por un tono más depresivo de lo previsto. La mejora en la confianza de los consumidores e inversores que se esperaba después del desenlace de la Guerra del Golfo se está manifestando con considerable retraso y escasa intensidad. Ello revela la presencia de factores depresivos independientes del clima de incertidumbre generado por la guerra, y que están conectados con los desequilibrios generados durante una fase de auge tan larga y tan intensa como fue la precedente.

Los síntomas de recuperación de las principales economías industrializadas son, por el momento, muy débiles, y no se puede descartar la posibilidad de que la nueva fase de expansión sea muy corta y que dé paso a una recaída relativamente rápida

en la recesión, como pasó a principios de los años ochenta.

La principal excepción a este panorama ha sido el comportamiento expansivo de la economía alemana, en la que el poderoso estímulo para la demanda interna que ha supuesto la reunificación —en los términos cambiarios y de política presupuestaria en los que ésta se ha realizado— se ha manifestado en unos ritmos de crecimiento sustancialmente más elevados que en el resto de los países industrializados. La coincidencia de estas presiones de demanda, con una considerable contracción de la oferta en los *Länder* de la antigua República Democrática, ha contribuido a la aceleración de la inflación en Alemania y en otros países, tradicionalmente estables, que se encuentran fuertemente vinculados a la economía alemana por sus transacciones económicas y financieras, y de estricta estabilidad cambiaria. Tal es el caso, por ejemplo, de la economía holandesa.

La discrepancia en la posición cíclica de la economía alemana y el deterioro de su trayectoria de estabilidad —debido a la aparición de una perturbación singular de naturaleza transitoria— han generado algunas dificultades en la coordinación internacional de las políticas económicas y han contribuido, junto a otros factores, a un cambio muy sustancial en la propia naturaleza del SME. Ambos aspectos han afectado a la instrumentación de las políticas monetarias europeas, y también a la de la española, en una forma a la que me referiré posteriormente.

Con todo, el predominio de las tendencias recesivas a escala mundial y el retraso de la esperada recuperación han propiciado un movimiento generalizado, con la sola excepción de Alemania, hacia la suavización de las políticas monetarias. El caso más paradigmático de este movimiento lo constituye la relajación de las condiciones de la oferta monetaria en Estados Unidos, donde los tipos de interés de intervención de la Reserva Federal se han

reducido en ocho ocasiones, y se han colocado en niveles similares, e incluso inferiores, a los que prevalecían en los años previos al ciclo inflacionista de los años setenta. La flexibilización de las condiciones monetarias se ha producido a pesar de un cierto detenimiento en el proceso de consolidación de las políticas presupuestarias.

Aunque sea apartarse un poco del contenido principal de este artículo, conviene señalar que una situación de esta naturaleza no está exenta de riesgos inflacionistas. Es cierto que el comportamiento de la inflación no muestra, por el momento, signos de deterioro a nivel internacional, que las expectativas de inflación, que reflejan los mercados a través de los tipos de interés a largo plazo, tampoco anticipan una aceleración de los precios y que, en general, los agregados monetarios y crediticios transcurren por sendas de crecimiento moderado. Tan moderado que, en algunos casos, los analistas se preguntan si el escaso crecimiento de la liquidez y del crédito no podría actuar como un factor que ahogase la incipiente recuperación.

Sin embargo, frente a estas valoraciones es necesario tener en cuenta, también, que las expectativas de inflación reaccionan siempre, al inicio de los procesos de aumento de la inflación, con cierto retraso, y que los tipos de interés a largo plazo pueden reflejar, en estas circunstancias, un optimismo excesivo que luego no se ve corroborado por los hechos. Paralelamente, el bajo crecimiento de las magnitudes monetarias puede ser el reflejo de una tendencia al aumento de la velocidad de circulación, que podría ser explicado por un descenso en el valor de la riqueza financiera producido como consecuencia de un ajuste inevitable de los precios de los activos financieros. Estos han podido crecer, a lo largo de la última fase expansiva, de una forma que no se correspondía con las posibilidades de rentabilidad real que las economías han mostrado posteriormente.

LA POSICION CICLICA DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Junto a las modificaciones que se han producido en los condicionamientos externos de la política monetaria española, durante 1991 se han ido consolidando, también, cambios muy marcados en la posición cíclica de la economía española. El conjunto de medidas adoptadas desde finales de 1988, con el fin de frenar el ritmo de crecimiento de la demanda interior, y la propia maduración de

un ciclo expansivo que se había caracterizado por su longitud y extraordinaria intensidad, han terminado por reconducir el ritmo de crecimiento del gasto y de la producción hacia una senda más moderada. De esta forma, la economía española ha seguido un cierto paralelismo con el ciclo de las economías más industrializadas, si bien manteniendo un diferencial positivo de crecimiento tanto en el auge como en la recesión.

De hecho, a principios de 1991 la economía española había recorrido la fase descendente del ciclo económico, y el ritmo de crecimiento de la demanda interna y del producto interior bruto parecían haber alcanzado un suelo en torno a tasas considerablemente más moderadas que las que habían prevalecido en años anteriores. La demanda interna, que en 1989 había crecido un 7,8 por 100, en 1990 lo había hecho en un 4,5 por 100, colocándose a finales de ese año por debajo del ritmo de crecimiento del producto. En este comportamiento destaca la desaceleración sufrida por la inversión en bienes de equipo, que ha pasado de las altas tasas que se registraron en el período 1987-1989 (con una tasa media superior al 16 por 100 en términos reales) a experimentar tasas negativas en la segunda parte de 1990, que se han prolongado durante el primer semestre de 1991. De acuerdo con estas tendencias, se espera que en 1991 el ritmo de crecimiento de la demanda se haya situado en el 3,4 por 100, y el de la producción en el 2,6 por 100.

En este clima de menor nivel de actividad, la posición financiera de la empresa se ha visto afectada negativamente por la compresión de los márgenes de explotación, que se había iniciado en la última parte de la fase expansiva y que se ha visto intensificada, recientemente, por el mantenimiento de ritmos elevados de crecimiento de los salarios y por la carestía de los recursos financieros ajenos.

Sin embargo, a pesar de los avances realizados en la contención de la demanda interna, el progreso en la corrección de los desequilibrios de la economía española ha sido lento e insuficiente. La reducción de la tasa de inflación ha sido modesta, y sigue mostrando síntomas preocupantes de resistencia a la baja —principalmente derivados del alto dinamismo de los precios de los servicios y de los salarios— que pueden impedir la continuidad del necesario proceso de convergencia nominal con los países más estables del SME.

En estas condiciones, la política monetaria ha tenido que articular el mantenimiento del tono restrictivo necesario para asegurar la prioridad anti-

inflacionista de la política económica con la necesaria adaptación a la nueva posición cíclica de la economía española, que requería una suavización de las condiciones de restricción que habían estado vigentes en el período anterior. Ello implicaba el levantamiento de las restricciones crediticias que habían estado en vigor en 1990, la vuelta a los mecanismos habituales de control monetario basados en el respeto al libre desenvolvimiento de los mercados y un cierto ajuste de los tipos de interés.

La instrumentación de la política monetaria reciente ha respondido, en líneas generales, a esta orientación. Sin embargo, el predominio de condiciones monetarias más relajadas en otros países han condicionado, y en ocasiones dificultado, el seguimiento de los objetivos domésticos, debido a las restricciones que impone un régimen de tipo de cambio semi-fijo como es el del SME.

La economía española ha registrado durante 1991 una reducción muy pronunciada de los tipos de interés. Hasta noviembre, el tipo básico de intervención del Banco de España se ha recortado en seis ocasiones, que han totalizado una reducción de 2,2 puntos. Por su parte, el tipo de emisión de las letras del Tesoro se ha rebajado en 2,7 puntos.

Los diferenciales de tipos de interés con Alemania se han reducido de forma muy marcada. El tipo de interés de la subasta decenal del Banco de España era, en enero de 1990, 6,5 puntos superior al tipo de interés lombardo, y en enero de 1991, 5,7 puntos; pero en octubre de este año esta diferencia se había reducido a 3,25 puntos. Los diferenciales con los restantes países del SME y con Estados Unidos también se han reducido, aunque con menos intensidad; sólo con el Reino Unido, que ha experimentado recortes muy pronunciados de tipos, las diferencias han aumentado. Este movimiento de aproximación de los tipos de interés españoles a los europeos se ha trasladado a todos los plazos, lo que refleja, en principio, unas expectativas arraigadas de convergencia de los tipos de interés nominales.

La magnitud del ajuste de los tipos de interés nominales en España ha sido sensiblemente superior a las ganancias experimentadas en el terreno de la inflación, por lo que los tipos de interés reales (ajustados de la inflación pasada) han registrado también recortes significativos. De esta forma, los tipos de interés reales españoles se han aproximado a los tipos de interés de los países europeos, siendo esta aproximación más pronunciada en los tipos a más largo plazo. Como consecuencia de ello, el tipo de interés real de la deuda pública a

largo plazo se ha llegado a colocar en España, en los últimos meses, en niveles ligeramente inferiores a los registrados en Francia.

Este descenso de los tipos de interés refleja, en parte, la adecuación del tono de la política monetaria a los progresos realizados en materia de reducción de la inflación y a la nueva posición cíclica de la economía española, una vez que las medidas adoptadas para reducir el ritmo de crecimiento de la demanda interna han producido el resultado buscado. Pero, en parte, también han sido consecuencia de la restricción procedente de los compromisos de estabilidad cambiaria, en un contexto en el que las políticas monetarias han tendido mayoritariamente hacia una cierta relajación, y en el que los pasos dados hacia la liberalización de los movimientos de capital y la mayor integración de los mercados financieros han reforzado la tendencia hacia la convergencia de los tipos de interés.

La pauta temporal y la intensidad de las reducciones de los tipos de interés se han visto afectadas por la restricción exterior impuesta por los compromisos de estabilidad cambiaria, especialmente en los meses de marzo a mayo, en los que la peseta se situó en el límite de máxima apreciación dentro del SME. Sin embargo, en los últimos meses dichas tensiones han desaparecido, y la peseta se ha desenvuelto sin problemas en la parte alta de la banda del SME.

Así, puede decirse que la evolución monetaria en el último año ha sido un ejemplo claro de cómo las restricciones exteriores pueden afectar a la política monetaria española. Parece que la pérdida de autonomía en el manejo de las políticas nacionales, que se está manifestando en todas las economías como resultado de la creciente interdependencia, está afectando a España con especial intensidad como consecuencia de la aceleración de la integración europea y de nuestra tardía incorporación a ésta. Por ello, merece la pena detenerse en la consideración de este aspecto.

Desde bastante tiempo antes de la entrada de la peseta en el SME, en la economía española existían límites efectivos para la libre fluctuación del tipo de cambio y, en consecuencia, para la plena autonomía de la política monetaria. Estos límites se derivaban de la influencia negativa que la excesiva variabilidad del tipo de cambio ejercía sobre la actividad real, sobre la formación de las expectativas, sobre el necesario clima de certidumbre de las decisiones a medio y largo plazo de los agentes económicos y, sobre todo, sobre los flujos de comercio y la especialización de la estructura produc-

tiva. Ello había llevado al seguimiento flexible de ciertos objetivos no oficiales del tipo de cambio.

Sin embargo, las limitaciones que se derivaban para el diseño de las políticas económicas nacionales y para la toma de decisiones, como consecuencia de la búsqueda de una cierta estabilidad cambiaria, no estaban formalizadas, y los agentes económicos no eran plenamente conscientes de ellas, por lo que la economía española se encontraba en una situación poco favorable: estaba sometida a las limitaciones propias de la pertenencia a un área de tipo de cambio fijo, pero, en cambio, no estaba en condiciones de aprovechar las ventajas potenciales de un sistema de estas características.

La alternativa a la entrada en el SME habría sido usar el margen de autonomía de la política monetaria fuera del SME para aplicar dosis de restricción monetaria superiores, aceptando una apreciación mayor del tipo de cambio. Pero esta alternativa no habría conducido probablemente a una mejora de la convergencia, y habría generado, en cambio, numerosos problemas, cuyo análisis desborda el marco de este trabajo.

En cambio, la formalización de unos compromisos de fijeza cambiaria (con ciertos márgenes de flexibilidad y con la posibilidad de corregir la acumulación de desequilibrios a través de realineamientos, si fuera necesario) aparecía como una alternativa más consistente, que permitía obtener los beneficios de credibilidad y de disciplina de un sistema de estas características, detener los círculos viciosos, que conducían a permanentes apreciaciones del tipo de cambio, y acelerar la transición hacia un nuevo régimen de política económica similar al de los países estables del SME, y basado en los siguientes elementos: prioridad de la estabilidad económica, establecimiento de un marco de certidumbre para las decisiones de medio y largo plazo que facilite la formación de expectativas con un horizonte de estabilidad de precios, y renuncia al uso del tipo de cambio como instrumento para acomodar la falta de disciplina o de eficiencia, lo que significa que la mejora de la competitividad se tiene que basar en la moderación de los costes interiores.

La experiencia de los países que han recorrido este camino, o que lo han intentado, muestra que dicha transformación lleva tiempo, exige ajustes en la conducta de los agentes y de las instituciones, y comporta fricciones, porque es muy difícil converger desde tasas de inflación más altas en un marco de elevada integración económica y financiera y con tipos de cambio semi-fijos. Es un cambio muy profundo, cuyo éxito no está asegurado.

LA COORDINACION DE LAS POLITICAS MONETARIAS EN EL AMBITO COMUNITARIO

La experiencia reciente muestra que durante el proceso de convergencia de la economía española con los países más estables del SME tiene una gran importancia el papel ambivalente que puede desempeñar la restricción externa como estímulo de disciplina y de credibilidad que favorece el cambio de régimen de la política económica, pero también como límite para la autonomía de ésta.

Las restricciones exteriores, derivadas, en primer plano, de los compromisos cambiarios asumidos en el SME, pero también, en un nivel más profundo, de la propia integración económica, pueden favorecer un cambio en la conducta de los agentes y de las instituciones en la dirección necesaria para hacer posible el asentamiento de un esquema de funcionamiento económico en el que la estabilidad esté más arraigada, pero pueden también obstaculizar, en algunos momentos, la aplicación de las políticas de estabilidad necesarias para converger, como postula la conocida crítica de Walters.

Mientras no se alcance la convergencia nominal necesaria, la economía española puede desenvolverse entre la posibilidad de un círculo virtuoso, en el que la estabilidad y la fortaleza del tipo de cambio aceleren el proceso de ajuste y reduzcan sus costes, y la posibilidad de un círculo vicioso, en el que la restricción exterior actúe como una limitación, más o menos severa, para aplicar las políticas necesarias orientadas a la estabilidad.

La solución de los problemas que plantea la creciente interdependencia debe abordarse desde la coordinación de las políticas monetarias propia de las fases de transición hacia la unión monetaria, y a partir de los condicionamientos derivados de la nueva situación que atraviesa el SME, que está dando lugar a la aparición de nuevos dilemas de política económica que también afectan al margen de autonomía de la política monetaria española.

Es conveniente, por tanto, considerar estos posibles dilemas no sólo desde la perspectiva habitual de las restricciones que el SME puede imponer a la consecución de los objetivos domésticos, sino también desde la perspectiva del distinto significado que para el conjunto del sistema puede tener la resolución de los mismos en una u otra dirección, limitando la capacidad de actuación de unos u otros países. Por ello, me ha parecido apropiado finalizar esta ponencia con una revisión de los prin-

cipales problemas que plantea la coordinación de las políticas monetarias en el ámbito comunitario desde la realidad actual del SME.

Aumento de la credibilidad de la parrilla de paridades

En los últimos años, se ha producido un cambio muy profundo en la política económica de los países comunitarios como consecuencia de la creación de un mercado único de factores, bienes y servicios y del avance hacia la unión monetaria. Estos proyectos, además de afectar decisivamente a las reglas de conducta y a las expectativas de agentes e instituciones, han inducido una marcada transformación del propio SME.

En el pasado, el deseo de los países con menor estabilidad de evitar devaluaciones, determinaba que las políticas disciplinadas que aplicaba el Bundesbank tuviesen efectos estabilizadores sobre toda la zona. Se trataba de un sistema asimétrico puro, en el que las políticas monetarias estrictas, que fundamentaban la fortaleza del marco, suministraban el anclaje nominal para toda el área de estabilidad cambiaria. Las monedas de los países con más inflación se comportaban como monedas débiles, sometidas a unas expectativas de depreciación; por lo que, para asegurar el compromiso de estabilidad cambiaria, se veían obligadas a practicar políticas monetarias estrictas y tipos de interés elevados. Como se sabe, de esta forma las monedas débiles podían importar la disciplina y la reputación del Bundesbank.

Sin embargo, en los últimos dos años la situación ha cambiado drásticamente:

En primer lugar, diversos factores han inclinado a los gobiernos a renunciar al uso frecuente de los realineamientos de paridades que el propio SME permite. Los gobiernos parecen pensar que la mejor forma de obtener con rapidez el cambio en la conducta de los agentes y de las instituciones que se espera de un sistema de tipo de cambio semi-fijo es a través de una explotación intensiva de las propiedades estabilizadoras de un régimen de esta naturaleza, tratando de aprovechar al máximo los efectos de la estabilidad cambiaria. Paralelamente, los gobiernos esperan que el mantenimiento de una cierta fijeza del tipo de cambio suministre la preparación adecuada para la unión monetaria.

Estos argumentos han venido a sumarse a la escasa virtualidad que normalmente se atribuye a las modificaciones del tipo de cambio como instru-

mento para aliviar, de forma sostenida, los problemas de competitividad, frente a los efectos negativos que las devaluaciones suelen tener sobre el comportamiento de los precios y la formación de las expectativas.

Por último, habría que citar que la creciente integración económica y financiera de Europa tiende a homogeneizar las estructuras productivas y a reducir grandemente la probabilidad de perturbaciones asimétricas, en las que los ajustes cambiarios serían la respuesta de política económica adecuada. En la nueva situación de la Europa comunitaria, las perturbaciones asimétricas más probables son las que, precisamente, proceden de distorsiones en los mercados de trabajo, en forma de presiones salariales excesivas, o de los sesgos inflacionistas de las políticas domésticas. Situaciones en las que la devaluación del tipo de cambio tendría unos efectos acomodantes muy poco recomendables.

En cualquier caso, los mercados han captado y asimilado esta orientación de las autoridades a través de la conducta reciente del SME, que no ha registrado realineamientos de paridades desde 1987, a pesar de que ha habido períodos en los que se han producido rumores generalizados y pronunciamientos explícitos en esta dirección.

En esta situación, la parrilla de paridades ha alcanzado una elevada credibilidad, y los movimientos de capital se han orientado en la dirección de reforzar la estabilidad de los compromisos cambiarios vigentes. Los enfoques académicos argüían que la plena liberalización de los movimientos de capital podía generar procesos especulativos muy intensos que imposibilitasen el mantenimiento de los tipos de cambio establecidos, si no se daban unas condiciones satisfactorias de convergencia. La evolución efectiva reciente refleja, sin embargo, un predominio de las expectativas de un comportamiento disciplinado de las autoridades, las cuales confieren un carácter estabilizador de los tipos de cambio a los movimientos de capital de corto plazo.

El aumento de la credibilidad de la parrilla de paridades tiene numerosas e importantes repercusiones para la conducción y la coordinación de las políticas económicas.

En primer lugar, desaparecen las expectativas de depreciación de las monedas de los países con tasas de inflación más elevadas, por lo que si estos países mantienen tipos de interés nominales más elevados, como corresponde a su pretensión de converger con los países más estables, se ven

afectados por entradas de capital, que hacen que su moneda se comporte como una moneda fuerte. Es decir, puede surgir la llamada paradoja de los tipos de interés, o de los tipos de cambio, según la cual las monedas inflacionistas se comportan como monedas fuertes, mientras que las monedas de países más estables pueden comportarse como monedas débiles.

En definitiva, el aumento de la credibilidad de los compromisos cambiarios refuerza la tendencia hacia la convergencia de los tipos de interés nominales, con relativa independencia de la convergencia en materia de inflación, lo que supone una reducción sustancial del posible margen de autonomía para diferenciar las políticas monetarias nacionales de acuerdo con las exigencias de la problemática doméstica de cada país. Ello puede implicar, especialmente, que los países más inflacionistas no puedan diferenciar suficientemente sus políticas monetarias, en consonancia con la necesidad de abordar objetivos de estabilización más rigurosos, por lo que aumentan los riesgos de que estos países se vean privados de los instrumentos necesarios para converger en materia de inflación, surgiendo, entonces, mayores probabilidades de que se produzcan los círculos viciosos que preconiza la crítica de Walters.

De forma similar, en la nueva situación del SME, el desbordamiento de los efectos de las políticas presupuestarias de unos países sobre otros se hace más pronunciado. Así, por ejemplo, si un país de alta inflación adopta una combinación de políticas que hace descansar sobre la política monetaria la mayor parte de los esfuerzos de estabilización, permitiendo mayor holgura a la política presupuestaria, ello ejerce una presión al alza sobre los tipos de interés que puede afectar al área en su conjunto y restringir el margen de maniobra de las monedas más débiles o de los países que, en función de su situación interna, deseen aplicar políticas monetarias más relajadas.

Cambios en el comportamiento inflacionista de los países miembros del SME

Junto al aumento de la credibilidad de la parrilla de paridades, se han producido también cambios muy significativos en el comportamiento inflacionista de los países pertenecientes al mecanismo de cambios. Un núcleo importante de países ha asimilado las propiedades estabilizadoras del sistema, ha completado el cambio de régimen de la política económica y se ha situado en una senda duradera y sostenible de estabilidad. A la vez, Ale-

mania se ha visto sometida a una perturbación singular, con motivo de la reunificación, que se ha traducido en un deterioro sensible de su tasa de inflación: en el período 1991-1992 la inflación alemana va a estar en torno al 4 por 100, tasa superior a la de otros países del Sistema, y que se sitúa dos puntos por encima de lo que el Bundesbank considera normalmente compatible con el concepto de estabilidad.

Este patrón de comportamiento de las tasas de inflación supone que el modelo asimétrico del SME ya no funciona de la misma forma que lo había hecho durante la década de los ochenta.

En primer lugar, no puede decirse que la actual tasa de inflación alemana esté actuando como factor de contención de la inflación en el área en su conjunto; por un lado, porque hay países que tienen mejor comportamiento inflacionista y, por otro, porque algunos países están recibiendo incluso impactos desfavorables procedentes de la inflación alemana, bien directamente a través de los precios de los productos importados de Alemania, bien a través de los efectos sobre las expectativas y los salarios. Tal parece ser el caso de la economía holandesa.

En segundo lugar, el núcleo de los países estables no parece necesitar ningún anclaje externo para mantener la prioridad anti-inflacionista de sus políticas económicas. Estos países han alcanzado un punto en el que éstas tienen credibilidad por sí mismas.

Finalmente, tampoco los países con mayores problemas inflacionistas encuentran en la estabilidad del tipo de cambio de sus monedas con el marco un resorte fundamental para la convergencia en materia de inflación. Por el contrario, se dan situaciones en las que los mecanismos de disciplina cambiaria actúan como una restricción para aplicar las políticas de estabilidad necesarias.

Todo ello no quiere decir que la contribución del marco a la estabilidad del área no continúe siendo decisiva. Las perturbaciones que sufre la economía alemana tienen un carácter transitorio, y así lo anticipan los mercados que atribuyen al marco los tipos de interés a largo plazo más bajos. A medio plazo, resulta difícilmente concebible un área de estabilidad económica en Europa si dicha estabilidad no se da en Alemania. Por todo lo cual, el papel del marco seguirá siendo fundamental, aunque ya no funcione como ancla del sistema en la misma forma en que lo ha estado haciendo a lo largo de toda la década de los ochenta.

Controversias actuales sobre la política monetaria global de la CE

En la situación actual, las reglas de decisión ya no son tan claras como lo eran en un sistema asimétrico puro, donde todos los países debían seguir la pauta de estabilidad que fijaba el país líder. Así pueden surgir, y de hecho están surgiendo, algunas controversias a la hora de definir el tono global de la política monetaria en la Comunidad, o la política cambiaria del ecu frente a terceras monedas, o a la hora de dirimir conflictos como los que pueden surgir en situaciones de paradoja de tipos de interés.

Así, por ejemplo, en la situación actual algunos países argumentan que las condiciones monetarias globales del área no deberían establecerse atendiendo a los requerimientos de la situación especial por la que atraviesa Alemania, y que los niveles de estabilidad que registran otros países de gran dimensión, como Francia, les capacita para ejercer el liderazgo en la fijación de los tipos de interés a través de un sistema de anclaje compartido.

Sin embargo, otros países temen que recurrir a un sistema de anclaje compartido en una situación, como la actual, en la que los países más estables, con la excepción de Alemania, están atravesando por una fase de recesión, implique una relajación del tono de las políticas monetarias que dificulte las tareas de estabilización de los países más inflacionistas.

También se plantean conflictos, debido a la ausencia de reglas de decisión claras, cuando se registran tensiones cambiarias entre dos monedas que no desempeñan funciones reconocidas de anclaje. Sobre todo cuando esas tensiones se registran en una situación paradójica, en la que la moneda fuerte corresponde a un país con mayor tasa de inflación, y con mayores problemas de convergencia, y la moneda débil pertenece a un país con un alto nivel de estabilidad.

Una situación de estas características plantea problemas en dos áreas diferentes, pero relacionadas entre sí: la definición del tono monetario adecuado en el conjunto del área y la de la elección del *policy-mix* adecuado en cada país.

La toma de decisiones en situaciones de tensión, como la descrita en la llamada paradoja de los tipos de interés, debe abordarse con una visión de conjunto, y no basta un enfoque bilateral. Una solución de esta clase de conflictos a favor de los intereses del país más estable, para aliviar la debilidad cíclica de su economía, podría suponer una relajación de las condiciones monetarias del área

que, a su vez, podría hacer más difícil la convergencia nominal en toda la zona. Una definición más simétrica de las políticas monetarias requiere, en cambio, la adopción de decisiones a través de un sistema de coordinación que tenga en cuenta los intereses globales del área, entre los que se deben incluir las dificultades de convergencia de los países con mayor inflación.

En el pasado, todo intento de coordinación de políticas o de mayor simetría en las decisiones fue rechazado porque era visto como una vía para introducir una peligrosa relajación en la política monetaria del país ancla. Sin embargo, en este tipo de situaciones, la coordinación estaría libre de toda sospecha, ya que supondría mayor restricción monetaria en el área y serviría al objetivo de la mejora en la convergencia hacia tasas bajas de inflación.

El principal obstáculo para que la coordinación de las políticas se realice, teniendo en cuenta las dificultades de convergencia de los países con mayor inflación, es el temor de los países más estables a que su sacrificio, en términos de menor crecimiento, no sea aprovechado para mejorar la convergencia de los países con mayor inflación, sino para mantener políticas subóptimas; en particular, temen que ese margen sea usado para seguir descansando en la política monetaria como principal instrumento anti-inflacionista y para retrasar el ajuste de la política presupuestaria o la necesaria moderación de los salarios nominales.

Por ello, la solución de los problemas planteados por la llamada paradoja de los tipos de interés requiere la adopción de los *policy-mix* apropiados en cada país. Ello significa que la coordinación de las políticas monetarias no puede hacerse sin una valoración global del conjunto de la situación macroeconómica de los países implicados, y que ésta debe tener en cuenta la contribución que corresponde a cada instrumento de la política económica, y no sólo a los monetarios.

En líneas generales, éstos son los términos en los que están planteados los ejercicios de coordinación *ex-ante* de las políticas monetarias y de supervisión *ex-post*, que están realizando, ya desde el comienzo de la primera fase de la unión monetaria, tanto el Comité de Gobernadores como el Consejo ECOFIN. Ello significa, desde el punto de vista de la política presupuestaria, que no es suficiente atender al cumplimiento de una serie de reglas de disciplina en cuanto a la dimensión del déficit y a su financiación, sino que también es necesario discutir, desde un punto de vista macroeconómico, su adecuación a los requerimientos de convergencia.

CONCLUSION

He querido insistir, a lo largo de este artículo, en aquellos aspectos de la política monetaria española que más sobresalen desde la perspectiva de su coordinación con las restantes políticas monetarias comunitarias. He planteado así mi exposición porque creo que esta dimensión es la que está adquiriendo mayor importancia conforme avanza nuestra participación en el proyecto de unión monetaria europea.

La política monetaria pertenece todavía al ámbito de los instrumentos sometidos a las soberanías

nacionales, y así será hasta que no se dé el paso a la tercera fase, cuando dicha soberanía sea transferida a una autoridad monetaria supranacional.

Sin embargo, durante el proceso de transición, la eficacia de la contribución de la política monetaria a la consecución de la convergencia nominal necesaria dependerá de la adaptación de todos los agentes —y, por tanto, de los restantes instrumentos de la política económica— a las restricciones exteriores que impone la participación en un área monetaria integrada, y de la adecuada coordinación a escala comunitaria de las políticas económicas nacionales.