

LA POLÍTICA MONETARIA EN EL NUEVO MARCO EUROPEO

Luis RODRIGUEZ SAIZ
Jesús PAUL GUTIERREZ

I. INTRODUCCION

Entendemos por nuevo marco de la política monetaria española el que se va configurando a partir del momento de la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (SME). Por tanto, a las vicisitudes por las que atraviesa nuestra política monetaria desde entonces, y a las que tendrá que afrontar en un futuro próximo, va dirigido principalmente este trabajo. Sin embargo, como no resulta fácil comprender el proceso sin una referencia previa al contexto en que, hasta el momento de la integración, operó dicha política, comenzaremos refiriéndonos a ello brevemente.

Como es bien conocido, es en el año 1974 cuando empieza a aplicarse en España una política monetaria activa, siguiendo los esquemas que ya eran habituales en los principales países desarrollados desde comienzos de la década.

En su instrumentación, se eligió como objetivo intermedio la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas (M3), por la mayor capacidad de control de este agregado monetario, frente a los tipos de interés, y porque esta variable era la que tenía más relevancia como lazo de unión entre los fenómenos monetarios y los fenómenos reales y, por consiguiente, como vehículo de transmisión entre la política monetaria y la evolución de la coyuntura (Rojo, y Pérez, 1977).

Este objetivo se mantuvo durante un decenio, con importantes dificultades de consecución en los setenta y un grado de eficacia muy superior desde 1980, para situar la tasa de crecimiento efectiva dentro de los límites de la banda fijada como objetivo.

Sin embargo, nuestro sistema financiero había comenzado decididamente, también a partir de 1974, una profunda reforma para aproximarse en su funcionamiento a los esquemas de libertad pro-

prios de una economía de mercado; en este contexto, se estaba produciendo un vigoroso proceso de innovación financiera y la aparición de nuevos intermediarios e instrumentos financieros, junto a la transformación de los existentes. Estos instrumentos —bonos de caja y tesorería, pagarés de empresa y bancarios, letras, títulos hipotecarios y pagarés del Tesoro— tuvieron una gran difusión y una favorable acogida, por parte de los ahorradores, como consecuencia de su gran liquidez y superior rentabilidad frente a los tradicionales depósitos bancarios.

Pero, lógicamente, este proceso hizo que las disponibilidades líquidas perdieran importancia como fuente única de determinación de los flujos de gasto nominal o monetario, a consecuencia de la proliferación de esos activos muy líquidos y, por tanto, próximos al dinero. «En efecto, todo lo anterior mostraba que la relación entre M3 y el gasto monetario perdía estabilidad, al tiempo que una nueva variable más comprensiva que la anterior, los activos líquidos en manos del público, registraba una relación más estable y significativa con el nivel de gasto monetario» (Gil, 1984).

La situación descrita alcanzó su máximo desarrollo durante el año 1983, en el que las autoridades, sin establecer un objetivo de crecimiento para los activos líquidos en manos del público (ALP), siguieron su evolución para, en caso necesario, provocar correcciones en la evolución de M3. Por otra parte, en ese mismo año, el crecimiento de los factores autónomos de creación de liquidez, a consecuencia sobre todo de las necesidades de financiación del déficit público, forzaron al Banco de España a la emisión de un elevado volumen de certificados de regulación monetaria (CRM), cuyos altos tipos de interés provocaron elevados costes de control monetario a nuestro banco emisor. Todo ello aconsejó, a finales de 1983, la modificación del coeficiente de caja, incluyendo en él a los nue-

vos instrumentos financieros, y su elevación hasta el nivel del 18 por 100 (1).

A partir de enero de 1984, una vez modificado el coeficiente de caja y mejorada la información estadística sobre los componentes de ALP, las autoridades fijaron el nuevo objetivo intermedio en términos de tasa de crecimiento de dicha magnitud, que no implicó, sin embargo, el abandono de M3, que se consideró también un objetivo intermedio a más corto plazo por parte del Banco de España (Parejo, Rodríguez Saiz, y Cuervo, 1991).

A lo largo de 1986, la inestabilidad en la demanda de los ALP «llevó al Banco de España a relegar, transitoriamente, en ciertos períodos, sus objetivos de cantidades, poniendo mayor énfasis en lograr una evolución ordenada de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios» (Banco de España, *Informe anual*, 1987).

En efecto, ya en el momento de realizar la programación monetaria para 1986, las autoridades debieron enfrentarse a una serie de problemas derivados de las dificultades de previsión del crecimiento de la demanda de ALP a lo largo del año, como consecuencia de diversos factores, entre los que destacaban las repercusiones de la implantación del IVA y los provocados por los cambios en la normativa fiscal de determinados activos financieros de la Ley 14/1985. Ante lo incierto de la situación, los objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero se fijaron de forma más flexible, estableciendo una banda de tres puntos para la senda de crecimiento de los ALP, pero renunciando a precisar *a priori* un punto de referencia dentro de la misma, reservándose la posibilidad de tratar de situarse en alguno de sus extremos a medida que se tuviese información sobre la evolución de la demanda de ALP.

En 1987, se acentuaron las dificultades del año anterior, registrándose una notable inestabilidad en los agregados monetarios y una desviación total del objetivo de crecimiento de ALP, que, habiendo sido fijado por las autoridades en una banda del 6,5-9,5 por 100, se concretó en un 14,3 por 100. Contribuyeron a ello las mismas razones que el año anterior y los cambios en la financiación del déficit público, que provocaron reajustes en las carteras del público, variaciones en la velocidad de circulación de los componentes de ALP, muy sensibles a la evolución de los tipos de interés, y, en consecuencia, un notable empeoramiento de la relación entre la evolución de ALP y la del PIB nominal, lo que puso en duda el mantenimiento de este agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria.

Como, de forma acertada, señala Raimundo Ortega, «estos episodios de 1987 revelaban ya la creciente pérdida de autonomía de la política monetaria en un contexto de economías interdependientes, en el que los flujos internacionales de capitales no tienen prácticamente obstáculos para explotar posibles inconsistencias entre políticas de tipos de interés internos y política de cambios» (Ortega, 1988, pág. 32).

Durante 1988, sin embargo, se recuperó en gran medida la estabilidad monetaria; la tasa de crecimiento de los ALP se situó en el límite superior de la banda objetivo, los mercados monetarios tendieron a normalizarse y los tipos de interés se redujeron, aproximándose a los de los mercados internacionales. Ello no obstante, la aparición de tensiones inflacionistas en los últimos cuatro meses del año hizo que las autoridades volvieran a utilizar políticas monetarias restrictivas, iniciándose un proceso de escalada de los tipos de interés.

Al comenzar 1989, se mantenían las tensiones, a pesar de la elevación de los tipos de interés. En febrero, las autoridades tuvieron que recurrir a elevar el coeficiente de caja y a establecer un depósito obligatorio no remunerado en el Banco de España del 30 por 100 de financiación exterior de los residentes.

En efecto, tras el verano de 1988, la economía española comenzó a presentar claros síntomas de crecimiento excesivo de la demanda nacional, acompañados de un deterioro muy rápido de las cuentas exteriores, con aceleración de costes y precios, y agravamiento de las expectativas de inflación. En estas circunstancias, y en ausencia de los necesarios apoyos de otras políticas económicas, la política monetaria había de tener, forzosamente, un carácter contractivo y riguroso.

A pesar de ello y de las medidas complementarias adoptadas, al final del primer semestre de 1989 la demanda interna seguía presionando con fuerza, sin que la política aplicada fuera capaz de doblegarla; en medio de estas tensiones se decide, a partir del 19 de junio de este año, la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME.

II. LA POLÍTICA MONETARIA TRAS LA INTEGRACIÓN DE LA PESETA EN EL SME

En efecto, en las circunstancias citadas, las autoridades españolas pensaron que, quizá, el camino más adecuado para remediar la falta de credibilidad y eficacia que la política monetaria española

estaba padeciendo, consistía en asumir el compromiso de una mayor fijeza del tipo de cambio, en el marco de una más estrecha y vinculante coordinación de las políticas económicas españolas con las de los demás países del SME.

Las políticas monetarias y de tipo de cambio que venían practicándose por el Banco de España ya desde 1986 —es decir, tres años antes de la adhesión al SME— tenían como objetivo la convergencia respecto al resto de los países de la Comunidad, lo que planteó frecuentes conflictos entre los objetivos monetarios cuantitativos y la consecución de los límites de referencia establecidos para el tipo de cambio. La adhesión definitiva a los tipos de cambio del SME buscaba, ante todo, mejorar la capacidad de la política monetaria española para alcanzar su objetivo básico (el control de la inflación) a través principalmente de los efectos de disciplina y credibilidad que proporciona la estabilidad de los tipos de cambio.

El efecto disciplina (2) se produce, fundamentalmente, porque el mantenimiento del tipo de cambio, con una mayor tasa de inflación interior, se traduce en los costes que comporta el deterioro de la competitividad frente al exterior. Los productos nacionales reciben estímulos para competir, al no poder compensar, vía modificación del tipo de cambio, esta tasa de inflación diferencial. A su vez, el menor precio de los productos importados actúa como límite en la subida de precios de muchos productos interiores.

El efecto credibilidad (3) se deriva de la mayor confianza de los agentes respecto a un objetivo más permanente, como es el definido en términos de mantenimiento del tipo de cambio, lo que obliga a seguir la estrategia antiinflacionista de los países de mayor estabilidad dentro del Sistema (Fernández de Lis, 1990).

Sin embargo, el anclaje que suministra la estabilidad del tipo de cambio sólo es eficaz en la medida en que aquélla es percibida por los agentes como permanente a medio plazo, y ello sólo resulta posible si el crecimiento de la liquidez es compatible con la tasa de inflación existente en el área económica de estabilidad cambiaria. Esto obligó a las autoridades al seguimiento de una estrategia mixta que compatibilizase el crecimiento de los ALP con el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta dentro de la banda de ± 6 por 100 acordada con la incorporación al SME (Escrivá, y Malo de Molina, 1991).

Ante la imposibilidad de alcanzar ambos objetivos con un solo instrumento —la variación de los

tipos de interés a corto—, las autoridades se han visto forzadas a recurrir a otras medidas complementarias, consideradas poco ortodoxas, aunque haya sido de forma transitoria.

En efecto, a pesar del endurecimiento de la política monetaria y de los controles de cambios establecidos, los agregados monetarios y crediticios seguían registrando una notable aceleración, por lo que, unos días después de la incorporación al SME, las autoridades tuvieron que controlar de forma directa la expansión de la liquidez, imponiendo limitaciones al crecimiento del crédito bancario al sector privado.

Estos controles se mantuvieron a lo largo del segundo semestre de 1989 y durante todo el año 1990, y el cumplimiento de los objetivos de enfriamiento de la economía, junto con los compromisos cambiarios, resultó posible gracias a estas restricciones, puesto que el crecimiento de los ALP rebasó en ambos años el límite superior de la banda objetivo, a pesar del crecimiento de los tipos de interés y de su diferencia en más respecto a los comunitarios.

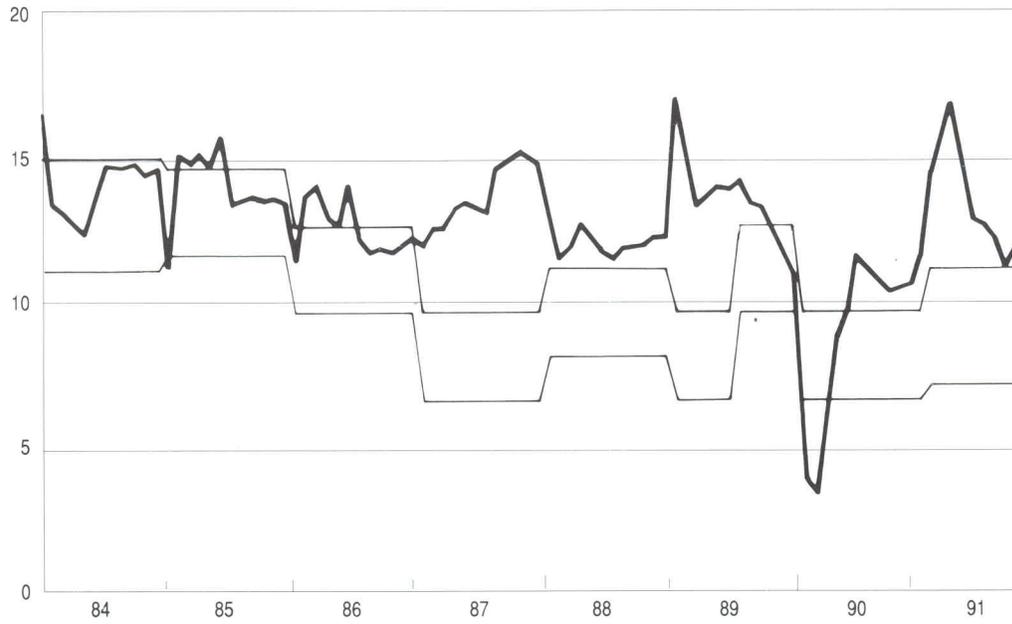
En el año 1991, la política monetaria ha seguido manteniendo los mismos objetivos de control de la inflación y estabilidad cambiaria dentro de la banda ancha del SME. El objetivo monetario de crecimiento de los ALP se ha ampliado a una banda entre el 7 y el 11 por 100, pero en su instrumentación sólo ha podido contar con los mecanismos de mercado, al suprimirse tanto las restricciones al crecimiento del crédito bancario como el depósito previo del 30 por 100 sobre los créditos exteriores.

A pesar de ello, parece que se está logrando un grado aceptable de consecución de los objetivos, por un doble motivo: la menor actividad desarrollada por los principales demandantes de crédito, a consecuencia del enfriamiento, acaso excesivo, de la economía española, y el descenso en los tipos de interés de los principales países, que ha forzado a practicar una política de descenso moderado también de los nacionales para mantener a la peseta sin rebasar el límite superior de su banda de fluctuación.

Esta estrategia de descenso de los tipos de interés, acordada a la vez que se ha anunciado el adelantamiento de un año en el sistema de libre circulación de capitales, ha propiciado un descenso en la presión apreciativa sobre la peseta que, a finales del verano, ha abandonado el límite superior de la banda, permitiendo en los últimos meses del año un cierto respiro para la política monetaria.

Gráfico 1

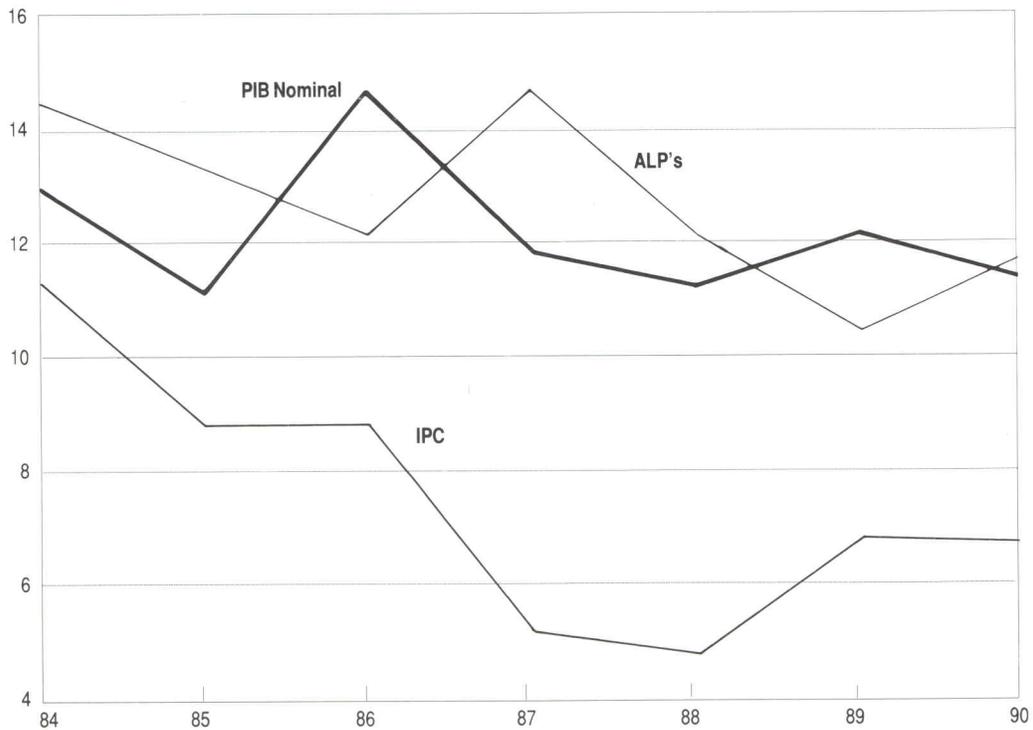
ACTIVOS LIQUIDOS EN MANOS DEL PUBLICO
(Tasa acumulada)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 2

TASAS DE VARIACION DEL PIB, LOS ALP Y EL IPC
(En porcentaje)



Fuente: INE y Banco de España.

III. LA SOLEDAD DE LA POLITICA MONETARIA

Como hemos visto, cuando se produce la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME, la política monetaria española estaba atravesando una fase de especial dificultad, que obligaba a las autoridades a reforzar su instrumentación con medidas poco ortodoxas y en nada acordes con el proceso de liberalización financiera aceptado en el marco de la unión económica y monetaria.

Este conjunto de circunstancias anómalas, que se extendieron a lo largo del bienio 1989-1990, fueron la consecuencia inevitable de lo que podemos considerar como los cuatro errores clave de la política económica española de regulación de la coyuntura:

Primero: *Utilizar exclusivamente una política de contracción de la demanda, sin impulsar el crecimiento de la oferta.*

El error radica, una vez más, en un tratamiento inadecuado de los problemas que ha de resolver la política económica, al no atender a las causas de los desequilibrios, sino a sus manifestaciones simples. En efecto, el exceso de demanda interna, generador de tensiones inflacionistas, no es sino la manifestación de la incapacidad de la oferta para seguir el crecimiento de la demanda, y esta incapacidad es, a su vez, el resultado de la insuficiencia del equipo capital de la economía española, tanto en volumen como en calidad, tras un decenio (1975-1985) de contracción de la inversión.

La causa última del déficit exterior y de la inflación no es otra que la falta de capacidad productiva de la economía española (Mauleón, 1990), y en estas circunstancias, sólo las políticas fiscales y estructurales dirigidas a mejorar la competitividad de nuestra economía podían suponer una solución a los problemas planteados.

Por tanto, la política a aplicar debería haber sido muy diferente. En lugar de utilizar una política monetaria restrictiva para enfriar la economía, ésta debería haber limitado su objetivo a conseguir una mayor estabilidad financiera y, por tanto, un marco de menor incertidumbre, en tanto que otras políticas se dirigían al fomento del ahorro nacional, variable estrategia fundamental para financiar el proceso inversor reiniciado con fuerza a partir de 1986, y único generador de los aumentos de productividad necesarios para corregir los desequilibrios de la economía española.

Segundo: *No utilizar unas políticas presupuestaria y fiscal adecuadas*

Al comenzar 1989, nuestra economía tenía planteada una serie de problemas surgidos ya en los últimos cuatro meses del año anterior. El crecimiento excesivo de la demanda interna respecto a la capacidad productiva, diagnosticado como «re-calentamiento», estaba produciendo tensiones inflacionistas y acentuando el desequilibrio de la balanza comercial, a la vez que los tipos de interés se encontraban en una fase de crecimiento derivado de la política monetaria aplicada en el último trimestre de 1988. Simultáneamente, existían tensiones político-sociales derivadas de la falta de diálogo entre empresarios, sindicatos y gobierno.

En estas circunstancias, parecía conveniente diseñar una política presupuestaria de signo restrictivo y propiciar una mayor moderación salarial. De esta forma, hubiera resultado más fácil la contención del crecimiento de la demanda interior y de los costes laborales, con las consiguientes menores tensiones sobre los precios y sobre el déficit exterior, aliviando al mismo tiempo la presión sobre la política monetaria, lo que permitiría mantener unos tipos de interés más bajos y menores tensiones sobre el tipo de cambio de la peseta (Rodríguez Saiz, y Paúl, 1990).

Sin embargo, las políticas presupuestaria y fiscal seguidas en el bienio 1989-1990 han diferido sensiblemente de lo que podría considerarse como óptimo, tanto por la cuantía del déficit como por la estructura de los ingresos y gastos públicos.

La política presupuestaria debería jugar un papel destacado en la recuperación del ahorro privado, mediante una reducción de la presión fiscal directa, a la vez que debería contribuir al incremento de la competitividad a través de una contención global y una reestructuración del gasto público a favor de los gastos en capital social —infraestructuras, educación y sanidad—, con una clara incidencia sobre la capacidad de crecimiento de la economía (González-Páramo, 1990). Ninguno de los dos objetivos ha sido cubierto: la presión fiscal directa se ha incrementado a la vez que aumentaba su falta de equidad (Rodríguez Saiz, 1991), y el peso de los intentos de contracción del gasto público ha recaído sobre los gastos de inversión, circunstancia repetida en los presupuestos de 1991 y 1992.

Así pues, las políticas presupuestaria y fiscal no han cumplido sus papeles ni siquiera en términos de contención de la demanda interior. Como ha señalado Viñals, «en nuestro país, la ausencia de políticas presupuestaria y fiscal de intensidad sufi-

ciente para reducir el crecimiento de la demanda interna, en línea con la evolución de la capacidad productiva efectiva de la economía, ha provocado la aparición de tensiones inflacionistas y un gradual deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente. Para moderar, en la medida de lo posible, los desequilibrios mencionados, la política monetaria ha debido asumir un carácter restrictivo, lo que ha propiciado el incremento de los tipos de interés y, a pesar de los controles de cambios establecidos, la entrada de capitales exteriores» (Viñals, 1990, pág. 78).

Tercero: *El abandono de la política de rentas.*

El diagnóstico respecto al desequilibrio observado en los últimos meses de 1988 entre la demanda interior y la capacidad productiva, que fuerza a las autoridades a una política de enfriamiento de la economía, debería haberse basado con más claridad en lo que constituía, sin duda, su causa principal de carácter endógeno, que no era otra que el reinicio de la carrera precios-salarios.

Desde que, en 1986, se abandona la política de concertación social, que tan brillantes resultados en la lucha contra la inflación había logrado a partir de los Pactos de la Moncloa (García de Blas, 1991), se comienzan a observar tensiones crecientes entre los interlocutores sociales, que culminan en la huelga general del 14 de diciembre de 1988. Sin tenerla en cuenta, resulta difícil comprender la evolución de la economía española en 1989 (Velarde, 1990) y también en 1990.

Los salarios monetarios, que habían experimentado una tendencia a la moderación basada en las expectativas descendentes de inflación, inician su escalada en los primeros meses de 1989, y esa situación se prolonga a lo largo del bienio 1989-1990, con los consiguientes efectos inflacionistas y su negativo impacto sobre la competitividad. En estas circunstancias, el peso de la lucha contra la inflación recae exclusivamente sobre la política monetaria, que tiene que comportarse de forma restrictiva, logrando moderar el alza de precios vía desaceleración de la demanda interna, pero al coste excesivo de una caída de la inversión privada y de los efectos negativos sobre el empleo que se dejarán sentir a partir del segundo semestre de 1991.

Conscientes de esta situación, las autoridades económicas han intentado recuperar el diálogo con los interlocutores sociales, a través del denominado Pacto de Competitividad, pero el mantenimiento de posiciones poco acordes con lo que ha de

ser el futuro de la economía española en el nuevo marco europeo ha impedido el entendimiento, y la política monetaria ha tenido que seguir luchando en solitario en todos los frentes del desequilibrio.

Cuarto: *Encomendar a la política monetaria el logro de objetivos múltiples.*

Ante el panorama descrito, las autoridades recurrieron, una vez más, al uso de la política monetaria restrictiva en su intento de frenar el crecimiento de la demanda interior; una política monetaria que venía mostrando ya claros síntomas de incapacidad, derivada tanto de los cambios experimentados en la transmisión de sus impulsos como de los efectos provocados por el vigoroso proceso de innovaciones financieras de la década de los ochenta (Rojo, 1989).

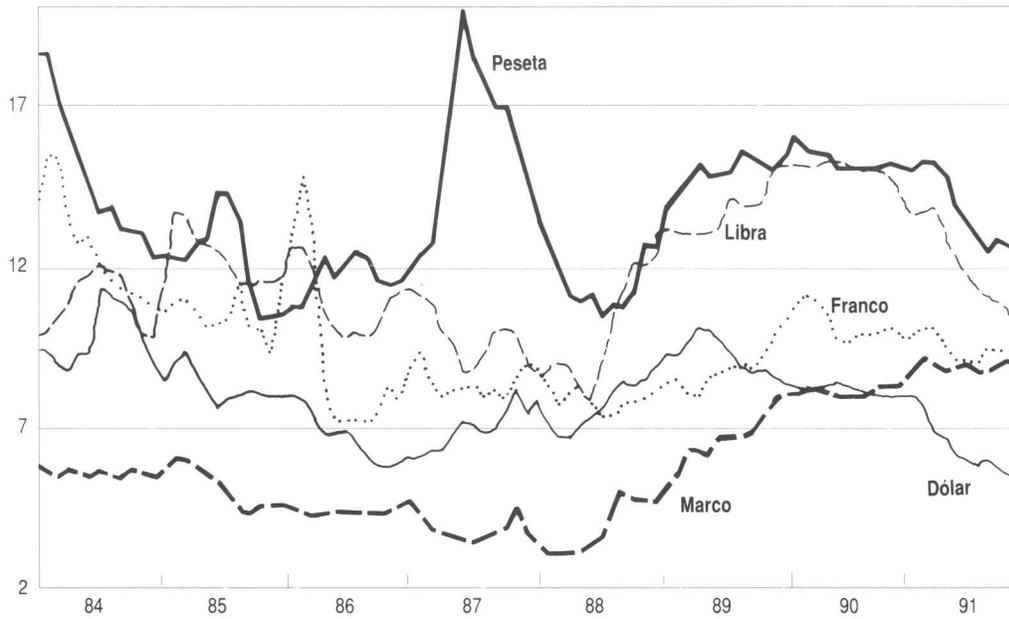
Y a esta política monetaria se le exigía entonces que desempeñara un papel que, evidentemente, no iba a poder cumplir sin el refuerzo de las medidas excepcionales ya descritas, de negativas consecuencias por sus efectos contrarios al proceso de liberalización financiera emprendido y por aumentar el grado de incertidumbre en que se desarrollaban las decisiones económicas de los agentes.

Como señalaba, de manera acertada, el profesor Fuentes Quintana al comienzo de 1989, al referirse a la política monetaria, «la soledad tradicional en la que ésta se ha encontrado en España para luchar por los equilibrios de la economía adquiere, en las actuales circunstancias, un especial dramatismo, porque no se trata sólo de contener la expansión de la demanda nominal que hoy se registra, sino su aceleración previsible ante los acontecimientos que se desarrollan en los escenarios presupuestarios y en el conflicto social, que agudiza los comportamientos inflacionistas de las rentas» (Fuentes Quintana, 1989, pág. 10).

Pero, al tener que realizar este esfuerzo excepcional, a la política monetaria se le están asignando, de hecho, dos objetivos: el control de la inflación, a través del control de la oferta monetaria, y el control de la actividad real, a través del control de los tipos de interés (Mauleón, 1990). Y si bien ambos objetivos se pueden resumir en uno sólo, el control de la demanda interna, su complejidad obliga a adoptar una estrategia mixta de precios y cantidades que renuncia *a priori* al cumplimiento pleno de cualquiera de los objetivos monetarios —crecimiento de los ALP y nivel de tipos de interés—, aceptando una combinación de ellos que se altera en función de las circunstancias.

Gráfico 3

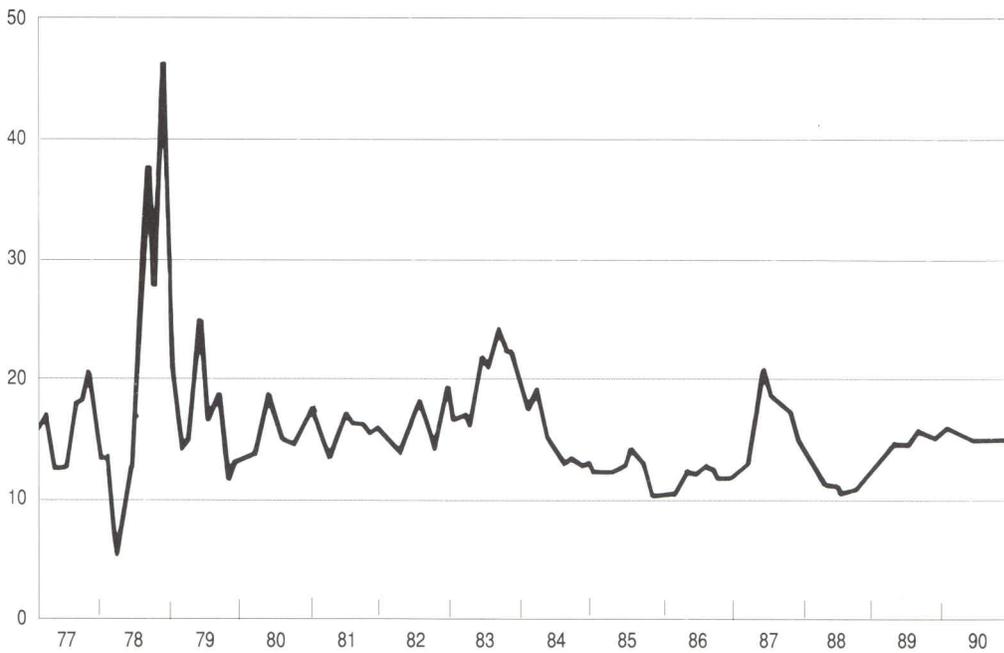
TIPOS DE INTERES A TRES MESES
(En porcentaje)



Fuente: Banco de España.

Gráfico 4

TIPO DE INTERES DEL INTERBANCARIO
(Un mes)



Fuente: Banco de España.

El panorama termina de complicarse cuando, a partir del segundo semestre de 1989, se exige a la política monetaria el logro de un nuevo objetivo: el mantenimiento del tipo de cambio nominal de la peseta frente a las divisas del SME. En estas circunstancias, la política monetaria pierde su autonomía, ya que ahora el objetivo del tipo de interés debe subordinarse a la consecución de un flujo de capitales que permita compensar el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente y mantener así el tipo de cambio entre los límites acordados. El margen de dicha autonomía viene marcado por la banda del ± 6 por 100 de fluctuación permitida en torno a la paridad central establecida frente al resto de las divisas, margen que resultó insuficiente para evitar una tendencia, casi permanente, a la apreciación de la peseta, lo que forzó a las autoridades a intervenir en el mercado de cambios, con el consiguiente efecto de aumento de las reservas de divisas y nuevas dificultades para controlar el crecimiento de los ALP.

IV. EL FUTURO DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA

Como hemos visto, en los últimos años, la política monetaria española se ha planteado el logro simultáneo de dos objetivos:

1.º Frenar el excesivo crecimiento de la demanda interna de bienes y servicios, con el fin de evitar un mayor deterioro de los equilibrios básicos de la economía (es decir, precios y balanza de pagos). Para el logro de este objetivo interno, se establecía un objetivo de crecimiento de la cantidad de dinero, que condujera al crecimiento deseado de la renta nominal.

2.º Inicialmente no de forma explícita, y posteriormente de forma explícita, tras la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME, el Banco de España, mediante sus decisiones de política monetaria, ha tratado de mantener el tipo de cambio de la peseta dentro de unas determinadas bandas de fluctuación.

En principio, resulta difícil que la política monetaria sea capaz simultáneamente de regular el crecimiento de la demanda agregada y a la vez lograr el cumplimiento de los compromisos cambiarios derivados de la participación de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, ya que, dependiendo de la fortaleza de la peseta frente al resto de las monedas del SME, el crecimiento de los agregados monetarios será mayor o menor (Ariztegui, 1990).

Sin embargo, a pesar de los importantes conflictos habidos entre los objetivos interno y externo de la política monetaria, podría decirse que la difícil compatibilidad existente en el establecimiento simultáneo de objetivos monetarios y límites a la fluctuación de los tipos de cambio ha sido, en cierta medida, resuelta de forma satisfactoria (4). No obstante, esto se ha conseguido gracias a que:

a) Se ha llevado a cabo una instrumentación mucho más flexible de la política monetaria a la hora de alcanzar los objetivos cuantitativos de crecimiento monetario, subordinando en algunas ocasiones los objetivos monetarios a las exigencias de los compromisos de estabilidad cambiaria (véase Fernández de Lis, 1990, y Escrivá y Malo de Molina, 1991).

b) Las autoridades han controlado de forma directa la expansión de la liquidez, imponiendo limitaciones al crecimiento del crédito al sector privado.

c) Se han mantenido, e incluso incrementado transitoriamente, los controles a los movimientos de capital, como muestra el establecimiento de un depósito previo a la financiación captada en el exterior.

d) El tipo de cambio de la peseta se ha podido mover en el amplio margen de la banda ancha de fluctuación acordada en nuestra incorporación al SME.

No obstante, la posibilidad de que la política monetaria española pueda compatibilizar objetivos de crecimiento monetario y estabilidad cambiaria parece difícil que se pueda mantener en un futuro próximo. Así, el hecho de que, a partir del 1 de enero de 1992, entre en vigor en España la total liberalización de los movimientos internacionales de capitales reduce de forma considerable los grados de libertad existentes para instrumentar una política monetaria autónoma, diferenciada de la instrumentada por el resto de los países comunitarios.

Es sabido que cuando existe libertad de movimientos internacionales de capital y estabilidad cambiaria —y no olvidemos que, a pesar de tener una banda ancha, el tipo de cambio de la peseta está obligado a mantener una cierta estabilidad— no es posible establecer unos objetivos de crecimiento monetario muy diferentes de los del resto de los países.

Cuando existe perfecta movilidad internacional de capital, los tipos de interés de los activos financieros de naturaleza, plazo y riesgo similares únicamente pueden diferir como consecuencia de una

apreciación (depreciación) esperada y de la existencia de primas al riesgo de cambio (5). Si la libre circulación de capitales va unida a la estabilidad cambiaria, la existencia de unos tipos de interés nacionales superiores a los del resto de países provocará una afluencia de importantes sumas de capital exterior que no será posible esterilizar, por lo que se producirá un aumento de las reservas centrales y, consiguientemente, de la cantidad de dinero, anulando cualquier intento de instrumentar una política monetaria diferenciada.

En definitiva, existe una inconsistencia entre la libertad de movimientos internacionales de capital, tipos de cambio fijos y autonomía monetaria. Es posible el logro de dos de estos objetivos, pero nunca de los tres simultáneamente (6).

En el ámbito comunitario, se ha considerado que la libertad de movimientos de capital y la estabilidad cambiaria implican importantes beneficios económicos (7), y, por tanto, se ha dado prioridad al logro de estos dos objetivos a costa de la pérdida de autonomía de los países miembros a la hora de instrumentar la política monetaria.

No cabe duda de que la existencia de una banda de fluctuación del ± 6 por 100 está lejos de la plena estabilidad cambiaria y, por tanto, que la política monetaria todavía, y a pesar de la total liberalización de los movimientos de capital, va a poder gozar de una cierta autonomía. Sin embargo, es muy probable que no puedan mantenerse los elevados diferenciales de tipos de interés nominales existentes en la actualidad. A finales de 1991, los tipos de interés del interbancario a tres meses superan en más de cuatro puntos a la media de los tres países comunitarios con tipos más bajos. Este elevado diferencial de tipos de interés presiona al alza la cotización de la peseta, obligando al Banco de España a intervenir en el mercado de divisas comprando moneda extranjera, compras que posteriormente son esterilizadas en el mercado interno, impidiéndose de esta forma que el aumento de las reservas centrales conduzca a un aumento de la cantidad de dinero. Sin embargo, con la plena libertad de movimientos de capital, el Banco de España encontrará cada vez más dificultades para esterilizar en el mercado interior las intervenciones que se ve obligado a realizar en el mercado de divisas.

Por otro lado, no hay que olvidar que, tal como establece el Informe Delors, antes de que se produzca el paso a la segunda fase de la unión económica y monetaria (UEM) todos los países tendrán que incorporar sus monedas al mecanismo de cambio del SME dentro de la banda estrecha del

2,25 por 100. Esta relativamente próxima incorporación de la peseta a la banda estrecha del mecanismo de cambios del SME acentuaría aún más la pérdida progresiva de grados de libertad en la autonomía de las autoridades monetarias españolas a la hora de establecer objetivos cuantitativos de crecimiento de la cantidad de dinero, viéndose obligadas a establecer unos tipos de interés que les permitan cumplir los compromisos cambiarios, aun a costa de perder el control de los objetivos monetarios.

Por tanto, parece evidente que el futuro de la política monetaria española va a estar marcado por una progresiva pérdida de autonomía, derivada de la plena movilidad de capitales y la integración de la economía española en los mercados financieros europeos, y de la previsible mayor estabilidad cambiaria, que hará que las políticas monetarias de los diferentes países de la Comunidad Europea converjan hacia una política única.

Esta perspectiva de pérdida de autonomía de la política monetaria española nos lleva a plantearnos dos temas:

1.º ¿Cómo va a llevarse a cabo la futura instrumentación de la política monetaria europea, ya que es ésta la que afectará a nuestro país?

2.º ¿Qué papel va a jugar en el futuro la política presupuestaria?

1. La futura política monetaria europea

Como es sabido, cuando un grupo de países establece un sistema de tipos de cambio fijos entre sus monedas, y a la vez existe plena movilidad internacional de capitales, no es posible que todos ellos establezcan de forma autónoma sus políticas monetarias. Ante este problema, existen dos soluciones: la primera es que un país establezca sus objetivos internos de política monetaria y abandone todo control sobre el tipo de cambio, mientras que el resto de los países se limitará a seguir la política marcada por el país «líder», para, de esa forma, mantener la paridad del tipo de cambio, sacrificando la política monetaria al logro del objetivo externo; la segunda solución posible es que todos los países establezcan de forma cooperativa las políticas monetarias y los tipos de cambio que desean mantener (Viñals, 1988).

Los años de funcionamiento del SME constituyen un ejemplo de la primera de las soluciones anteriormente citadas. En concreto, es el Bundesbank alemán quien ha gozado de libertad a la hora de fijar un estricto crecimiento de la cantidad de dinero que garantizase su política antiinflacionista,

mientras que el resto de bancos centrales comunitarios se han visto obligados a seguir las pautas marcadas por las autoridades monetarias alemanas, renunciando en buena medida a la autonomía en la instrumentación de la política monetaria para dar prioridad al mantenimiento del tipo de cambio dentro de las bandas de fluctuación acordadas (Bacchetta y Caminal, 1990).

Esta forma de funcionamiento del SME, en la que existe un país líder (Alemania) que fija su propia política monetaria a la vista de su propio objetivo de inflación, mientras que el resto de países miembros se adhieren a la divisa del país líder fijando sus paridades centrales, puede definirse como «asimétrica» (8).

Para evitar esta clara asimetría que ha caracterizado al SME (9), en las fases de creación de la UEM se plantea una progresiva coordinación de las políticas monetarias, y en general del conjunto de políticas macroeconómicas, de los diferentes países (10). Esta mayor coordinación de las políticas monetarias a medida que se avanza en el proceso de creación de la UEM conducirá al establecimiento de una institución supranacional, el Banco Central Europeo (BCE), bajo el cual estará el control de la política monetaria comunitaria.

La necesidad de crear un BCE ha sido un tema objeto de importante debate, como consecuencia de la indiscutible cesión de soberanía que lleva implícita. Así, Gran Bretaña se opuso de forma reiterada a la creación del BCE, encargado de instrumentar la política monetaria comunitaria, señalando que la creación de esta nueva institución comunitaria supondría un traspaso innecesario de soberanía nacional y que rompería el sesgo antiinflacionista que ha funcionado a través del mecanismo de cambios del SME. Sin embargo, estos razonamientos adolecen de ciertas incoherencias:

a) El tratar de establecer de forma cooperativa las políticas monetarias sin que exista un Banco Central Europeo podría, muy probablemente, conducir a una situación en la que el país más fuerte, Alemania, imponga su mayor peso relativo a la hora de tomar decisiones, volviendo a un sistema asimétrico similar al SME. Por tanto, oponerse a la creación del BCE y, a la vez, aceptar el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, puede llevar a la contradicción de ceder la soberanía nacional no a un Banco Central Europeo, sino al banco central del país líder; es decir, al Bundesbank (Boyer, 1989).

b) Un sistema de tipos de cambio irrevocablemente fijos, sin la existencia de una institución supranacional que centralice la política monetaria,

incorpora un fuerte incentivo a que algunos países actúen como *free-riders*, lo cual puede provocar tensiones inflacionistas. En ausencia de una centralización en la cantidad de dinero comunitaria, la creación de dinero por el banco central de una nación tendría impactos sobre el resto de países, sin ninguna posibilidad para éstos de protegerse de sus consecuencias (Comisión de las Comunidades Europeas, 1990).

Por tanto, parece aconsejable que la instrumentación de la política comunitaria sea encomendada a un organismo supranacional, lo cual representa un cambio cualitativo respecto a lo que ha sido hasta ahora el funcionamiento del SME, ya que supondrá, en la fase final de la UEM, el paso de una cierta coordinación de las políticas monetarias a su plena integración (Ezquiaga y Manzano, 1989).

2. La política fiscal en la futura unión económica y monetaria

En un sistema de tipos de cambio fijos, como el establecido en la UEM, las autoridades económicas renuncian a la utilización del tipo de cambio como instrumento estabilizador, lo cual, unido a la pérdida de autonomía que se registra en la política monetaria, hace que, ante perturbaciones externas que afecten específicamente a un país, sólo quepan dos posibles mecanismos de ajustes: o lograr una mayor movilidad geográfica de los factores productivos, y especialmente del trabajo, que permita compensar los *shocks* macroeconómicos, o la utilización diferenciada de la política presupuestaria nacional (Fernández, 1989, y Branson, 1990). Dado que difícilmente la mayor movilidad del factor trabajo va a permitir, por sí sola, compensar los *shocks* macroeconómicos, cabría pensar que dentro de los países de la CE la política presupuestaria nacional adquirirá una mayor responsabilidad como instrumento estabilizador que permita el control en el ritmo de crecimiento económico y el ajuste ante perturbaciones externas.

Sin embargo, ese mayor carácter estabilizador que se exigirá a la política presupuestaria en el futuro difícilmente podrá ser asumido por ésta en el corto plazo, ya que la política presupuestaria es un instrumento estabilizador mucho menos flexible que la política monetaria (11). Por tanto, tal como Escrivá y Malo de Molina señalan, los límites impuestos a la autonomía de la política monetaria, como consecuencia del establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos, y la incapacidad de la política presupuestaria para practicar un activismo de corto plazo pueden generar períodos de inestabilidad (Escrivá y Malo de Molina, 1991).

Las dificultades para coordinar adecuadamente, en el ámbito interno, las políticas monetaria y presupuestaria pueden ser aún más graves en países como España, en los que en los últimos años ha sido únicamente la política monetaria la encargada de conseguir, con mayor o menor éxito, una senda de crecimiento compatible con el mantenimiento de los equilibrios básicos de la economía.

Pero la falta de flexibilidad en el corto plazo no es la única limitación que se plantea a la política presupuestaria como instrumento estabilizador a nivel nacional, sino que, tal como mostró Kenen, en una unión monetaria —y, por tanto, en la UEM— es preciso que se produzca una coordinación más estrecha de las políticas presupuestarias, lo cual dificultaría aún más su papel como instrumento estabilizador autónomo a escala nacional. El razonamiento que se puede dar, para justificar la necesidad de una mayor coordinación de las políticas presupuestarias, es que la estabilidad cambiaria sólo es compatible con adecuados crecimientos monetarios, los cuales sólo pueden lograrse con un adecuado control de los déficit públicos. La existencia de déficit públicos excesivamente divergentes conduce necesariamente, a medio plazo, a crecimientos monetarios y tasas de inflación divergentes, y, en consecuencia, a la ruptura de la estabilidad monetaria (Viñals, 1989).

Ahora bien, aunque se acepte esta necesidad de disciplina fiscal, no parece necesario *a priori* que ésta tenga que lograrse necesariamente mediante una mayor coordinación de las políticas fiscales. El razonamiento sostenido por los autores contrarios a la coordinación de las políticas fiscales es que la existencia de libertad de movimientos de capital ejerce, por sí misma, la dosis de disciplina presupuestaria que se precisa para lograr la estabilidad cambiaria (12). Sin embargo, no es ni mucho menos evidente que las fuerzas del mercado por sí solas impidan incurrir en déficit públicos elevados (Viñals, 1989, y Fernández, 1989). Además, hay que tener en cuenta que las fuerzas del mercado ejercerán menor presión en el seno de la UEM; en primer lugar, por la creciente integración de los mercados financieros, y en segundo lugar, porque el mercado siempre tendrá la creencia de que, aunque alguno de los países comunitarios incurra en un déficit público elevado, el resto de los países responderá en última instancia.

Pero la necesidad de una coordinación de las políticas fiscales en el seno de la UEM no sólo se justifica aduciendo la insuficiencia de las fuerzas de mercado para disciplinar las políticas presupuestarias, sino que existen otros argumentos a favor de la coordinación. Así, es posible sostener

que es preciso que exista coordinación de las políticas fiscales para que de esta forma se logre una política fiscal apropiada para la UEM en su conjunto.

La creación de una unión monetaria implica, por definición, la adopción de una política monetaria única para la Comunidad en su conjunto. Por el contrario, si se supone que la política fiscal no está centralizada, la política fiscal de la Comunidad sería meramente el resultado de la agregación de las posiciones presupuestarias decididas unilateralmente por los países miembros. Consecuentemente, sin una coordinación explícita de las políticas fiscales, la Comunidad no sería capaz de formular una política fiscal común, siendo la política monetaria el único instrumento disponible para perseguir los objetivos macroeconómicos comunitarios (Comisión de las Comunidades Europeas, 1990).

Ahora bien, si es necesaria una coordinación de las políticas presupuestarias, su papel como instrumento estabilizador a escala nacional se verá aún más dificultado.

Inicialmente en el *Informe Delors*, y posteriormente en el Tratado para la Unión Europea que se discute estos días en la cumbre de Maastricht, se ha recogido esta necesidad de coordinación de las políticas presupuestarias. Hasta el punto que podríamos decir que las propuestas en esta materia han ido demasiado lejos, si tenemos en cuenta la situación actual de algunos países comunitarios, ya que se establecen límites máximos a los déficit públicos de cada país (3 por 100 del PIB) y limitaciones al volumen de deuda pública existente (60 por 100 del PIB) (13).

En cualquier caso, aunque se establezcan ciertas normas de coordinación de las políticas presupuestarias, sería conveniente que no tuvieran un carácter rígido y que permitieran la existencia de un cierto grado de diferenciación de los déficit entre los países miembros, al menos el tiempo necesario para adaptarse a la nueva situación sin grandes traumas (Viñals, 1989 y Fernández, 1989).

V. CONCLUSIONES

La perspectiva que, en el ámbito europeo y por tanto en el de España, tiene la combinación de políticas económicas a medio plazo es: un sistema de tipos de cambio fijos, una política monetaria única a escala comunitaria y una coordinación cada vez mayor de las políticas presupuestarias.

Por tanto, es la coordinación y, para ser más precisos, la convergencia lo que va a caracterizar

EVOLUCION DE ALGUNAS MAGNITUDES REALES Y MONETARIAS DE ESPAÑA

Objetivos monetarios (a) (En porcentaje, diciembre/diciembre)

Año	Banda fijada	Evolución efectiva	Tasa de inflación (b)	Tasa de paro (c)	Déficit público (d)
1974	18	20,4	15,7	—	—
1975	15	18,5	16,9	4,0	0,0
1976	16-17				
	20-21 (agosto)	19,1	17,7	4,9	0,3
1977	20-21 (17 julio)	19,3	24,5	5,7	0,6
1978	14,5-19,5	20,3	19,8	7,4	1,7
1979	15,5-19,5	19,4	15,7	9,5	2,0
1980	16,0-20,0	16,1	15,5	11,5	2,7
1981	14,5-18,5	15,7	14,6	14,4	3,9
1982	13,5-17,5	15,3	14,4	16,3	5,6
1983	11,0-15,0	12,8	12,1	17,7	4,3
1984	11,0-15,0	14,0	11,2	20,6	5,3
1985	11,5-14,5	13,2	8,8	21,9	7,0
1986	9,5-12,5	11,9	8,8	21,5	6,1
1987	6,5-9,5	14,3	5,2	20,6	3,7
1988	8,0-11,0	11,0	4,8	19,5	3,3
1989	6,5-9,5	10,4	6,8	17,3	2,7
1990	6,5-9,5	11,3	6,7	16,3	3,4
1991	7,0-11,0	12,1	5,5	16,2	2,5

Notas:

(a) Hasta 1983, M3; desde 1984, ALP (Banco de España).

(b) Media anual INE.

(c) A 31 de diciembre INE-EPA (en 1987 existe ruptura en la serie por cambios en la metodología de la EPA).

(d) Porcentaje respecto al PIB.

en el futuro a las políticas macroeconómicas en Europa. El problema que se plantea es cómo, a partir de las políticas económicas convergentes en los diferentes países comunitarios, es posible eliminar las fuertes diferencias de niveles de renta y desarrollo existentes entre países. Este problema es especialmente grave si se tiene en cuenta que el presupuesto central comunitario es demasiado pequeño (ligeramente por encima del 1 por 100 del PIB comunitario en 1991) como para instrumentar una política federal activa. Por tanto, parece necesario un aumento del presupuesto central comunitario para que tenga una dimensión tal que permita lograr, eficazmente, una mayor cohesión económica y social dentro de la CE.

En lo que se refiere a la política monetaria española, necesariamente deberá, en el futuro, ser más convergente con las instrumentadas en el resto de los países comunitarios, siendo imprescindible que la política presupuestaria adopte un papel de estabilizador interno que no ha jugado en los últimos años. Esta combinación de políticas económicas tendrá como objetivo fundamental lograr una tasa de inflación acorde con la comunitaria. Con lo cual, sin lugar a dudas, será difícil lograr una mayor tasa de crecimiento que permita alcanzar una mayor convergencia en términos reales de la economía española respecto a la de los países centrales de la Comunidad, a menos que las políticas estructurales y la moderación en el crecimiento de las rentas nominales, salariales y no salariales, nos permi-

tan obtener las cotas de competitividad necesarias para ello.

NOTAS

(1) Un análisis de las diversas fases de la política monetaria española en el período 1974-1983 puede verse en RODRIGUEZ SAIZ y PAREJO GÁMIR (1984).

(2) Un modelo teórico de la hipótesis de disciplina monetaria ha sido desarrollado por MELITZ. *Vid.* MELITZ, J. (1988), «Monetary discipline and cooperation in the European Monetary System: a synthesis», en GIAVAZZI, F.; MICOSI, S., y MILLER, M. (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, páginas 51-69.

(3) Exposiciones del efecto credibilidad pueden encontrarse, entre otros, en: MELITZ, J. (1987), «Germany, discipline and cooperation in the European Monetary System», mimeo, INSEE, octubre; VIÑALS, J. (1987), «La incorporación de España al Sistema Monetario Europeo y sus consecuencias para la política monetaria», en FEDEA, *La política monetaria en España*, GIAVAZZI, F., y PAGANO, M. (1988), «The advantage of tying one's hands. EMS discipline and central bank credibility», *European Economic Review*, vol. 32, núm. 5, págs. 1055-1082; y VIÑALS, J. (1990), «The EMS, Spain and macroeconomic policy», *CEPR, Discussion Papers Series*, 389.

(4) El estricto control monetario y, consiguientemente, la existencia de unos tipos de interés elevados, necesarios para frenar el crecimiento de la demanda agregada, ha podido ser compatibilizado con el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta dentro de las bandas de fluctuación, gracias a las repetidas intervenciones que el Banco de España ha realizado en el mercado de cambios, para evitar que el tipo de cambio de la peseta sobrepasase el límite superior de la banda de fluctuación, siendo estas intervenciones posteriormente esterilizadas en el mercado interno, lo cual, en muchas ocasiones, se ha realizado con importantes dificultades.

(5) Véase Comisión de las Comunidades Europeas (1990), página 34.

(6) El funcionamiento del SME es un ejemplo de cómo, cuando existen controles a los movimientos de capital, es posible compatibilizar la estabilidad cambiaria y un cierto grado de autonomía monetaria. Para analizar la relación que ha existido entre los controles a los movimientos de capital y la menor variabilidad de los tipos de cambio en el seno del SME, véase ROGOFF (1985), y DRIFILL (1988).

(7) Para un análisis de los beneficios asociados a la libertad de movimientos internacionales de capital y la estabilidad cambiaria, véase CECCHINI (1988) y Comisión de las Comunidades Europeas (1990).

(8) La distinción entre sistemas de tipos de cambio simétricos y asimétricos ha sido realizada por GIOVANNINI. Para un análisis detallado de esta distinción, véase GIOVANNINI (1989) y PORTES (1989).

(9) No todos los autores están de acuerdo en caracterizar al SME como un sistema asimétrico en el que el Bundesbank ha jugado un papel de liderazgo. Así, hay autores, como DE GRAUWE, que cuestionan el punto de vista de que el SME haya funcionado efectivamente como una zona del marco alemán. Hay otros, por ejemplo SPAVENTA, que sugieren que la acostumbrada visión del SME como un sistema en el que los países periféricos ceden toda su soberanía en materia monetaria al Bundesbank alemán puede haber sido una buena caracterización de los primeros diez años de funcionamiento del SME, pero no es apropiada para describir el funcionamiento actual (véase DE GRAUWE, 1989, y SPAVENTA, 1989).

(10) Para un análisis de la coordinación internacional de las políticas económicas, véase PAÚL (1991).

(11) Respecto a los factores que limitan la utilización de la política presupuestaria en el corto plazo, véase VIÑALS (1989) y BACCHETTA y CAMINAL (1990).

(12) Los canales a través de los cuales el mercado penaliza a los países que incurren en elevados déficit presupuestarios son los siguientes:

a) Los agentes económicos perciben que elevados déficit públicos se traducirán en impuestos futuros, provocando una menor entrada neta de capital externo.

b) Los gobiernos comunitarios con elevados déficit públicos deberán recurrir a tipos de interés más elevados a la hora de financiar el déficit, como consecuencia de la imposición de una prima de riesgo.

(13) Obsérvese que, en realidad, más que coordinación de las políticas presupuestarias, lo que se está planteando es una convergencia de éstas. La convergencia es una aproximación de las políticas presupuestarias de los diferentes países a lo largo del tiempo, mientras que cuando hablamos de coordinación de políticas presupuestarias cabe que éstas sean divergentes. (Véase HORNE y MASSON, 1988, y PAÚL, 1991.)

BIBLIOGRAFIA

ARIZTEGUI, F. J. (1990), «La política monetaria: un período crucial», en GARCÍA DELGADO, J. L. (director), *Economía española de la transición y la democracia*, Centro de Investigaciones Sociológicas.

BACCHETTA, P., y CAMINAL, R. (1990), «Política macroeconómica y mercado único», *Hacienda Pública Española*, núm. 1, páginas 31-42.

BANCO DE ESPAÑA (varios años), *Informe anual*.

BOYER, M. (1989), «La propuesta del Comité Delors para la unión económica y monetaria de Europa y sus críticos», *Información Comercial Española*, núm. 675, págs. 13-27.

BRANSON, W. (1990), «Financial market integration, macroeconomic policy and the EMS», en BLISS, C., y BRAGA DE MACEDO, J. (eds.), *Unity with diversity in the European Economy. The Community's Southern Frontier*, Cambridge University Press, Cambridge.

CECCHINI, P. (1988), *Europa 1992: una apuesta de futuro*, Alianza Editorial, Madrid.

COHEN, D. (1989), «Monetary and fiscal policy in an open economy with or without policy coordination», *European Economic Review*, núm. 33.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1990), «One market, one money», *European Economy*, núm. 44.

DE GRAUWE, P. (1989), «Is the EMS a DM-zone?», *CEPR Discussion Paper*, núm. 297.

DRIFILL, J. (1988), «The stability and sustainability of the European Monetary System with perfect capital markets», en GIAVAZZI, F., MICCOSSI, S., y MILLER, M. (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge.

ESCRIBA, J. L., y MALO DE MOLINA, J. L. (1991), «La instrumentación de la política monetaria española en el marco de la integración europea», Banco de España, *Documento de Trabajo*, número 9104.

EZQUIAGA, I., y MANZANO, D. (1989), «De la coordinación en el SME a la unión monetaria: el papel de las políticas monetarias», *Economistas*, núm. 4, septiembre-octubre, páginas 16-33.

— (1991), «La peseta y el Sistema Monetario Europeo», *Economistas*, núm. 47, págs. 108-117.

FERNÁNDEZ, V. J. (1989), «Aspectos de política fiscal y regional en el Informe Delors», *Información Comercial Española*, número 675, págs. 79-90.

FERNÁNDEZ DE LIS, S. (1990), «La política monetaria española tras la integración en el Sistema Monetario Europeo», *Economistas*, núm. 40, págs. 26-33.

FERNÁNDEZ DÍAZ, A. (1986), *La Comunidad de los Doce: un reto para la política económica española*, Editions Hispaniques, París.

FUENTES QUINTANA, E. (1989), «Los cuatro escenarios decisivos de la economía española frente a 1989», *Economistas*, número 35, extraordinario, págs. 8-12.

GARCÍA DE BLAS, A. (1991), «Pacto de competitividad», *Economistas*, núm. 47, extraordinario, págs. 182-185.

GIL, G. (1984), *Sistema Financiero Español*, Servicio de Estudios del Banco de España.

GIOVANNINI, A. (1989), «How do fixed-exchange-rate regimes work? Evidence from the gold standard, Bretton Woods and the EMS», en MILLER, M., EICHENGREEN, B., y PORTES, R. (eds.), *Blueprints for exchange rate management*, Academic Press, Londres.

GONZÁLEZ-PARAMO, J. M. (1990), «Política presupuestaria y mercado único», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, páginas 105-106.

HORNE, J., y MASSON, P. R. (1988), «Scope and limits of international economic cooperation and policy coordination», *FMI, Staff Papers*, Vol. 35, núm. 2.

- KENEN, P. (1969), «The theory of optimum currency areas: an eclectic view», en MUNDELL, R. A., y SWOBODA, A. K. (eds.), *Monetary problems of the international economy*, University of Chicago Press.
- MALO DE MOLINA, J. L., y PÉREZ FERNÁNDEZ, J. (1990), «La política monetaria española en la transición hacia la unión monetaria europea», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, páginas 31-51.
- MAULEÓN, I. (1990), «Interrogantes sobre la política monetaria», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, págs. 102-104.
- ORTEGA, R. (1988), «Algunas cuestiones relativas al presente de la política monetaria», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, número 36, págs. 25-38.
- PAREJO GAMIR, J. A., RODRÍGUEZ SAIZ, L., y CUERVO, A. (1991), *Manual de Sistema Financiero Español*, Ariel Economía (4.ª edición).
- PAÚL, J. (1991), *La coordinación internacional de las políticas económicas*, Universidad Autónoma de Madrid.
- PORTES, R. (1989), «La coordinación de la política macroeconómica y el Sistema Monetario Europeo», *Información Comercial Española*, núm. 675, págs. 29-37.
- RODRÍGUEZ SAIZ, L. (1991), «Rentas de trabajo y fiscalidad de la familia en España», en la obra colectiva *Familia y política social*, Ed. Fundación Alfredo Brañas.
- , y PAREJO GAMIR, J. A. (1984), «Deficit público, crisis económica y política monetaria», *Hacienda Pública Española*, número 88.
- , y PAÚL GUTIÉRREZ, J. (1990), «La Economía española: de la euforia al recalentamiento», en la obra colectiva *España: Balance 1988-89*, Unión Editorial.
- ROGOFF, K. (1985), «Can exchange rate predictability be achieved without monetary convergence?: Evidence from the EMS», *European Economic Review*, vol. 28, núms. 1-2, páginas 93-115.
- ROJO, L. A. (1989), «Las políticas económicas en el proceso de formación del mercado único», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 41, págs. 19-28.
- , y PÉREZ, J. (1977), *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, Servicio de Estudios del Banco de España. Serie A, núm. 10.
- SPAVENTA, L. (1989), «El nuevo SME: ¿Simetría sin coordinación?», *Información Comercial Española*, núm. 675, páginas 133-140.
- VELARDE FUERTES, J. (1990), «El año que comenzó un 14 de diciembre», *Economistas*, núm. 41, extraordinario, páginas 18-21.
- VIÑALS, J. (1988), «El mercado interior y el sistema monetario europeo: perspectivas de futuro», *Boletín Económico del Banco de España*, mayo, págs. 51-75.
- (1989), «Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea», *Información Comercial Española*, núm. 675, páginas 39-46.
- (1990), «Los riesgos de la libre circulación de capitales», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, núm. 43, págs. 74-83.