

# LA POLÍTICA MONETARIA ANTE EL NUEVO MARCO COMUNITARIO

Antonio LOPEZ LOPEZ

## INTRODUCCION

Evaluar el papel que puede desempeñar la política monetaria española en el horizonte de los próximos años requiere, ineludiblemente, hacer un repaso previo del marco general en el que habrá de desenvolverse su actuación, que no es otro que el que se deriva del proceso de construcción de la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea. Dicho proceso se encuentra actualmente, como es bien sabido, pendiente de ser definido en determinados aspectos esenciales que afectan al ritmo de su ejecución; pero, en cualquier caso, las implicaciones que de él se desprenden actúan como condicionantes de primer orden de la política económica que puede ser elaborada y aplicada en los distintos países comunitarios, y que influyen especialmente, como más adelante se señala, en el ámbito de la política monetaria.

## ANTECEDENTES DE LA UNION MONETARIA EUROPEA

Como es bien sabido, el Tratado de Roma no contemplaba, al ser firmado en 1957, la constitución de una unión económica y monetaria entre los países de la CE. El Tratado estaba presidido por el principio de que los estados participantes conservarían su plena soberanía política, económica y financiera, y sólo aceptarían limitaciones a ella en la medida en que fueran absolutamente necesarias para el buen funcionamiento de la Comunidad. En el ámbito de las políticas económica y monetaria, el lema del Tratado era tan sólo su coordinación, entendiéndose que dicha orientación sería suficiente a fin de asegurar las ventajas del mercado común resultante de la supresión de la protección arancelaria y de las restricciones cuantitativas al comercio entre las economías comunitarias. La construcción europea ha sido, sin embargo, desde su inicio, en cierta medida, un proceso de «prueba

y error», en virtud del cual, paulatinamente, se ha ido observando cómo las disposiciones aprobadas previamente para garantizar la preservación de la libre competencia en el comercio intracomunitario se mostraban insuficientes en tanto prevalecieran otros mecanismos, a través de los cuales se introducían distorsiones no menos importantes que las emanadas de la protección arancelaria. Tal es el caso, por ejemplo, de la obligatoria implantación del impuesto sobre el valor añadido en sustitución de otros impuestos sobre el consumo —fundamentalmente el impuesto en cascada— incapaces de garantizar el mantenimiento de la neutralidad en el comercio internacional.

Fue en la reunión celebrada en La Haya, en diciembre de 1969, cuando los jefes de Estado o de gobierno de los estados miembros de la CE contemplaron explícitamente, por vez primera, la construcción por etapas de una unión monetaria, como complemento de la puesta en práctica del Tratado de Roma. En línea con lo antes expresado, esta evolución parecía lógica, teniendo en cuenta que, aunque se habían suprimido los derechos de aduana en el seno de la CE, prevalecía la flexibilidad de los tipos de cambio, fuente potencial de importantes distorsiones a la competencia. El proyecto en cuestión fue examinado por un grupo de expertos presidido por M. Werner, que sugirió que la unión monetaria fuese realizada en un período de diez años. Durante una primera etapa de tres años, los países miembros reducirían los márgenes de fluctuación de sus monedas. De otro lado, un fondo europeo de cooperación monetaria aseguraría una gestión común de las reservas y las intervenciones en los mercados de cambios. Se preconizaba, igualmente, llegar a un sistema de paridades fijas, como preámbulo de la creación de una moneda única. La publicación del *Informe Werner*, en octubre de 1970, fue casi simultánea a la crisis de confianza del dólar y la posterior ruptura del sistema de Bretton Woods, que propició la instauración de la «serpiente» monetaria europea. Años más tarde,

en marzo de 1979, entraría en vigor el Sistema Monetario Europeo (SME).

Tras esta trascendental decisión, el foco de atención se desplazó, en los años subsiguientes, a la esfera de la economía real, en la que se trazó el objetivo de alcanzar un mercado único sin fronteras, merced a la aprobación del Acta Unica Europea, que venía a modificar el Tratado de Roma, y que entró en vigor en julio de 1987. Aunque el Acta Unica no contempla una vertiente monetaria explícita, se ha considerado necesario, más aún que la creación del SME en relación con el Tratado de Roma original, que la unión monetaria se convierta en el complemento natural de la integración económica, sobre la base de la argumentación de que a un mercado unificado de bienes, de servicios y de capitales debe corresponder un sistema de precios uniforme. En el campo financiero, el Acta Unica implica no sólo la supresión de los controles de cambios, sino también el reconocimiento mutuo y la libre prestación de servicios. Suele destacarse cómo estas medidas, en conjunción con la innovación financiera, no harán sino reforzar la integración técnica de los mercados, convirtiendo en anacrónica la existencia de monedas independientes.

## EL INFORME DELORS

El Consejo Europeo, en su reunión de Hannover, de junio de 1988, proclamó que, al adoptar el Acta Unica, los estados miembros de la Comunidad reafirmaron el objetivo de realizar progresivamente la unión económica y monetaria (1). A tal efecto, encargó a un Comité, bajo la dirección del Presidente de la Comisión Europea, J. Delors, que estudiase y propusiese las etapas concretas conducentes a tal unión.

El *Informe Delors* reafirmó la definición de unión monetaria adoptada por el *Informe Werner*, casi veinte años antes, que caracterizaba a aquélla por tres elementos:

- a) Convertibilidad total e irreversible de las monedas entre sí.
- b) Liberalización completa de los mercados de capitales y de los servicios financieros.
- c) Tipos de cambio irreversiblemente fijos.

En el *Informe* se expresaban, concretamente, las siguientes consideraciones:

- La unión económica y la unión monetaria deben ir parejas, puesto que son aspectos diferentes de una misma realidad.

- La unión monetaria puede realizarse por etapas, y debe desembocar en un sistema de paridades irrevocablemente fijas, con libre conversión de las monedas entre sí, sin margen de fluctuación, que precederá al establecimiento de una moneda única.

- La política monetaria, necesariamente única, correspondiente a la fase final, dependerá de un sistema europeo de bancos centrales, de naturaleza federal, que deberá ser independiente de los gobiernos nacionales y de la Comisión Europea, y cuya creación exige un nuevo tratado que complete, como el Acta Unica, el de Roma.

## ETAPAS DE LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA

El *Informe Delors* recomienda tres etapas sucesivas de cara a la constitución de la unión monetaria: la primera etapa consiste esencialmente en un reforzamiento de las prácticas del SME. Los bancos centrales nacionales continúan siendo autónomos, aunque se refuerza la cooperación. La puesta en marcha de la segunda fase coincidirá con la creación de las instituciones previstas. Los reajustes en los tipos de cambio serán excepcionales y se reforzará la coordinación de las políticas monetarias. La tercera fase será el resultante de una doble decisión: fijación, de manera irrevocable, de las paridades de las monedas y transferencia del poder monetario a una entidad común, el centro de decisión del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Estas dos condiciones se consideran indisolubles, toda vez que se estima que la segunda es condición *sine qua non* para garantizar la mencionada irrevocabilidad de los tipos de cambio.

A su vez, el Comité Delors estableció como elementos fundamentales de la unión económica los siguientes:

- Mercado único, en el interior del cual las personas, los bienes, los servicios y los capitales puedan circular libremente.
- Medidas de defensa de la competencia.
- Políticas comunitarias tendentes al ajuste estructural y al desarrollo regional.
- Coordinación de las políticas macroeconómicas y, en especial, reglas vinculantes en materia de política presupuestaria.

Las principales características de las tres etapas de la unión económica y monetaria (UEM) aparecen

**ESQUEMA NUM. 1**  
**PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS TRES ETAPAS DE LA UEM**

*Aspectos económicos*

**Etapa 1**

- Logro del mercado interior.
- Reforzamiento de la política de competencia.
- Reforma integral de los fondos estructurales.
- Mejores coordinación y supervisión de las políticas económicas.
- Ajustes presupuestarios en los países con déficit y/o deuda elevados.

**Etapa 2**

- Evaluación y adaptación de las políticas de la etapa 1.
- Examen de los ajustes macroeconómicos nacionales.

**Etapa 3**

- Sistema definitivo de coordinación presupuestaria.
- Reforzamiento de las políticas estructurales y regionales.

*Aspectos monetarios*

**Etapa 1**

- Liberalización de los mercados de capitales.
- Mejor coordinación monetaria y de los tipos de cambio.
- Realineaciones posibles, pero poco frecuentes.
- Todas las monedas de la CE dentro de la banda estrecha del SME.
- Extensión del uso del ecu

**Etapa 2**

- Establecimiento del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).
- Estrechamiento de los márgenes del SME.

**Etapa 3**

- El SEBC se encarga de la política monetaria.
- Fijación irrevocable de los tipos de cambio o adopción del ecu como moneda única.

recogidas en el esquema 1. En su reunión de Madrid, de 1989, el Consejo Europeo aprobó el enfoque de la UEM propuesto por el *Informe Delors*, estableciéndose el día primero de julio de 1990 como el comienzo de la primera etapa hacia la UEM.

La lógica monetaria de la etapa inicial no difiere significativamente de la del SME en los últimos años de la década de los ochenta. La lógica del sistema requiere que la política monetaria global sea definida por un banco central particular, mientras que los otros n-1 miembros se ocupan del mantenimiento de su paridad. Así, en tanto que las paridades centrales permanezcan fijas, sólo la posibilidad de movimientos de los tipos de cambio dentro de los márgenes posibilita una cierta autonomía de las políticas monetarias. La plena libertad de movimiento de capitales vendrá, sin embargo, a eliminar el margen de maniobra con el que anteriormente contaban las autoridades nacionales en el manejo de los tipos de interés y de los tipos de cambio. De hecho, el mantenimiento e introducción de trabas a la libre circulación de capitales a corto plazo por parte de países miembros con tasas de inflación relativamente elevadas ha permitido suavizar las tensiones cambiarias y, de esta manera, retardar los ajustes de paridades centrales (2).

Contrariamente a la referida primera etapa —que, en lo esencial, está definida en términos económicos, muchos de los cuales ya están en marcha—, la segunda es, ante todo, de naturaleza institucional, y se concibe como una fase transitoria cuyo eje consiste en la cesión progresiva de las responsabilidades en materia de política monetaria.

**SISTEMA DE TIPOS DE CAMBIO FIJO  
VERSUS MONEDA ÚNICA**

La constitución de una unión monetaria puede llevarse a efecto, como es bien sabido, sobre dos bases distintas: bien mediante el establecimiento de un sistema de tipos de cambio fijos no ajustables, bien mediante la creación de una moneda única. Numerosos estudios se han ocupado de realizar análisis comparativos de las dos opciones, concluyéndose, en la mayoría de los casos, que la segunda presenta una relación más favorable entre sus ventajas e inconvenientes. Conviene, no obstante, subrayar que, desde un punto de vista macroeconómico, la fijación irrevocable de los tipos de cambio equivale a una moneda única, con la sola diferencia de que la tasa de conversión no es de uno a uno. La disciplina impuesta a la política monetaria es la misma en ambos casos: no permite descentralización ni diferencias en la gestión monetaria.

La moneda única comparte con los tipos de cambio fijos no ajustables su contribución a la reducción de la incertidumbre y de los costes inherentes a los recursos, que, de otro modo, habría que invertir en obtener, almacenar y utilizar la información, y en la realización de las transacciones necesarias para los procesos de producción e intercambio. Frente a los tipos de cambio fijos, la moneda única presenta la ventaja de suprimir los costes de transacción —socialmente improductivos— ligados al intercambio de monedas. Además, facilita la comparabilidad de los precios y magnitudes económicas internacionales, al tiempo que evita las gestiones individualizadas de tesorería de

las distintas monedas comunitarias para las empresas que operan en varios países. El coste más importante que comporta la moneda única (3), al margen de su puesta en práctica, es considerado por algunos como una ventaja: el hacer muy difícil la salida de un país de la unión monetaria, con el consiguiente incremento de la credibilidad del sistema.

## **CONSECUENCIAS DE LA UNION MONETARIA**

---

La constitución de una unión monetaria lleva aparejados unos efectos económicos de indudable trascendencia, así como importantes consecuencias para la política económica, tal como sucintamente se expone a continuación.

- Igualación de los tipos de interés nominales. En una situación de perfecta movilidad de capitales, los tipos de interés nominales de activos de igual naturaleza y del mismo grado de riesgo no pueden diferir más que en razón de una expectativa de modificación de los tipos de cambio, y de las primas por riesgo de cambio que se darían en el supuesto de que los mercados no estuviesen convencidos de la irrevocabilidad de los tipos de cambio. Se producirá, por tanto, una convergencia, a corto plazo, de los tipos de interés en toda el área, como resultado del libre movimiento de capitales y de la desaparición del riesgo de cambio entre las monedas.

- La fijación irrevocable de los tipos de cambio implica que las competencias en materia de política monetaria sean asignadas al control de una institución única. Los tipos de cambio no pueden considerarse como irrevocables más que si todas las instituciones monetarias oficiales garantizan sin restricción la conversión, a los tipos fijados, de cualquier moneda del sistema en otra. Sin dicha garantía multilateral no habría diferencia entre una unión monetaria y una serie de compromisos bilaterales sobre los tipos de cambio.

- La política monetaria debe, así, ser confiada a una institución única, toda vez que, de no existir tal centralización, todo proceso de creación de dinero por parte de un banco central nacional ejercería, en el conjunto de la unión, repercusiones de las que no podrían protegerse los restantes estados miembros. Sin una institución central, el sistema estimularía de hecho a los distintos países a comportarse como *free riders*, poniendo en marcha un aumento excesivo de la oferta de dinero generador de ganancias de señoría en el interior, sin tener que asumir, en cambio, plenamente los cos-

tes de la inflación asociada. Es bien conocido, asimismo, que uno de los postulados más claros de la teoría del federalismo fiscal, cuando se aplica a la distribución de las funciones de la actividad financiera del sector público a los distintos niveles de gobierno de un país, es el de reservar en exclusiva las competencias de la política monetaria al gobierno central, sin conceder protagonismo alguno a los gobiernos subcentrales, al objeto de evitar efectos como los antes descritos.

- Con paridades fijas, y con mayor motivo con una moneda única, el riesgo de cambio intraeuropeo desaparece. La supresión de dicho riesgo representa un beneficio indiscutible, en la medida en que permite erradicar del sistema un coste. Subsiste, empero, la posibilidad de movimientos en los tipos de cambio reales (*i. e.*, tipos de cambio nominales corregidos de las diferencias en las tasas de inflación de un país a otro), que ocurrirían en el supuesto del mantenimiento de tasas de inflación divergentes entre algunos países. Las variaciones de los tipos de cambio reales serán menores que en un sistema de paridades fijas, pero ajustables, al no verse afectados por las expectativas sobre la estabilidad relativa de cada una de las monedas. De otro lado, los agentes económicos quedarán expuestos, evidentemente, al riesgo resultante de las fluctuaciones de los tipos de cambio entre la moneda europea y las otras divisas.

- Habrá de darse una convergencia, a medio plazo, de las tasas de inflación de los países integrantes, ya que, de lo contrario, el mecanismo de la paridad del poder adquisitivo haría divergir, paulatinamente, los tipos de cambio de equilibrio.

- Los déficit presupuestarios quedarán limitados por la condición de que el impacto monetario de su modo de financiación sea compatible con los objetivos comunes de política monetaria.

## **LA PERDIDA DE AUTONOMIA DE LA POLITICA NACIONAL**

---

Según se ha expuesto, las políticas monetarias para cada país contarán con un escasísimo margen de autonomía, y estarán ajustadas al ritmo de crecimiento real de la renta en cada uno de ellos, toda vez que los otros determinantes de la demanda de dinero (expectativas de precios y tipos de interés) vendrán prefijados por los niveles comunitarios.

La pérdida de la autonomía de la política monetaria nacional constituye, pues, uno de los rasgos esenciales de una unión monetaria, sin que haya

de extrañar que se convierta en uno de los elementos centrales de discusión.

La explicación de la referida pérdida de autonomía de la política monetaria cuenta con sólidos y bien conocidos fundamentos teóricos. Entre éstos, cabe destacar el denominado teorema de Padoa-Schioppa, que, en esencia, viene a decir lo siguiente: con una cierta movilidad de capitales, incluso imperfecta, la economía interna puede quedar afectada por una política monetaria extranjera. Consiguientemente, la autonomía de la política monetaria interna es entonces limitada, si no nula, en presencia de tipos de cambio fijos y movilidad perfecta de capitales. En definitiva, la argumentación de Padoa-Schioppa viene a poner de manifiesto la imposibilidad de la existencia simultánea de los cuatro componentes del «cuarteto inconsistente»: integración plena de los mercados de bienes, integración plena de los mercados financieros y de capitales, tipos de cambio estables y políticas monetarias nacionales autónomas. Dado que en un área económica integrada los tipos de cambio responden a los diferenciales sostenidos de inflación, la estabilidad cambiaría precisa de la eliminación de dichos diferenciales; y, a su vez, dado que la evolución de las tasas de inflación nacionales viene, en el medio plazo, estrechamente ligada a los crecimientos monetarios nacionales, es imprescindible coordinar estrechamente éstos y realizar las modificaciones pertinentes de las políticas presupuestarias nacionales que garanticen dicha coordinación. De otro lado, hace ya años que el modelo Mundell-Fleming estableció que la eficacia tanto de la política monetaria como de la política fiscal depende, simultáneamente, del régimen de los tipos de cambio y de la movilidad de los capitales, destacando cómo la política monetaria resulta ineficaz en un marco de tipos de cambio fijos y de perfecta movilidad de capitales, en el que, por el contrario, la política presupuestaria sí puede ejercer efectos reales sobre la actividad económica.

En suma, el principal coste de la unión monetaria, en el ámbito de la estabilización económica, proviene de la pérdida de la política monetaria como instrumento para la corrección de los desequilibrios económicos.

### **OTRAS CONSECUENCIAS PARA LA POLITICA MONETARIA**

---

La integración completa de los mercados financieros y de capital tendrá, asimismo, consecuencias para la elaboración y el manejo de la política

monetaria. Así, en primer término, las medidas directas, tales como las restricciones cuantitativas del crédito, quedan descalificadas, toda vez que pueden ser fácilmente eludidas mediante la sustitución de la financiación interior por la procedente de otros países (4). De otro lado, por las repercusiones que tiene para las condiciones de la competencia, las deslocalizaciones de saldos y la evolución de los agregados monetarios, se plantea la necesidad de armonización —tanto en la base de cómputo como en el nivel— de los coeficientes bancarios. En tercer lugar, cabe prever una disminución simultánea de la controlabilidad y de la sensibilidad de los agregados monetarios, ya que, de una parte, habrá mayores dificultades para cuantificar la masa monetaria y, de otra, las posibles modificaciones en la composición de los patrimonios tenderán a reforzar la inestabilidad de los vínculos entre la oferta monetaria y el PIB nominal.

### **CONSECUENCIAS PARA LA POLITICA PRESUPUESTARIA**

---

Dado que la unión monetaria implica la desaparición de la política monetaria como instrumento de la política macroeconómica nacional, puede deducirse que, de esta forma, se amplía el protagonismo de la política presupuestaria nacional. Ahora bien, como se ha señalado, la constitución de una unión monetaria efectiva requiere, ineludiblemente, que todos los países sin excepción se sometan a una disciplina presupuestaria, dadas la interrelación y la interdependencia existentes entre la política monetaria y la política presupuestaria a largo plazo. En efecto, la existencia de déficit públicos prolongados que impliquen situaciones presupuestarias insostenibles conduce, en última instancia, a la monetización de la deuda o a la insolvencia del Estado. La falta de disciplina presupuestaria en uno o varios países implicaría el riesgo de comprometer las orientaciones del banco central único y de afectar a los otros estados (presiones para la suavización de las orientaciones monetarias, declaración de insolvencia o retirada de la unión monetaria, solicitud de ayuda financiera...). Nos encontramos, pues, ante un caso clásico de externalidad negativa, que reclama la adopción *a priori* de reglas y procedimientos comunitarios centrados en el respeto a la disciplina. Las reglas fundamentales sobre las que se articula ésta son las siguientes: principio de no financiación monetaria de los déficit públicos (*i. e.*, prohibición tanto del recurso del Tesoro al banco central como de la colocación directa de deuda pública en la cartera de dicho banco); regla de la responsabilidad nacional (ausencia

de asistencia financiera mutua); limitación del déficit. Este último punto, en particular, ha propiciado un amplio debate entre los partidarios de alcanzar la disciplina por la vía del mercado, estableciendo que el sector público se encuentre con las mismas restricciones de cara a su financiación que cualquier prestatario privado, y los que consideran necesario fijar límites específicos sobre la magnitud de los déficit públicos (5).

Todo lo anterior no hace sino resaltar la importancia estratégica que, en el proceso de construcción de la unión económica y monetaria, tiene la coordinación de las políticas monetaria y presupuestaria (6), y la no menor de la convergencia de la situación económica de los diferentes países. En el nuevo marco que se avecina, el mecanismo del mercado adquiere un protagonismo fundamental de cara a la corrección de los desequilibrios y perturbaciones de carácter económico que se presenten. Ineludiblemente, por otra parte, se requerirá la adopción de políticas regionales y estructurales que ayuden a los mecanismos del mercado en la corrección de los desajustes.

## **LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS**

La aplicación de la política monetaria en España en el curso de los últimos años ha estado marcada por la integración de la peseta, en el mes de junio de 1989, en el mecanismo de estabilidad cambiaria del SME, trascendental decisión que supuso la incorporación de nuestro país a unos esquemas de disciplina y supervisión supranacionales, y, con ello, pasar de una política cambiaria de flotación controlada de la peseta a otra en la que aparece definido un objetivo explícito y formal del tipo de cambio. La incorporación de la peseta al SME equivalía a adoptar el objetivo intermedio del tipo de cambio nominal y a renunciar a la posición central que determinados agregados monetarios habían tenido en el diseño de la política monetaria. Así, los esfuerzos por lograr determinados comportamientos de la cantidad interna de dinero quedaban estrictamente supeditados a los objetivos cambiarios. Los tipos nominales de interés se convirtieron, así, en detrimento de los activos de caja, en la variable clave para alcanzar la estabilidad cambiaria. Como ha señalado Malo de Molina (1991), la entrada en el SME, además de reconocer la creciente importancia de la estabilidad del tipo de cambio para la participación ventajosa en los proyectos de integración europea, reflejaba la descon-

fianza de las autoridades hacia las estrategias antiinflacionistas basadas excesivamente en subidas bruscas de los tipos de interés y en la apreciación del tipo de cambio, debido a la influencia contractiva sobre la demanda interior (especialmente sobre la inversión y la exportación) y a la posibilidad de que las condiciones del mercado de trabajo propiciaran una absorción por los aumentos de salarios del impacto favorable del tipo de cambio sobre los precios. De otro lado, como ha expresado la OCDE (1991), la decisión de entrar en el SME aumentó la credibilidad de la posición antiinflacionaria del Gobierno español, pero simultáneamente redujo la capacidad del Banco de España para llevar a cabo una política independiente de tipo de interés.

La incorporación al SME coincidió con una fase de fuerte crecimiento del gasto nacional, al que se hizo frente merced a la adopción de medidas excepcionales, como son el establecimiento de restricciones cuantitativas al crédito interno (7) y de depósitos obligatorios no remunerados para los créditos procedentes del exterior, al no poder contar con el apoyo de las políticas presupuestaria y de rentas. Tres rasgos definen los efectos de la contingentación del crédito aplicada desde mediados de 1989 hasta finales de 1990: incidencia importante sobre el crecimiento del gasto nacional, impacto desigual sobre sus distintos componentes y distorsiones sobre la eficiencia en la asignación de los recursos. La desigualdad con que la política monetaria traduce sus consecuencias sobre los componentes del gasto nacional ocasionó que fueran las inversiones —como componente del gasto más sensible a la restricción del crédito y a la elevación de los tipos de interés— y la exportación —debido a la apreciación de la peseta, propiciada por el diferencial de los tipos de interés— las que en mayor medida soportaran el peso del ajuste (8).

La política monetaria española en los próximos años va a estar, obviamente, condicionada por el ritmo efectivo que se imprima al proceso de construcción de la unión económica y monetaria europea. Las diferencias que aún persisten entre la economía española y la de los principales países comunitarios obligan a seguir manteniendo una estrategia que conduzca de manera irreversible a una mayor convergencia con aquéllos. El solitario papel que tradicionalmente ha venido desempeñando la política monetaria dentro de las políticas de ajuste practicadas en España reclama, ahora más que nunca, la decidida colaboración de la política presupuestaria, en aras de alcanzar de la manera menos traumática las metas económicas a las que se aspira.

## NOTAS

(1) Hay, no obstante, algunos economistas que cuestionan radicalmente que la creación del mercado único europeo exija necesariamente la unión monetaria. En este sentido, por ejemplo, Lagayette (1991) apunta la existencia de una cierta contradicción entre el reforzamiento del mercado común y el énfasis puesto en la armonización, sobre la base de que, por el contrario, un reforzamiento de la competencia, objetivo comunitario primordial, debe pasar por una gran diversificación. Un mercado único para productos y factores no implica —se argumenta— una moneda única, ya que la diferenciación de las monedas no es un obstáculo a la libre circulación de aquéllos.

(2) Aunque habitualmente se considera que la liberalización de los movimientos de capitales implica necesariamente una asignación más eficiente de recursos, no hay que perder de vista que, hace ya más de treinta años, la teoría del *second best* puso de manifiesto cómo la eliminación de una distorsión sectorial, tal como un obstáculo a la movilidad internacional de los capitales, no aumenta necesariamente la eficiencia del sistema cuando subsisten otras distorsiones. Por el contrario, si estas distorsiones no pueden ser eliminadas, es posible que la introducción de distorsiones «compensatorias» mejore la situación económica en relación a la que existiría con las distorsiones iniciales, pero sin las distorsiones añadidas.

(3) Algunos economistas consideran, sin embargo, que si bien la diversificación de las monedas impone costes diversos a los usuarios, esto no es algo negativo en sí mismo, ya que ocurre con toda clase de bienes. También se ha planteado que la dimensión óptima del área de una moneda no se corresponde necesariamente con el ámbito europeo.

(4) Al margen del carácter temporal del impacto de este tipo de medidas, las modificaciones registradas en los últimos años han supuesto un reforzamiento de la importancia de los tipos de interés en los cauces de transmisión de los efectos de la política monetaria, en detrimento de las variaciones en el racionamiento cuantitativo del crédito. *Vid.*, Rojo (1989, págs. 83-85).

(5) No hay que olvidar al respecto que el propio proceso de integración en el seno de la unión económica y monetaria restringe la posibilidad de aumentar los impuestos futuros para satisfacer el servicio de unos niveles elevados de deuda pública. Así, el Estado que se viera obligado a aumentar los impuestos sin ofrecer un nivel equivalente de bienes y servicios públicos, al destinar su recaudación al pago de la carga financiera, correría el riesgo de deslocalización de una parte de sus factores productivos más móviles.

(6) Una importante diferencia entre la unión económica y monetaria europea y las uniones monetarias constituidas por estados federales radica en el grado de centralización de las finanzas públicas. Así, mientras que en los estados federales el gasto público del gobierno federal representa al menos la mitad del conjunto del gasto público total, el Presupuesto de la CE no representa más que un 2 por 100 del gasto público de los países comunitarios.

(7) Madroñero (1990) ha justificado la adopción de esta medida ante la escasa repercusión del progresivo endurecimiento de la política monetaria sobre la evolución de los agregados monetarios, como resultado de la débil transmisión de la subida de los tipos de interés de los mercados monetarios hacia los tipos negociados en las operaciones activas y pasivas de las entidades bancarias.

(8) No obstante, según otras opiniones (Malo de Molina, 1991), la restricción afectó fundamentalmente a las actividades no productivas.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- AGLIETTA, M., y COUDERT, V. (1991), «Comment neutraliser les chocs budgétaires susceptibles de menacer l'intégration monétaire européenne?», *Problèmes Economiques*, número 2214.
- ARIZTEGUI, F. J. (1990), «La política monetaria: un período crucial», en J. L. GARCÍA DELGADO (ed.), *Economía española de la transición y la democracia 1973-1986*, CIS, Madrid.
- ARRIAGA FANO, J. M. (1988), «Consecuencias de la integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo», *Situación*, núm. 4.
- ARTUS, P. (1991), «SME: un mécanisme monétaire sous tensions», *Problèmes Economiques*, núm. 2226.
- BERNALDO DE QUIRÓS, L. (1991), «La economía española ante la Unión Económica y Monetaria», *Eur Confidential*, núm. 31.
- BOISSIEU, C. de (1991), «Avantages de l'union économique et monétaire», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- BORDES, C.; RAYMOND, R, y STRAUSS-KHAN, M. O (1991), «La coordination des politiques monétaires», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- BOYER SALVADOR, M. (1989), «La propuesta del Comité Delors para la Unión Económica y Monetaria de Europa y sus críticos», *Información Comercial Española*, noviembre.
- COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES (1988), «La création d'un espace financier européen», *Economie Européenne*, núm. 36.
- (1990a), «Marché unique, monnaie unique. Une évaluation des avantages et coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire», *Economie Européenne*, núm. 44.
- (1990b), «Coordination monétaire au cours de la première étape de l'UEM», *Economie Européenne*, núm. 46.
- CONTHE GUTIÉRREZ, M. (1991), «La financiación del Tesoro», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- CROOK, C. (1989), «El sistema europeo en transición», *Boletín de Información Comercial Española*, núm. 2210.
- FÍSICO, J. M. (1991), «Política monetaria: grandes cambios en 1991», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 49. Fundación FIES.
- FOURÇANS, A. (1991), «L'Union monétaire de l'Europe: fondements théoriques, problèmes et propositions», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- FUENTES QUINTANA, E. (1991), «Problemas económicos españoles de los años noventa: el acercamiento y la convergencia con la CEE», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- FUNDACIÓN FIES (1990), «Informe sobre política económica», *Cuadernos de Información Económica*; reproducido en *Cinco Días*, 16 y 17 de noviembre de 1990.
- GIL, G. (1990), «Instrumentación de la política monetaria: balance y perspectivas», *XVII Jornadas de Mercado Monetario*, Intermoney.
- (1991), «Política monetaria: presente y futuro», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- GONZÁLEZ IBÁN, R. (1991), «Unión Económica y Monetaria: el

- gasto soberano», *Boletín de Información Comercial Española*, diciembre 1990-enero 1991.
- INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (1990), *Hacia la Unión Monetaria Europea*.
- LAGAYETTE, P. (1991), «La dynamique de l'Union économique et monétaire», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- LERENA, L. A. (1991), «La política monetaria española en el SME», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- MADROÑERO PELÁEZ, A. P. (1990), «Conferencia de apertura», *XVII Jornadas del Mercado Monetario*, Intermoney.
- MALO DE MOLINA, J. L. (1991), «Resultados de la política monetaria restrictiva», *Economistas*, núm. 47; reproducido en *Cinco Días*, 22 de marzo de 1991.
- OCDE (1991), *OECD Economic Surveys, Spain 1990/1991*, París.
- ONTIVEROS, E. (1990), «La integración en el SME: un año de experiencia», *XVII Jornadas de Mercado Monetario*, Inter-money.
- PÉREZ-CAMPANERO, J. (1991a), «España ante la Unión Económica y Monetaria en Europa», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 48, Fundación FIES.
- (1991b), «Estado de la integración económica y monetaria en Europa», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 33.
- PORTES, R. (1989), «La coordinación de la política macroeconómica y el Sistema Monetario Europeo», *Información Comercial Española*, noviembre.
- RAYMOND, R. (1991), «La conduite d'une politique monétaire nationale au sein d'une zone monétaire», *Problèmes Economiques*, núm. 2216.
- ROJO DUQUE, L. A. (1989), *El Sistema Monetario Europeo y el futuro de la cooperación en la CEE*, Espasa-Calpe, Madrid.
- ROMÁN, M., y MARTÍN, M. J. (1991), «La competencia y la política monetaria», *La Gaceta de los Negocios*, 16 de agosto.
- RUBIO, M. (1988), *La política monetaria española cara al Mercado Unico Europeo*, Banco de España, Madrid.
- SALIN, P. (1991), «Quelles monnaies pour le Marché unique européen?», *Revue d'Economie Politique*, núm. 1.
- SECRETARÍA DE ESTADO DE ECONOMÍA (1991), «La Unión Económica y Monetaria. El estado de los debates», *Boletín de Información Comercial Española*, diciembre 1990-enero 1991.
- VIÑALS, J. (1989), «Del Sistema Monetario Europeo a la Unión Monetaria Europea», *Información Comercial Española*, noviembre.
- WYPLOSZ, C. (1991), «Les implications budgétaires de l'union monétaire», *Problèmes Economiques*, núm. 2214.