

LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA EN LA TRANSICIÓN HACIA LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

El objetivo de este artículo de **José Luis Malo de Molina** y **José Pérez Fernández** es abordar algunos aspectos de la política monetaria española desde la actual perspectiva de su participación en el proyecto de unión monetaria europea. En el epígrafe II se sintetizan los principales problemas recientes. El epígrafe III se dedica a las medidas adoptadas, en 1989, con el fin de afrontar algunos de estos problemas y de detener la fuerte expansión monetaria que amenazaba con realimentar las tendencias a la inestabilidad. La incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo y la imposición, con carácter transitorio, de límites al crédito bancario concedido al sector privado marcan un giro en la conducta de la política monetaria, con el que las autoridades han pretendido establecer la base de partida para la articulación de una nueva estrategia. En el último epígrafe, se esbozan algunas de las características que, presumiblemente, deberá revestir el esquema de control monetario para adaptarse a la dinámica creada por el proceso de unión monetaria europea.

I. INTRODUCCION

EL esquema de control monetario en dos etapas —mediante el seguimiento de un objetivo intermedio, con el fin de alcanzar un objetivo último en términos de gasto nominal y ritmo de inflación—, instrumentado con métodos indirectos —a través del manejo de los tipos de interés en un contexto de mercados cada vez más desarrollados—, y con flotación limitada del tipo de cambio, ha desempeñado un papel significativo en la reducción de la inflación en España (véase gráfico 1) y en la consecución de un grado acep-

table de convergencia con la CEE, que ha permitido a la economía española incorporarse a los proyectos europeos de unificación monetaria.

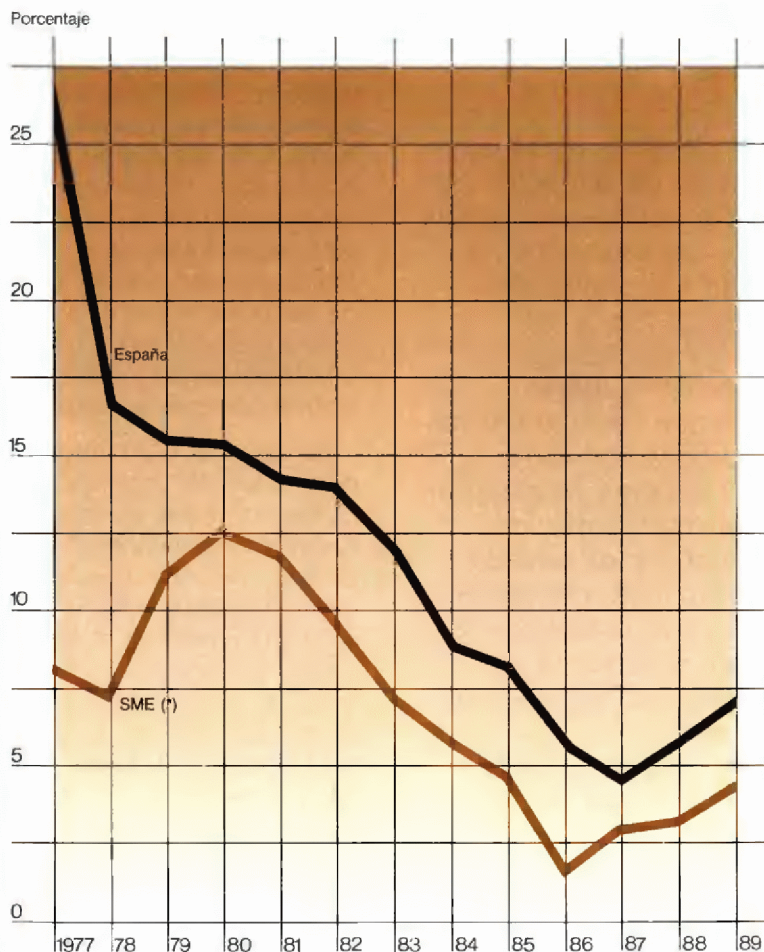
A pesar de algunos episodios de cierta holgura financiera y de la existencia de problemas importantes de instrumentación, este esquema de control monetario suministró el anclaje necesario para mantener los equilibrios macroeconómicos y encauzar el proceso de formación de las expectativas de inflación hacia una mayor estabilidad de precios. El esfuerzo desplegado para instaurar unos mecanismos de control

adecuados y para modernizar los mercados financieros promovió, así, los resortes apropiados para estimular la disciplina financiera y la estabilidad económica a lo largo de este período.

Sin embargo, en los últimos años el esquema de control monetario en España se ha visto inmerso en la problemática que ha conducido, en la mayoría de los países, a una menor confianza en la capacidad de las reglas monetarias cuantitativas para actuar como cauce adecuado de formación de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, y para lograr un funcionamiento ordenado de los mercados financieros.

En efecto, a lo largo de la década de los ochenta, las relaciones entre los agregados monetarios y las variables finales evidenció, en numerosos países, una estabilidad inferior a la que se había esperado. Con ello se redujo, considerablemente, el número de los partidarios, tanto en el mundo académico como en los ámbitos de decisión de la política económica, de los esquemas de control monetario basados en el seguimiento de normas rígidas para el crecimiento de la cantidad de dinero o de la liquidez. La menor confianza en la estabilidad de las relaciones entre las distintas definiciones del dinero y el gasto nominal ha hecho necesario recurrir a una creciente interpretación de los movimientos de los agregados monetarios, utilizando para ello una amplia gama de indicadores financieros y reales, y, en definitiva, ha abierto el camino para una mayor discrecionalidad en el manejo de la política monetaria. Vistas las cosas desde la perspectiva presente, la trayectoria de la década de los ochenta ha marcado el descenso de la marea monetaria con que se había iniciado. Goodhart

GRAFICO 1
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO
Tasa anual (dic/dic)



(*) Media ponderada por el consumo privado y la paridad del poder adquisitivo del año 1987. En 1989 no se incluye a España.

(1989) proporciona una panorámica completa y detallada de esta trayectoria.

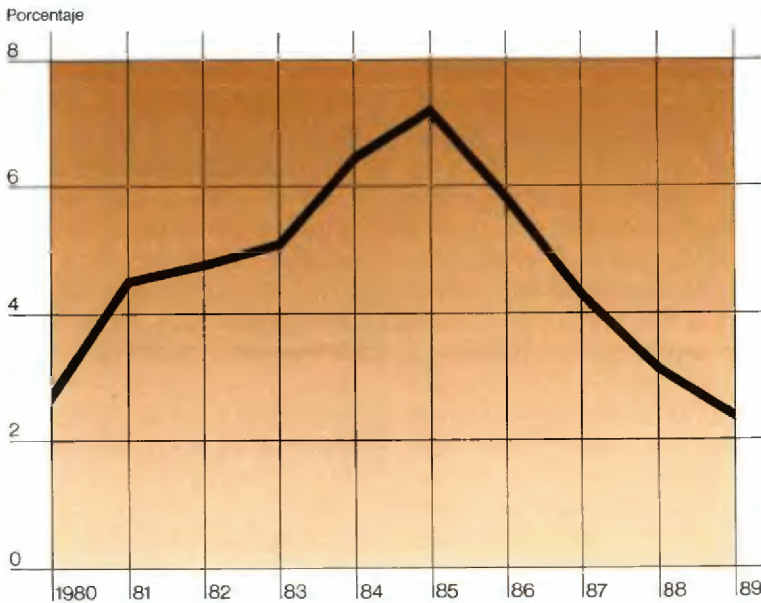
En España, donde el control monetario siempre descansó en una concepción pragmática y flexible de las relaciones entre la cantidad de dinero y la renta nominal (véase Pérez y Rojo, 1977,

y Ariztegui, 1988), la aparición de estos problemas dio origen a numerosas modificaciones con el fin de adaptar el diseño de la política monetaria a los cambios registrados en los últimos años. Estas modificaciones han tendido, en líneas generales, a adecuar la definición del agregado bajo control a las innovaciones de los mer-

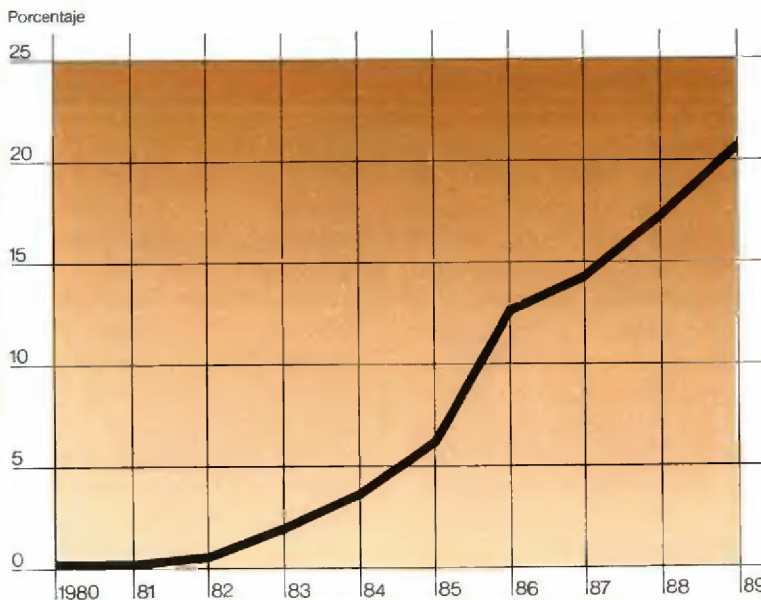
cados financieros y a introducir formas de instrumentación más flexibles, que conceden a los tipos de interés un papel más importante como variable instrumental de la política monetaria y relegan a los activos de caja al papel de simple indicador adelantado de los agregados intermedios (véase Escrivá, 1989). Esta nueva concepción refleja una mayor preocupación por reducir la variabilidad de los tipos de interés (véase Escrivá, 1990) y por hacer compatible el control de la liquidez con la estabilidad del tipo de cambio, con el fin de evitar tanto las bruscas oscilaciones a corto plazo en la cotización de la peseta como posibles desviaciones más persistentes respecto de los niveles sostenibles a medio y largo plazo.

No es el propósito de este artículo hacer una revisión sistemática de todos los cambios operados. Estos se pueden encontrar descritos y analizados en una amplia literatura (véase, por ejemplo, Sanz, 1988) que se une a las explicaciones dadas por el Banco de España en sus informes y publicaciones. Baste con señalar que, al menos hasta 1987, se mantuvo básicamente inalterado el esquema de control monetario establecido en la primera mitad de la década de los setenta. Ninguno de los problemas planteados hasta entonces había puesto en duda su eficacia ni había sido necesario recurrir a soluciones de emergencia que se apartasen significativamente de sus características fundamentales. Y ello, a pesar de que el desarrollo de los mercados monetarios, la presión del déficit público y la conexión creciente con los mercados financieros exteriores habían ido reduciendo esa eficacia en la segunda mitad de la década de los ochenta.

**GRAFICO 2
PARTICIPACION DEL DEFICIT PUBLICO EN EL PIB**



PARTICIPACION DE LOS TITULOS PUBLICOS EN ALP



Sin embargo, en los últimos años, especialmente a partir de 1987, la continuidad del esquema básico de instrumentación de la política monetaria ha ido acom-

pañada de un aumento de la gravedad de algunas de sus disfunciones, hasta el punto de que, en la etapa más reciente, los métodos habituales de control mone-

tario han sido insuficientes para abordar las tareas de estabilización en la medida requerida, y ha sido inevitable introducir algunos mecanismos excepcionales que han interrumpido, temporalmente, la tradición del sistema vigente en los últimos quince años.

La acumulación de problemas ha venido impulsada, principalmente, por dos factores: por un lado, las dificultades para la aplicación de las políticas de estabilidad necesarias en un contexto de expansión fuerte y persistente de la demanda interna, y, por otro, las exigencias derivadas de la creciente apertura al exterior y de la mayor interdependencia con los mercados financieros internacionales. Estas exigencias se han materializado, en el último período, en una aceleración de los calendarios que conducen a la plena liberalización de los movimientos de capital y a la estabilidad de los tipos de cambio. La confluencia de los obstáculos que la política monetaria ha encontrado para desempeñar sus funciones estabilizadoras con los requisitos que impone la participación en los proyectos de creación de un área de unión monetaria europea, ha determinado el inicio de una fase de transición en el esquema de instrumentación de política monetaria. A lo largo de ésta, deberá producirse la adaptación a las reglas y prácticas que prevalecerán en el nuevo ordenamiento institucional que va a surgir en el proceso hacia la unión monetaria.

II. LAS DIFICULTADES RECIENTES DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA

Las dificultades específicas halladas en España al aplicar el es-

quema, antes reseñado, de fijación y seguimiento de un objetivo intermedio en términos de crecimiento de un agregado monetario, se pueden sintetizar en torno a los siguientes factores causales: la magnitud del déficit público y las dificultades para su financiación en un marco de rápida innovación financiera; las resistencias para aplicar la combinación de políticas económicas adecuada para el acercamiento de la economía española a los resultados macroeconómicos obtenidos por los países comunitarios, en un marco de estabilidad cambiaria creciente, y por último, las barreras al funcionamiento del mecanismo de transmisión a través de los tipos de interés, en unos mercados crecientemente desarrollados e internacionalmente interconectados.

1. Las dificultades del esquema de control monetario derivadas de la dimensión del déficit público y de la innovación financiera.

Como es sabido, una de las constantes de la política monetaria española ha sido la utilización de una definición amplia de la liquidez como objetivo intermedio. Los criterios de controlabilidad fueron los que, principalmente, fundamentaron esta decisión, avalada, además, por unas propiedades de estabilidad de su demanda, y de los correspondientes multiplicadores, razonablemente satisfactorias. En conexión con este enfoque, cuando el déficit público experimentó un aumento rápido y cuantioso, y se hizo apremiante la necesidad de aminorar el impacto inflacionista de su financiación, fue conveniente incluir en la definición del agregado bajo control la deuda del Estado a corto plazo y las cesiones con pacto de recompra

en las carteras de empresas y familias, que, por su alta liquidez, presentan unas relaciones estrechas de sustituibilidad con los depósitos bancarios y con otros activos líquidos incluidos en la variable objetivo (véase gráfico 2). Esta decisión se presentaba, en aquellos momentos, como la única capaz de preservar la posibilidad de una política monetaria activa en la lucha contra la inflación, y de favorecer el desarrollo de una cierta autonomía entre el banco emisor y el Tesoro. Sin embargo, concatenada con los fenómenos inducidos por la constante aparición de nuevos productos y prácticas financieros, ha contribuido también a difuminar los siempre imprecisos límites de la liquidez y ha condicionado una tendencia hacia la progresiva ampliación del agregado. Una crítica de las repercusiones de esta decisión se puede encontrar en Cuervo-Arango (1987).

En términos generales, este esquema logró evitar la vulnerabilidad del control monetario a los desplazamientos entre la gama de activos incluidos dentro de ALP, e impuso un corsé que permitía corregir los efectos de las formas de financiación del déficit más inflacionistas. Sin embargo, el comportamiento del agregado de activos líquidos se ha mostrado muy sensible a las oscilaciones en las estrategias financieras del Tesoro. Cuando éste ha pasado, en periodos cortos de tiempo, de financiarse en los mercados de deuda a medio y largo plazo a la apelación al recurso al Banco de España, y de allí a la deuda a corto, la evolución de ALP se ha visto sometida a variaciones muy intensas, asociadas a fenómenos puramente financieros que han perturbado su relación con la renta nominal.

En esta línea, hay que destacar

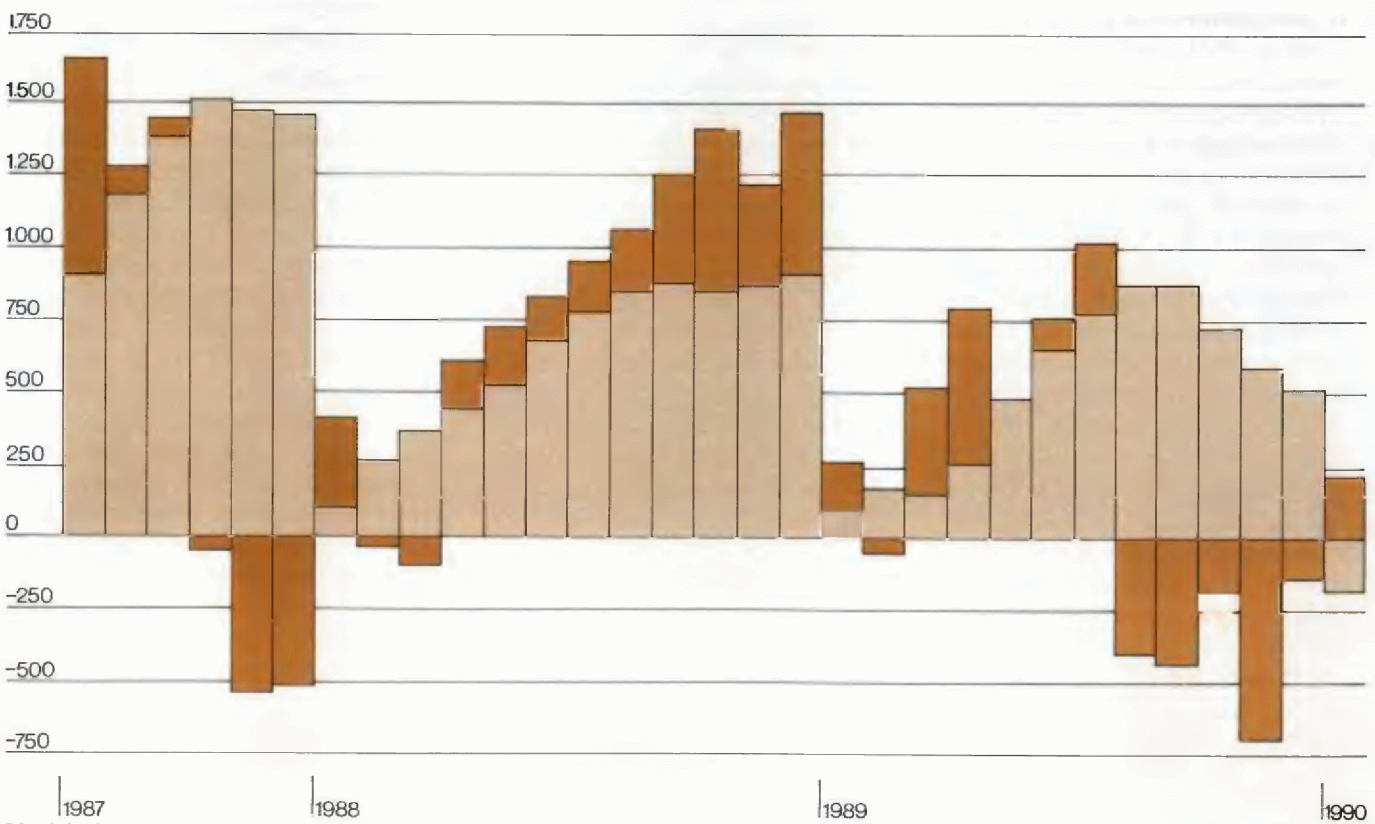
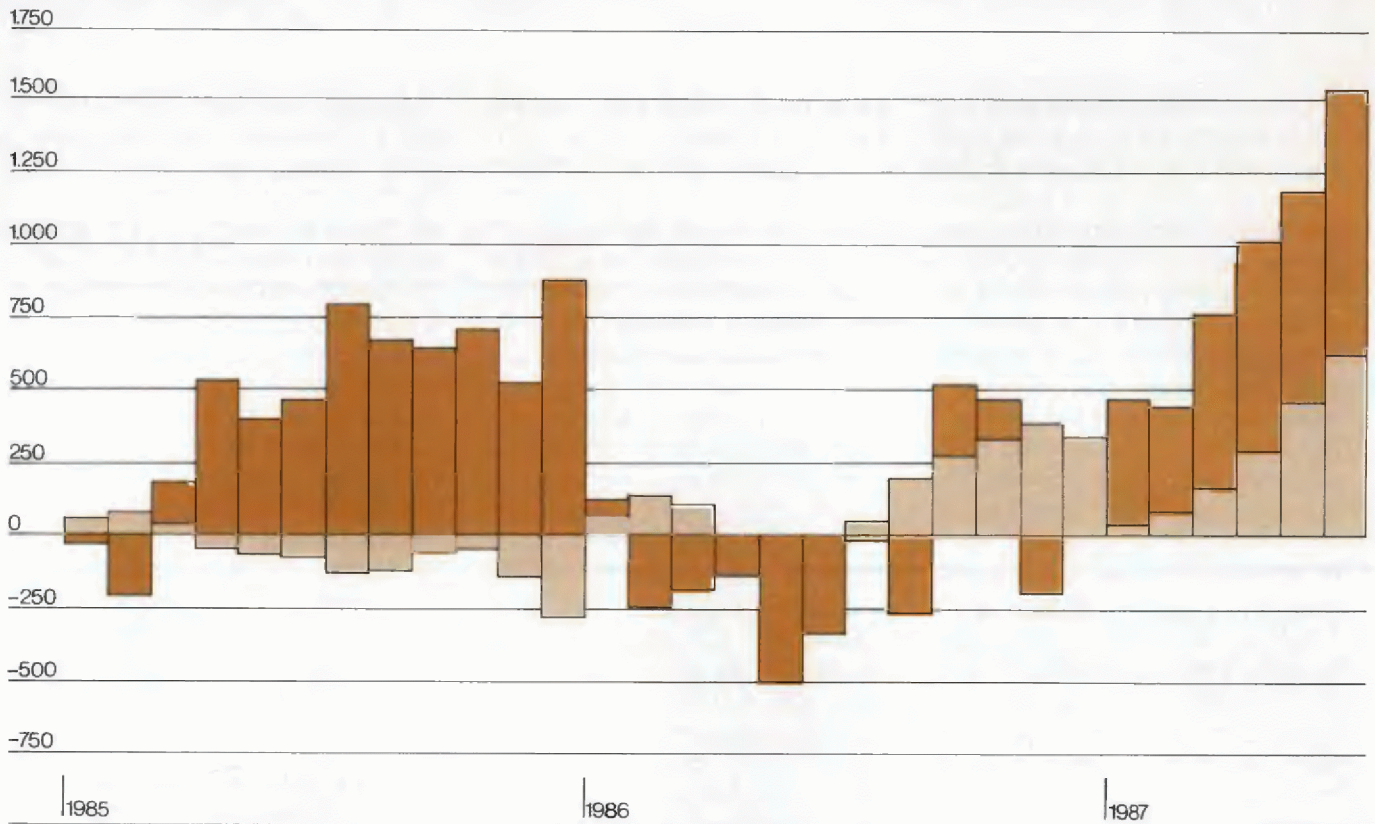
que la inexistencia de límites legales que establezcan una restricción eficaz a la apelación del Tesoro al Banco de España, ya sea a través de anticipos y préstamos o a través de los incrementos en la cartera «no cedida» de valores públicos, ha originado fases recurrentes de fricción entre el control monetario y la política de financiación del sector público. Aunque en los últimos años no se han producido incrementos significativos en el saldo deudor del Tesoro con el Banco de España al cierre del ejercicio anual, sí se han registrado burbujas de apelación importantes a lo largo del año, que han dificultado el control monetario —especialmente cuando han coincidido con periodos de fuerte incremento de las reservas exteriores (véase gráfico 3)—; han obstaculizado la traslación de las señales que la política monetaria pretendía impartir; y, en ocasiones, han introducido distorsiones en el funcionamiento de los mercados financieros.

Otras repercusiones de los problemas creados por la financiación del déficit han sido las derivadas del establecimiento, para las instituciones financieras, de coeficientes de inversión obligatoria en determinadas clases de valores públicos, o de la elevación del coeficiente de caja a niveles superiores a los justificados por los riesgos de liquidez o por las necesidades de instrumentación del control monetario. El uso de estas formas de financiación, a precios inferiores a los del mercado, ha debilitado las fuerzas de la competencia en el funcionamiento de las instituciones financieras y la transmisión de los efectos de las acciones de la política monetaria.

Además, las distorsiones creadas por los coeficientes, unidas

**GRAFICO 3
RECURSO NETO Y RESERVAS CENTRALES (*)**

Variaciones acumuladas desde diciembre
Datos medios diarios



■ **Recurso + cartera — cesiones a 3 m.** □ **Reservas centrales**

(*) El recurso al Banco de España en 1989 no incluye el préstamo concedido a RUMASA por 300 m.m.

a los estímulos y contraestímulos desencadenados por los frecuentes cambios en el tratamiento fiscal de los activos financieros, han producido reacciones en el comportamiento de las entidades de crédito que han tenido serias repercusiones sobre el control monetario. En efecto, las instituciones financieras han diseñado diversas estrategias para eludir el coste de las inversiones obligatorias, tratando de aprovechar las lagunas o las zonas dudosas de la regulación vigente, y para ofrecer a los clientes nuevos productos que proporcionaban oportunidades de evasión fiscal, adaptándose a los cambios frecuentes en el régimen de fiscalidad y en los criterios de vigilancia del cumplimiento de las obligaciones tributarias.

Estas prácticas han originado innovaciones financieras espurias, que se han superpuesto, y en ocasiones han asfixiado, a la innovación genuina, aumentando artificialmente los desplazamientos en las carteras del público y la inestabilidad en el comportamiento de los agregados monetarios, lo que ha conducido a redefiniciones y reinterpretaciones demasiado frecuentes (1). Así, recientemente, la definición de ALP ha registrado cambios para incluir las cesiones temporales de deuda pública a medio y largo plazo (1987) y las transferencias de activos privados (1989). Ambas modificaciones fueron necesarias para evitar la pérdida de información que en otro caso se habría producido, en unos momentos en los que la fuerte dinámica expansiva de los activos líquidos se estaba canalizando a través de estos nuevos productos; sin embargo, no cabe duda de que la excesiva frecuencia de estos cambios ha dañado las señales que la conducta del agre-

gado transmite a los diversos agentes. Paralelamente, la dinámica de ampliaciones sucesivas del agregado no ha ido acompañada de la eliminación de ciertas incorporaciones que en el pasado pudieron ser necesarias, pero cuya continuidad no siempre ha estado justificada.

Una de las repercusiones más importantes de la tendencia a la ampliación del agregado, que ha llegado a representar una elevada proporción de la riqueza financiera del público, ha sido la inclusión de un porcentaje significativo de activos financieros usados preponderantemente como medio de inversión y con escasa utilidad como medio de pago, como es el caso, por ejemplo, de los empréstitos bancarios, los títulos hipotecarios o las carteras en firme de letras del Tesoro. Esta dinámica, en un contexto de creciente liberalización de los tipos de interés, ha activado la sensibilidad de la demanda del agregado a los tipos de interés propios —es decir, de los instrumentos financieros incluidos en su demarcación—, entre los cuales los tipos de rendimiento de la deuda del Tesoro desempeñan un papel dominante. Esto ha planteado algunas dificultades adicionales de interpretación y, sobre todo, ha originado una variabilidad mayor de los tipos de interés. En efecto, en estas circunstancias, las variaciones de los tipos de interés de intervención del banco emisor tienen un impacto muy inmediato sobre el tipo representativo de los activos incluidos en el agregado de liquidez, y de mayor intensidad a corto plazo que el ejercido sobre la rentabilidad de los activos no monetarios alternativos, que recogerá ese impacto con un retraso mayor. De esta forma, el efecto de las variaciones de los tipos de interés de

intervención del banco emisor sobre la demanda de liquidez puede tener signo positivo en el corto plazo —crece la demanda de ALP ante aumentos de los tipos de interés de intervención— y se ve considerablemente amortiguado, e incluso en algunas ocasiones anulado, su signo negativo en el largo plazo. En términos del análisis clásico de las curvas IS-LM, esta situación implica una reducción de la pendiente de la curva LM en el plazo largo y una mayor variabilidad en los tipos de interés, con una cierta pérdida de eficiencia en la instrumentación de la política monetaria, como consecuencia de los problemas de interpretación reseñados.

2. Los efectos derivados de las dificultades para alcanzar una combinación más adecuada de los instrumentos de la política económica

Una fuente permanente de problemas para la política monetaria ha sido la dificultad para alcanzar el *policy-mix* apropiado. Durante el largo período de saneamiento de la economía española, se han tratado de simultanear los objetivos de estabilización de precios y de atención tanto a las necesidades derivadas de la crisis económica como a las crecientes demandas de bienes y servicios públicos mediante una combinación de políticas monetarias relativamente restrictivas y políticas fiscales más expansivas. Esta combinación, que no ha sido exclusiva de España, ha contribuido a la existencia de unos tipos de interés altos y relativamente variables, y ha tendido a atribuir un papel mayor a la fortaleza del tipo de cambio —a la política de moneda fuerte— como mecanismo corrector de la inflación.

Sin embargo, el seguimiento de esta estrategia ha comportado ciertos riesgos de sobreapreciación de la peseta y de distorsión en la asignación de recursos, con repercusiones graves en el funcionamiento de la economía a largo plazo. Estos efectos podrían resultar especialmente perjudiciales para la continuidad de la inversión, y podrían desplazar una parte importante del esfuerzo de ajuste sobre los sectores más expuestos a la competencia, especialmente sobre la industria. Todo lo cual entraba en contradicción con los retos planteados a la economía española por la integración europea.

Por ello, para soslayar los riesgos de un deterioro excesivo de la competitividad, fue necesario fijar referencias o límites al comportamiento del tipo de cambio, con el fin de contrarrestar las tendencias apreciadoras del mercado, y realizar asiduas intervenciones por parte del Banco de España en los mercados de cambios, con la acumulación consiguiente de cuantiosas sumas de reservas exteriores. Esta situación —en un contexto de progresiva movilidad internacional de los capitales y creciente sensibilidad de éstos a los diferenciales de tipos de interés y a las expectativas cambiarias— produjo la aparición de frecuentes conflictos entre los objetivos monetarios cuantitativos y el seguimiento de las referencias fijadas para el tipo de cambio.

La intensidad que estos conflictos alcanzaron en algunas ocasiones, a lo largo de los últimos años, hizo inevitable la introducción de medidas restrictivas de la movilidad de los capitales, que pretendían cerrar algunas de las vías de entrada a los flujos más sensibles a las diferencias de rentabilidad a corto plazo. Sin em-

bargo, ello no evitó la aparición de algunos dilemas difíciles por los que las autoridades tuvieron que escoger entre tratar de mantener el control de la liquidez, con el abandono consiguiente de la referencia instrumental al tipo de cambio, o aceptar un cierto desbordamiento de los objetivos monetarios con el fin de evitar presiones apreciadoras sobre la moneda que se juzgaban excesivas.

Una revisión detallada de los episodios conflictivos de esta naturaleza registrados en el último periodo desbordaría las pretensiones de este artículo. Sin embargo, para captar la intensidad y la frecuencia de estas fricciones en los últimos años, puede bastar con la simple inspección del gráfico 4. Este gráfico muestra la evolución de ALP en relación a los objetivos fijados, el diferencial descubierto de tipos de interés con el exterior, el tipo de cambio efectivo real de la peseta frente a las monedas comunitarias y la variación de las reservas exteriores. En él destaca con facilidad la gravedad de las tensiones que se registraron en 1987 y durante el primer semestre de 1989.

Lo que esta desalentadora trayectoria refleja es que la alta movilidad de los capitales y la creciente importancia otorgada a la estabilidad de los tipos de cambio, impuestas por la dinámica de la integración económica y monetaria europea, han supuesto una merma drástica del grado de autonomía para seguir objetivos diferenciados o para aplicar esquemas de política divergentes del resto del área. Bajo estos nuevos condicionantes, los conflictos persistentes entre los objetivos interiores y exteriores de la política monetaria —agregados monetarios y tipo de cambio— reflejan, sobre todo, una incompatibilidad

de la combinación de políticas económicas instrumentada con la estabilidad de precios y de los tipos de cambio existente en el área.

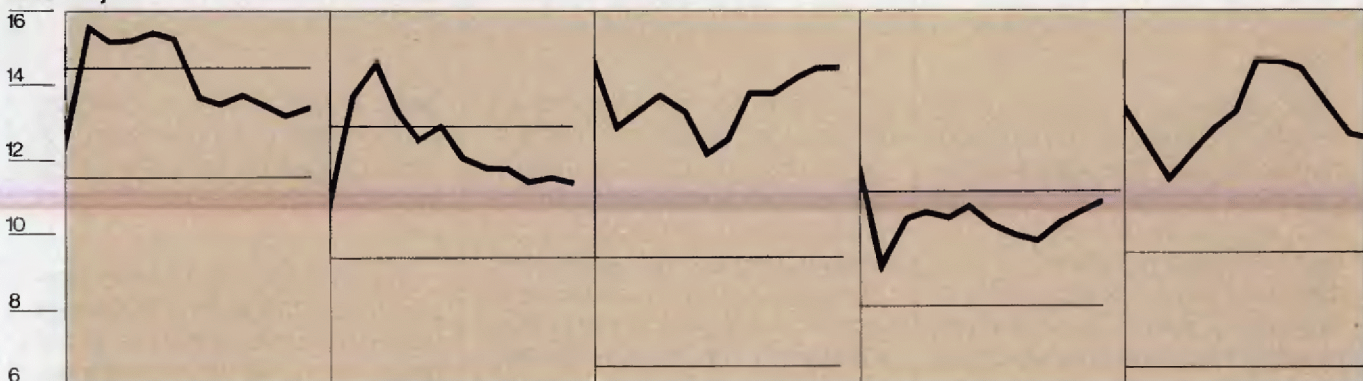
En definitiva, a medida que se han ido haciendo más severas las restricciones exteriores, como resultado de la propia voluntad española de participar en los proyectos europeos, se han ido haciendo también cada vez más claros los límites de la política monetaria en esas condiciones. Especialmente, se ha reducido su capacidad para contrarrestar los efectos de otras políticas instrumentadas, para compensar el menor rigor de las decisiones presupuestarias a través de un control más estricto de los agregados monetarios o a través de elevaciones adicionales de los tipos de interés, o para amortiguar, por procedimientos similares, los impactos de ciertas perturbaciones reales como las producidas por los procesos de alzas salariales. Y se ha puesto de manifiesto la exigencia de una mayor coordinación y contribución de la política presupuestaria a los objetivos de estabilidad cambiaria y de precios (véase Viñals, 1990).

3. Los obstáculos al funcionamiento del mecanismo de transmisión a través de los tipos de interés

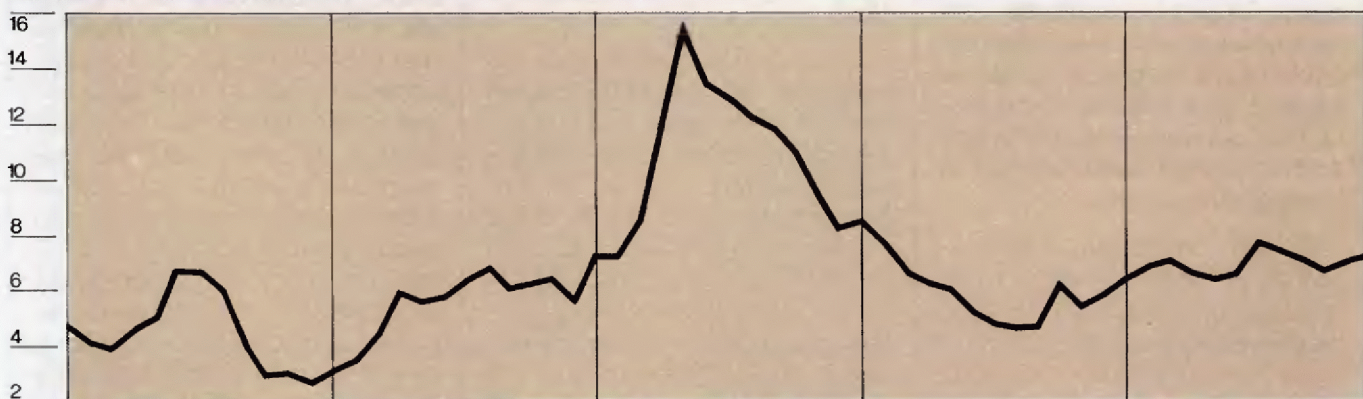
A la vez que la creciente integración de la economía española en los mercados europeos ha ido limitando las posibilidades de recurrir a variaciones diferenciadas de los tipos de interés y a la modificación del tipo de cambio, otros factores han contribuido, en los últimos años, a debilitar la transmisión de los impulsos monetarios a través de las variaciones de los tipos de interés.

GRAFICO 4
OBJETIVOS Y EVOLUCIONES EFECTIVAS DE ALP
Tasa anualizada sobre diciembre del año anterior

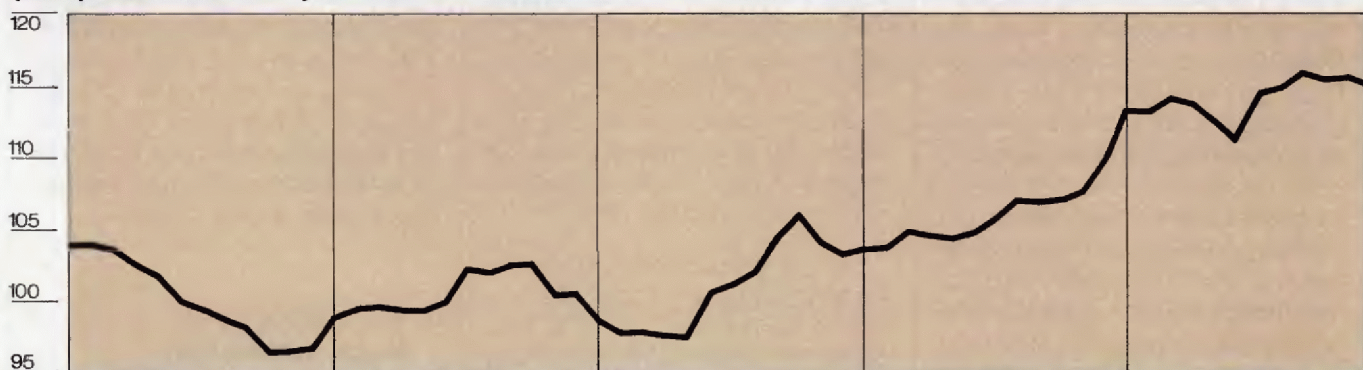
Porcentaje



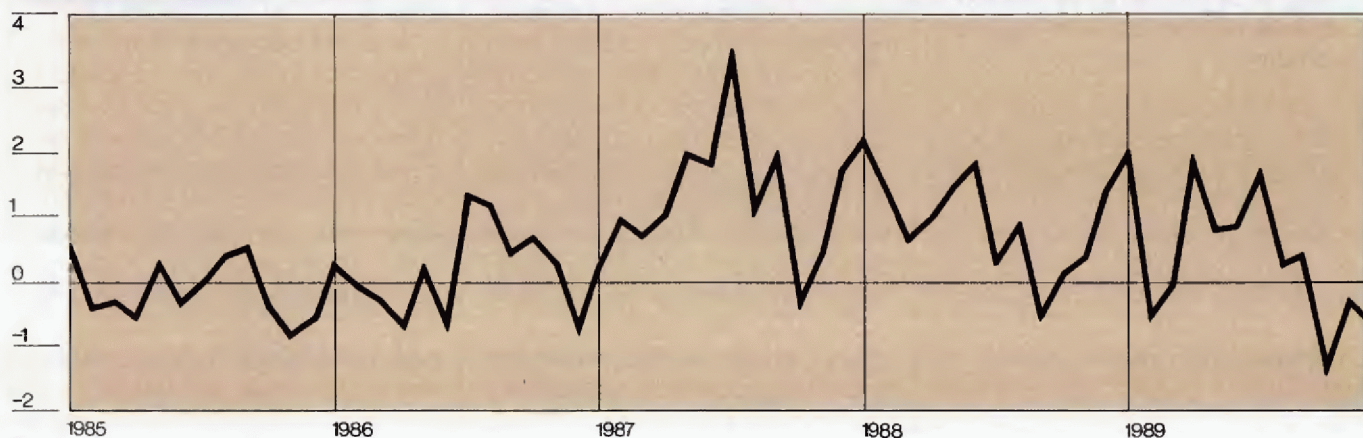
DIFERENCIAL DESCUBIERTO ENTRE EL TIPO DE INTERES
INTERBANCARIO ESPAÑOL Y EL EUROMERCADO A 1 MES



INDICE DE LA POSICION EFECTIVA REAL DE LA PESETA FRENTE A LA CEE
(Con precios al consumo)



VARIACION DE RESERVAS CENTRALES
Millones de dólares



1985

1986

1987

1988

1989

Estos factores están directamente vinculados con la evolución reciente de la economía española y de nuestro sistema financiero. En efecto, cuando la actividad económica registra tendencias expansivas intensas y persistentes, fuertemente asentadas en factores reales —como las mejoras de la rentabilidad y de las expectativas, o los aumentos de las rentas reales y de la riqueza—, existen numerosos obstáculos para que las señales contractivas de la política monetaria afecten, en la medida requerida, a la trayectoria de las variables financieras relevantes y para que afecten, con la intensidad necesaria, a los planes de gasto de los agentes privados.

Estos problemas, que se han presentado de manera habitual en numerosos países cuando el control monetario ha tratado de encauzar los desequilibrios que suelen aparecer en las etapas más avanzadas de las fases expansivas del ciclo económico, se han visto agudizados en la economía española por la excepcional intensidad de la reciente etapa de recuperación, el rápido crecimiento de los precios de los activos y el escaso endeudamiento inicial de las familias. En estas circunstancias, además, han surgido estímulos para el desarrollo de ciertos comportamientos de las instituciones financieras que han tendido a debilitar la relación entre el coste de los fondos en el mercado interbancario, que es el canal de transmisión principal de las actuaciones del banco emisor sobre los tipos de interés, y las condiciones de la oferta de recursos prestables al sector privado, que constituye el eslabón más inmediato a las decisiones de gasto.

La expansión de los balances de las instituciones financieras y

la mejora de sus cuentas de resultados, fenómenos que acompañan al dinamismo de la actividad económica, proporcionan un marco favorable para que las instituciones desarrollen sus estrategias crediticias con relativa independencia de las condiciones de coste de la liquidez de base; y ello en mayor medida cuando la incoherencia de las políticas instrumentales disminuye su credibilidad y hace percibir las elevaciones de los tipos de interés interbancarios como puramente transitorias. Además, en estas condiciones, tanto la demanda de recursos financieros ajenos como la demanda de consumo y de inversión, asentadas en la mejora de las expectativas de renta y de rentabilidad futuras, tienden a reducir su moderada dependencia de los tipos de interés. En definitiva, esta mejora de expectativas y el aumento del valor de la riqueza refuerzan la demanda de crédito, al tiempo que las mayores garantías y la reducción de los riesgos de fallidos aumentan su oferta, y se convierten en las variables dominantes en la evolución de los mercados crediticios. Un desarrollo más detallado de estos argumentos se puede encontrar en Malo de Molina (1990).

III. LA TRANSICION NECESARIA HACIA UNA NUEVA ESTRATEGIA MONETARIA

El conjunto de anomalías y disfunciones del esquema de control monetario que se venía aplicando en España desde 1973 se había ido agravando en los últimos años bajo las tensiones producidas por la prolongación y la intensidad de la fase expansiva del último ciclo económico; ante

la mayor conexión con los mercados financieros exteriores; y, en fin, ante el reforzamiento de los requisitos de convergencia con las economías europeas y de mayor estabilidad cambiaria, que se han derivado de la aceleración de los planes de unión económica y monetaria europea.

Durante el primer semestre de 1989, estos problemas alcanzaron un nivel crítico. A pesar de las medidas de política económica que se fueron adoptando para contener los desequilibrios financieros crecientes, la demanda interna continuó mostrando unos ritmos de crecimiento muy superiores a los compatibles con la estabilidad interna y externa. De hecho, la tasa de inflación experimentó una tendencia a la aceleración y el déficit exterior avanzó con gran rapidez. Los agregados monetarios y crediticios estaban registrando una desviación, en relación a la senda establecida, de una magnitud sin precedentes en la experiencia española de fijación y seguimiento de objetivos cuantitativos. Y ello a pesar de que, desde el verano anterior, se habían aplicado sucesivas medidas de endurecimiento del control monetario mediante incrementos de los tipos de intervención del Banco de España y aumentos en el nivel del coeficiente de caja. A su vez, la ampliación de los diferenciales de tipos de interés con el exterior estimuló con fuerza las entradas de capital de corte más especulativo. El establecimiento de depósitos obligatorios no remunerados, con el fin de detener la afluencia de estos capitales, y las intervenciones compradoras del Banco de España en los mercados de divisas no fueron suficientes para contener las nuevas presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio, y se produjo un

nuevo y significativo aumento de la cotización de la peseta frente a todas las monedas del Sistema Monetario Europeo.

De esta forma, los acontecimientos vividos durante la primera mitad de 1989 reflejaban un cierto agotamiento de los mecanismos estabilizadores empleados hasta entonces —en unas condiciones de apertura creciente de los mercados españoles y de mayor conexión con los mercados financieros exteriores— para contener las tendencias al deterioro de la situación macroeconómica, y amenazaban con colocar a la economía española en una senda de progresiva divergencia respecto a la trayectoria de las economías comunitarias y de alejamiento de los requisitos necesarios para participar en condiciones de éxito en los proyectos de integración europea.

La experiencia inmediata mostraba, como ya ha sido señalado, una pérdida notable de eficacia de la política monetaria, como resultado de las innovaciones financieras y de los cambios fiscales, que afectaban a la estabilidad de las relaciones entre los agregados monetarios y el gasto nominal, y a la controlabilidad de estos agregados; y estos problemas habían de resultar más importantes en condiciones de libre circulación de capitales y de plena integración en los mercados financieros europeos. Esta mayor apertura y la movilidad creciente de capitales erosionaban, además, la aplicabilidad y eficacia de unos esquemas de política económica que trataban de alcanzar simultáneamente los objetivos de moderación del gasto nominal y de estabilidad del tipo de cambio con una dotación insuficiente de instrumentos, derivada de la falta de subordinación de la política presupuestaria a estos objetivos;

ello se reflejaba, como consecuencia, en la asignación de un número excesivo de objetivos a la política monetaria, en unas condiciones de conexión creciente con los mercados financieros exteriores.

La solución a los conflictos planteados, mediante la imposición de medidas de control de cambios y de depósitos obligatorios sobre las entradas de capital, resultaba insostenible e ineficaz a la larga, y la percepción de las inconsistencias del esquema utilizado erosionaba los propios fundamentos de la política monetaria, en cuanto que reducía la fiabilidad de sus objetivos, perturbaba el proceso de formación de expectativas y, en fin, modificaba la conducta de los agentes de forma adversa para esos objetivos. La pérdida de la eficacia de la política monetaria se había ido acrecentando, en última instancia, debido a la carencia de unas reglas claras de política económica y ante la evidencia de unos resultados más pobres, que la hacían menos creíble.

La confianza de los diversos agentes económicos en que una expansión presupuestaria o unos acuerdos salariales más laxos impondrían, finalmente, una mayor acomodación de la política monetaria, y en que sus desfavorables consecuencias para la competitividad serían corregidas con una variación del tipo de cambio, aparecían, en concreto, en la primera mitad de 1989, como factores que disminuían la eficacia de la política monetaria y de los intentos de estabilización del gasto, y ponían de manifiesto que el marco de disciplina y de formación de expectativas creado en el pasado por el esquema de control monetario en dos etapas, con flotación controlada del tipo

de cambio, había perdido gran parte de su eficacia.

Las alternativas que se abrían a las autoridades españolas eran muy similares a las planteadas a las autoridades de los otros países europeos, y en particular a los integrantes del Sistema Monetario Europeo, ante la plena movilidad de capitales a partir de julio de 1990:

a) optar por un retorno a un sistema de tipos de cambio más flexibles y a la utilización exclusiva de la política monetaria con fines de estabilización del gasto nominal y los precios;

b) optar por un sistema de cambios fijos, pero ajustables, mediante la integración en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, y asumir las exigencias del proceso de unión monetaria de mayor fijeza de los tipos de cambio y de coordinación de las políticas monetarias en un marco multilateral.

La primera de estas opciones habría originado, en las circunstancias de la primera mitad de 1989, unas fuertes presiones sobre los mercados de cambios y una variabilidad creciente de la cotización de la peseta y de los tipos de interés; una pérdida probable de eficiencia de los mercados, derivada de esa inestabilidad; una perturbación notable del proceso de integración en los mercados europeos, en unos momentos en que se había reforzado notablemente el proceso hacia la unión económica y monetaria, y un riesgo de ampliación a medio plazo de los desequilibrios económicos.

La entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo proporcionaba, por el contrario, las ventajas de crear las condiciones de

estabilidad y certidumbre cambiaria precisas para obtener todos los beneficios de la integración europea; procurar la fiabilidad y disciplina derivadas de la incorporación a un área cambiaria con tasa de inflación menor y más estable; establecer unas reglas claras de colaboración entre las políticas presupuestaria y monetaria para el mantenimiento de la estabilidad cambiaria y de precios, y, en fin, incorporar a España a los esquemas de coordinación creciente de las políticas económicas nacionales requeridos por el proceso en marcha hacia el mercado único europeo. Frente a estas ventajas, los costes de la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo resultaban más nominales que efectivos, ya que, en una economía como la española, con un grado elevado de indexación salarial, la transmisión de las variaciones del tipo de cambio nominal a los precios es bastante rápida, y la capacidad de la política cambiaria para influir en la competitividad y el crecimiento reales es transitoria (véase Banco de España, 1990b).

Las autoridades, al optar por la segunda de las alternativas consideradas, pretendieron, por tanto, establecer un punto de ruptura con las tendencias anteriores y crear el marco adecuado para una estrategia nueva de política económica, orientada a adaptar la economía española a las nuevas exigencias del proceso europeo y a corregir las tendencias al deterioro de los desequilibrios básicos que impiden la convergencia necesaria con los resultados macroeconómicos de los países del área. Lo cual supondrá la introducción de algunos cambios en el esquema de política monetaria empleado hasta ahora.

La entrada en el Sistema Monetario Europeo ha significado, así, la formalización de un compromiso de estabilidad cambiaria que venía exigido por la propia intensificación de las relaciones comerciales y financieras con el área a la que pertenece la economía española, y constituía, en todo caso, un requisito imprescindible para la integración económica y la convergencia con los países de la CEE. Un desarrollo de esta argumentación puede encontrarse en Rojo (1989).

Con independencia de las razones coyunturales que aconsejaron la incorporación al mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo, en un momento en el que se hacía especialmente necesario reafirmar el carácter antiinflacionista de la política económica, la adopción de esta decisión se orientaba, a medio plazo, a la instauración de unas nuevas reglas de comportamiento, de cuya eficacia va a depender la participación de la economía española en los beneficios de la integración europea. En efecto, para obtener dichos beneficios, será imprescindible mantener la posición competitiva en unos mercados más profundos y flexibles a través de la estabilidad de los precios, de la moderación de los costes nominales y de las ganancias de productividad. En el marco, por lo tanto, de una lógica en la que no cabe esperar que el tipo de cambio pueda resolver los problemas derivados de la falta de eficacia o de disciplina.

Con la entrada en el Sistema Monetario Europeo se pretendía conseguir los efectos de disciplina y credibilidad que se desprenden de la llamada asimetría positiva del sistema, y que se derivan del hecho de que las reglas cambiarias imponen costes

mayores para los países que se desvían por mayor inflación, mayor déficit o mayor debilidad de su moneda. En este sentido, la asimetría positiva introduce un sesgo hacia la estabilidad, obliga a los países a converger en políticas disciplinadas, y no simplemente en niveles medios más o menos relajados, y permite a los países con más problemas importar la estabilidad de los países más rigurosos (véase Wyplosz, 1989a y b).

Los efectos disciplinarios esperados se asientan, precisamente, en el hecho de que la pertenencia a un sistema de tipos de cambio fijos eleva los costes de la inflación diferencial e introduce, de esta forma, estímulos mayores para que las decisiones de los agentes sean compatibles con la reducción de las alzas de precios. En este sentido, la fijeza del tipo de cambio permite usar como ancla nominal de la economía las tasas de inflación prevalecientes en los países más estables.

Una vez que se reducen voluntariamente las posibilidades de ajuste del tipo de cambio, los diferenciales de inflación tienden a traducirse automáticamente en aumentos del tipo de cambio real, de suerte que las diferencias de inflación se convierten directamente en un deterioro de la competitividad. Si éste se mantiene dentro de márgenes moderados, el déficit resultante puede ser fácilmente financiable, ya que las expectativas de estabilidad de los tipos de cambio favorecen que los países con mayor inflación y tipos de interés más elevados puedan atraer los flujos de capital necesarios. Sin embargo, este efecto, que se ha denominado como la paradoja de los tipos de interés, sólo se produce en la medida en que los mercados perciben el deterioro como transitorio

y mantienen una confianza suficiente en la pronta recuperación de unos niveles satisfactorios de estabilidad. Hay un límite en el deterioro de competitividad de un país y en el aumento de su déficit exterior que, una vez superado, conduce al convencimiento de los mercados de que el objetivo y la disciplina cambiarios no son sostenibles, dando lugar a una especulación masiva contra la divisa y a un vuelco rápido y pronunciado de los flujos de capital que permitían mantener la situación.

Es la necesidad de evitar una eventualidad de esta naturaleza, cuyos costes políticos y económicos son superiores a los que se obtendrían a través de un ajuste más gradual en un régimen de flotación del tipo de cambio, la que obliga a coordinar más estrechamente las políticas con los países del área para converger de manera efectiva con sus tasas de inflación. De este modo, el riesgo de una crisis de estas características actúa como factor de disuasión, aunque debe notarse que este mecanismo de disciplina no está exento de fisuras. Existe, en efecto, la posibilidad de acumular desequilibrios que el sistema no sanciona a corto plazo, aunque sí con dureza a medio plazo, por lo que el sistema no excluye, por sí mismo, la conducta miope y la incoherencia temporal de las autoridades.

Paralelamente a la puesta en marcha de estímulos más favorables a la disciplina, se espera, de acuerdo con lo antes expuesto, que la entrada en el Sistema Monetario Europeo refuerce la credibilidad de la política antiinflacionista, ya que permite compartir la confianza de los mercados en los bancos centrales de los países con mayor tradición de estabilidad. Ello contribuye a

mejorar las expectativas de inflación y, en esa medida, a reducir los costes de la desinflación. Este efecto era especialmente apreciado en el momento en que se produjo esta decisión, ya que, en aquella situación, la fijación y el seguimiento de objetivos de crecimiento para un agregado monetario no despertaba confianza ni gozaba de la fiabilidad suficiente, dadas las desviaciones que se estaban produciendo.

En cualquier caso, para obtener los beneficios que se esperaban de esta estrategia de política económica era imprescindible detener el crecimiento acelerado de las magnitudes monetarias y crediticias que se estaba registrando. A medio y largo plazo, la estabilidad cambiaria sólo es posible si el crecimiento de la liquidez es coherente con la tasa de inflación prevaleciente en el área. No cabe, pues, confiar de manera exclusiva en el efecto estabilizador del simple cumplimiento de las reglas de disciplina cambiaria. La trayectoria reciente de las relaciones entre el tipo de cambio, los agregados monetarios y los precios en la economía española, y las experiencias de otros países, entre las que sobresale la del caso inglés (Zamorano, 1990), muestran que la estabilidad cambiaria no proporciona un anclaje suficiente. Si, al abrigo de la tranquilidad que proporciona la estabilidad del tipo de cambio y de las dudas que rodean la interpretación de las magnitudes monetarias, las autoridades admiten y toleran un crecimiento excesivo y persistente de la liquidez, que guarde relación con el dinamismo del gasto y no con simples desplazamientos financieros, se terminan embalsando desequilibrios que, a medio plazo, erosionarán la estabilidad de los precios y, por en-

de, del tipo de cambio (véase Fernández de Lis, 1989).

Por consiguiente, la obtención de los beneficios del nuevo sistema de disciplina y credibilidad requería reconducir los agregados monetarios a una senda de expansión compatible con la estabilidad cambiaria y de precios. Y ello se tenía que hacer, además, sin incurrir en nuevos procesos de elevación de los tipos de interés similares a los practicados, con escaso resultado, en el pasado, ya que podían resultar contradictorios con la banda de fluctuación del tipo de cambio, que impuso un límite efectivo a la apreciación de la peseta. De alguna forma, la adopción de los nuevos mecanismos de anclaje nominal de la economía, a través del tipo de cambio, suponía una renuncia implícita a los métodos de control monetario que implicaban una elevada variabilidad de los tipos de interés.

La necesidad de frenar con rapidez la dinámica expansiva de las magnitudes monetarias y de actuar con firmeza sobre la demanda interior, para ganar el tiempo necesario antes de que otras medidas de política económica —en particular, las presupuestarias— pudieran llegar a ser eficaces, las limitaciones existentes para el manejo de los tipos de interés y las numerosas dificultades que, en aquella coyuntura, obstaculizaban la transmisión de los efectos de las actuaciones del Banco de España mediante las técnicas habituales de control monetario indirecto configuraban una situación de excepcionalidad que, en opinión de las autoridades, justificaba el recurso a medidas de emergencia basadas en el control temporal del crédito concedido a las empresas y familias.

En cualquier caso, esta medida se adoptó con carácter transitorio, y no tenía la intención de introducir un cambio permanente en la orientación de la política monetaria hacia esquemas de control que van siendo progresivamente abandonados por la mayoría de los países. La introducción de restricciones al crédito tiene costes en términos de competitividad y eficiencia de los mercados financieros (Cottarelli y otros, 1986) y de desviación respecto al esquema de instrumentación de la política monetaria que habrá de operar en el proceso de unión monetaria, ya que entonces sólo podrá basarse en mecanismos indirectos que actúen a través del libre desenvolvimiento de los mercados.

De hecho, la mayor parte de los países comunitarios han descartado los controles del crédito, que en el pasado eran relativamente frecuentes, como instrumento habitual de control monetario. Puede decirse que existe una doctrina, si no formalmente aprobada sí refrendada por las opiniones y las prácticas mayoritarias, en la que se basan las orientaciones que prevalecerán en la construcción de una zona monetaria integrada, según la cual el recurso a este tipo de instrumentos sólo es aceptable como una medida excepcional y transitoria para hacer frente a conflictos pasajeros entre las necesidades de regulación de la demanda interna y el cumplimiento de los compromisos cambiarios, o en situaciones de emergencia.

Por otra parte, la eficacia de los controles de crédito, que se basa en la imperfecta sustituibilidad entre las distintas fuentes de financiación (Lown, 1988, y Friedman, 1982), se enfrenta a serios problemas como resultado de la respuesta de los agentes,

que los propios controles inducen, para encontrar fondos disponibles a través de otros cauces. Aunque las fuentes internas o externas de financiación alternativa no pueden reemplazar con rapidez al crédito concedido por las instituciones financieras, la innovación financiera y los fuertes estímulos que existen en estas circunstancias para intensificar la desintermediación tienden a reducir con rapidez las imperfecciones que normalmente obstaculizan la sustituibilidad de unas fuentes de financiación por otras. Por ello, con el tiempo, los intermediarios financieros y las agentes demandantes de fondos terminan por desarrollar canales muy amplios que soslayan las restricciones impuestas, y en unos mercados abiertos al exterior y con alta movilidad de capitales ello ocurre con gran rapidez y bajo coste.

IV. LA POLITICA MONETARIA ESPAÑOLA EN EL PROCESO DE UNION MONETARIA EUROPEA

El carácter específico y coyuntural de algunas de las medidas de emergencia adoptadas a mediados de 1989 no debe ocultar las líneas de fuerza que van a guiar la adaptación de la política monetaria española a la mayor movilidad internacional de los capitales, a la creciente fijeza de los tipos de cambio y a la mayor coordinación de las políticas monetarias de los países miembros de la CEE, tanto en la formulación (*ex-ante*) de los objetivos como en la supervisión multilateral (*ex-post*) de su cumplimiento. Todo lo cual será puesto en práctica durante la primera fase del proceso hacia la unión monetaria europea, cuyo comienzo está fi-

jado para el 1 de julio de 1990. Para entonces, la mayoría de los países integrantes del Sistema Monetario Europeo habrán levantado todas las restricciones a la plena libertad de movimientos de los flujos de capital (2), y España se verá abocada a asumir una disciplina cambiaria más rigurosa, que conduzca a la adopción de la banda estrecha de fluctuación de su tipo de cambio. Esta decisión no podrá demorarse mucho una vez iniciada la primera fase de la unión monetaria, aunque para que ello sea posible deberán existir perspectivas favorables para la estabilidad interior y exterior.

1. Algunas implicaciones del proceso hacia la unión monetaria europea

Antes de establecer el posible contenido de la reformulación de la política monetaria española con vistas al proceso de unión monetaria, es importante caracterizar algunos aspectos de la naturaleza misma de este proceso. No se trata de repetir aquí la descripción de las conocidas fases del plan Delors (véase Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1988), cuyo significado real permanece todavía relativamente indefinido, ya que su formulación actual representa un punto de compromiso político entre enfoques divergentes que dejan, de hecho, bastante indeterminados algunos aspectos del camino que se vaya a seguir, especialmente en lo que concierne a las etapas segunda y tercera.

La naturaleza última del proceso hacia la unión monetaria responde, en buena medida, a la búsqueda de una alternativa al conflicto que se produce entre estabilidad cambiaria y autono-

mía de la política monetaria, en un contexto de movilidad plena de los capitales, sin tener que pasar por la subordinación a un centro que suministra el ancla y la fiabilidad a toda la zona pero que, a cambio, conserva un elevado margen para la actuación discrecional en favor de sus propios intereses. En este caso, que se aproxima bastante a lo que ha sido el funcionamiento reciente del Sistema Monetario Europeo, el centro y la periferia (o el líder y los seguidores) tienen reglas diferentes; el centro conserva el poder de decisión sobre los objetivos últimos y un mayor grado de autonomía, aunque no ilimitado, a la hora de configurar sus reacciones de política, mientras que los países dependientes o seguidores tienen que adaptarse pasivamente a los objetivos fijados por el centro y tienen severamente restringida su soberanía para diferenciarse de éste. En ese esquema, se dan simultáneamente los aspectos de asimetría positiva a los que se ha hecho referencia anteriormente —según los cuales hay una ganancia de estabilidad y de convergencia en la zona— y los aspectos de asimetría negativa, según los cuales se dan ciertas relaciones de dominación que permiten al centro reaccionar en condiciones más favorables frente a las perturbaciones interiores y exteriores (véase Raymond, 1990).

El éxito reciente del Sistema Monetario Europeo se basa en que los aspectos de asimetría positiva han predominado sobre los aspectos de asimetría negativa. Sin embargo, el proceso de unión económica, que supone la creación de un mercado integrado de bienes, servicios y factores de producción, tiende a facilitar la propagación de las perturbaciones entre los países del área, y con-

fiere, por lo tanto, mayor importancia a que los mecanismos de reacción y de reparto de costes y beneficios sean más equilibrados. No parece posible, por tanto, que se pueda avanzar más allá de donde ya se ha llegado con un esquema de funcionamiento asimétrico.

En este sentido, el impulso de unión monetaria europea no se reduce a la creación de las condiciones que permitan la irrevocabilidad de los tipos de cambio fijos, sino que supone un proyecto de solución colectiva, con un mayor grado de cooperación, a los conflictos que podrían surgir como resultado de la aplicación de políticas diferenciadas frente a las perturbaciones que afecten, en mayor o menor medida, a todos los países, mediante la definición conjunta de objetivos y la coordinación de las políticas económicas.

La renuncia de autonomía y de soberanía que ello implica viene impuesta, en gran parte, por la creciente interrelación de los mercados, y se da con cierta independencia de la adhesión o no a un régimen de tipo de cambio fijo. De hecho, sólo se renuncia a diferenciarse en las políticas de estabilidad y en los resultados macroeconómicos necesarios para hacer posible el proceso de integración económica. Vistas así las cosas, la participación en un proceso de coordinación de los objetivos y en mecanismos de vigilancia multilateral supone un ejercicio de mayor autonomía que la simple adaptación a las condiciones creadas por las decisiones autónomas de política económica de los países dominantes en el área (véase Rojo, 1989 y 1990).

La concepción de la unión monetaria, como una solución más

cooperativa a los conflictos de intereses en la definición de la política macroeconómica del área, no significa la búsqueda de un punto de compromiso entre posiciones con diverso grado de exigencia en la corrección de los desequilibrios inflacionistas, como a veces ha sido malinterpretada la búsqueda de una mayor simetría en el sistema. La coordinación debe establecerse claramente en torno a la aspiración compartida de mantener la estabilidad en el área, y este objetivo común, aunque debe ser modulado a través de calendarios de aproximación gradual para los países con mayores desequilibrios en el punto de partida, e incluso debe tener en cuenta las posibles divergencias iniciales en la posición y la pendiente de las «curvas de Phillips» de los diferentes países, no puede ser otro que una inflación cercana a cero. Aunque, no obstante, se deberá permitir un margen de diferenciación como consecuencia del juego de precios relativos entre países con diferentes estructuras de demanda y de producción, y de los distintos significado y calidad estadística de los indicadores que se usan en los diversos países del área.

Otra base de la coordinación en torno a la regla de estabilidad cambiaria debe ser, al menos en las etapas primera y segunda del proceso de unión monetaria, la contención de los desequilibrios de las balanzas de pagos dentro de márgenes compatibles con el mantenimiento de la parrilla de paridades. En este punto, surge la difícil cuestión de definir lo que son déficit o superávit sostenibles, en un contexto de creciente movilidad de los capitales y en medio de un proceso de integración económica que debe reducir las diferencias de modernización

y de bienestar entre los países del área, y que, por lo tanto, debe implicar una localización mayor de las inversiones en los países con menor grado de capitalización. Según ello, los países tradicionalmente deficitarios pueden esperar del mercado único una mayor facilidad para financiar déficit de mayor dimensión que los que podrían financiar en ausencia del proceso de integración.

No obstante, esta cuestión continuará siendo extraordinariamente delicada (véase Ortega, Salaverría y Viñals, 1989). Como se ha señalado anteriormente, en un régimen de tipo de cambio fijo y plena movilidad de los capitales, los procesos de desajuste pueden quedar embalsados tras una apariencia de fácil financiabilidad, para precipitarse de forma repentina y costosa en el momento en que los mercados se convencen de la insostenibilidad de la situación. En última instancia, la afluencia de capitales sólo puede ser mantenida en el tiempo si tiene una contrapartida segura en el nivel de rentabilidad y eficiencia del sistema productivo del país receptor de la misma.

En todo caso, para evitar déficit insostenibles que erosionen la estabilidad de la parrilla de paridades, resulta primordial el papel de la política presupuestaria, ya que los déficit exteriores que surjan como resultado de un exceso de necesidad de financiación del sector público, en relación al ahorro financiero neto del sector privado, tienden a generar inestabilidad cambiaria en la medida en que aumentan las incertidumbres sobre la financiabilidad futura de esos déficit, ya que se deben a una combinación de políticas inadecuadas (véase Viñals, 1988) y aparecen como un comportamiento poco cooperativo que traslada la falta de disciplina hacia el

resto del área, y le impone tasas de inflación y tipos de interés reales más elevados.

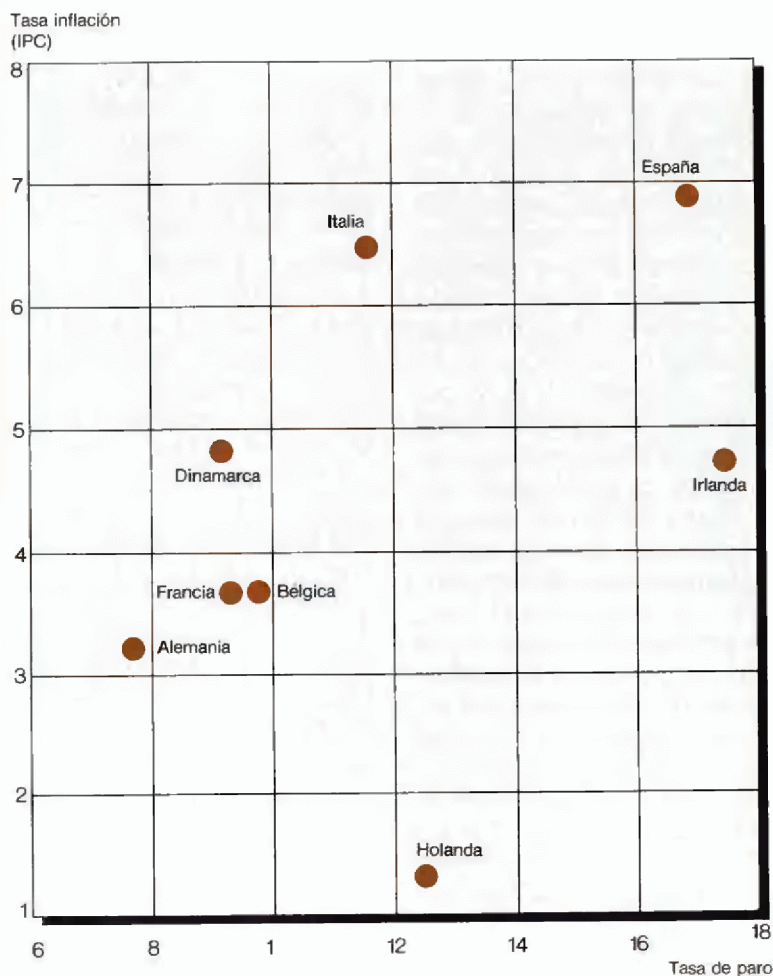
Sin embargo, uno de los aspectos más atrasados en el proceso de clarificación del contenido de la coordinación de políticas, que constituye el núcleo del proceso de creación de la unión monetaria europea, es, precisamente, la forma en que se debe asegurar la compatibilidad de las políticas presupuestarias con los objetivos de estabilidad de los precios y de los tipos de cambio en el área. Las diferencias entre países en cuanto a la dimensión y eficacia de sus respectivos sectores públicos; en los niveles de endeudamiento y de las cargas financieras acumuladas, y en la propensión media al ahorro del sector privado, unidas a las dificultades que existen para analizar con precisión las diferentes posiciones cíclicas de las economías, tienden a obstaculizar los acuerdos en este terreno. Existe, sin embargo, un creciente acuerdo en torno a la idea de que la disciplina presupuestaria tiene una importancia fundamental para alcanzar la estabilidad de los precios, y se ha establecido un conjunto de principios en los que se debe asentar el saneamiento presupuestario, aunque todavía no se han definido las fórmulas en las que se deben materializar las restricciones que aseguren su cumplimiento. En cualquier caso, estos principios excluyen toda forma de financiación monetaria o coercitiva de los déficit, e insisten en la responsabilidad exclusiva de cada país en su propio déficit y en la obligación de emprender medidas para corregirlo, y no sólo para financiarlo.

2. Algunas repercusiones sobre la política económica española y, en particular, sobre la política monetaria.

Tradicionalmente, se han visto las repercusiones de la participación en el proceso de unión económica y monetaria europea sobre la política económica española en términos de reducción de los márgenes de maniobra, de un endurecimiento de los requisitos de convergencia o de mayores limitaciones en el grado de autonomía. Sin embargo, todo ello no es más que la consecuencia de la aceptación como propios de los objetivos últimos en los que se basa la construcción de la unión monetaria: la estabilidad de los precios y del tipo de cambio como base de la integración económica y de un crecimiento saneado y sostenido (3). En un mundo de estas características, la participación en los costes y en los beneficios que el área en su conjunto va a obtener del proceso de integración dependerá, como ya se ha dicho, de la capacidad para mantener la competitividad de los productos españoles en unos mercados más amplios y profundos.

Para que la economía española pueda converger en un horizonte temporal razonable hacia el rango de tasas de inflación que se consideran próximas a la estabilidad de los precios (entre el 2 y el 0 por 100) desde la posición que actualmente ocupa en términos de la teórica curva de Phillips, con alto nivel de desempleo y tasa de inflación comparativamente elevada (véase gráfico 5), no van a ser suficientes las políticas de estabilización de la demanda agregada. Serán imprescindibles, además, reformas que continúen la relajación de las restricciones —de capital y de fun-

GRAFICO 5
TASA DE PARO E INFLACION EN LOS PAISES DEL SME
Diciembre de 1989



cionamiento del mercado de trabajo— que vienen atenazando a la economía española por el lado de la oferta y políticas de carácter microeconómico que estimulen la mejora de la productividad, la intensificación del capital, la incorporación de las tecnologías más avanzadas y la profundización de la competencia. Sin embargo, las políticas macroeconómicas, y especialmente las monetarias, que constituyen el ob-

jeto de este artículo poco pueden hacer en este terreno, salvo proporcionar el marco de estabilidad y disciplina necesario para hacer virtuales esas reformas.

Desde el punto de vista de la adaptación de la política macroeconómica a los requisitos planteados por la unión económica y monetaria, la cuestión prioritaria, que ha sido el centro del debate de política económica en nuestro

país en el período más reciente, es la de modificar el papel respectivo que los instrumentos presupuestarios y monetarios han venido desempeñando en los últimos años.

En este debate, se ha abierto claramente camino la idea de que la política presupuestaria tiene que desempeñar un papel más decidido en las tareas de regulación macroeconómica (véase Zabalza, 1990) para compensar la insuficiencia del ahorro nacional, para reducir la magnitud del déficit exterior y para asegurar, en fin, un clima de estabilidad financiera a medio y largo plazo que facilite su financiabilidad. No parece necesario ser más reiterativo en este tema. En el último período, se han abordado algunas medidas en esta dirección, pero, debido probablemente a las restricciones e inercias que normalmente dificultan la aplicación de estas políticas, sólo se ha podido recorrer el inicio de este camino, y son necesarios, sin duda, ajustes bastante más profundos.

Los límites de la política presupuestaria como instrumento de estabilización a corto plazo son muy importantes, en este sentido, por las características del proceso de decisión, que hacen más deseable adoptar para ella criterios de estabilización a medio plazo. En esta perspectiva, debe tratar de asegurar que el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente se sitúe dentro de límites sostenibles, procurando para ello el equilibrio a medio plazo entre ahorro e inversión nacional o, si se prefiere, entre demanda interior y producto (4).

La nueva orientación de la política presupuestaria deberá complementarse con una orientación más clara de las formas de financiación del déficit público, de

acuerdo con las exigencias implícitas y explícitas del proceso de unión monetaria y de creación del mercado único. Con esta finalidad, y a tenor de lo antes reseñado, se deberán introducir modificaciones en el marco regulatorio para asegurar la posición competitiva del sistema financiero español en el mercado integrado de servicios financieros, para asumir los compromisos de renuncia a las formas de financiación monetaria de los déficit, o a través de coeficientes obligatorios sobre las instituciones financieras por encima de los niveles requeridos para asegurar su solvencia y liquidez, o para instrumentar el control monetario y garantizar un funcionamiento ordenado del sistema de pagos.

En este terreno, se han emprendido en España, durante 1990, dos reformas de largo alcance en la línea de asumir los nuevos requisitos: la reforma del coeficiente de caja y el establecimiento de ciertos límites a la financiación del Banco de España al Tesoro.

La nueva regulación del coeficiente de caja ha permitido reducir su nivel desde el 17 por 100 de los pasivos computables hasta el 5 por 100. Para minimizar los trastornos que para el control monetario y la financiación del déficit público podía haber supuesto la brusca liberación del cuantioso volumen de recursos retenidos, ha sido impuesta la suscripción obligatoria de certificados a medio y largo plazo del Banco de España, con un rendimiento del 6 por 100, un calendario de amortización progresiva hasta el año 2000 y ciertas posibilidades de negociación entre las instituciones sometidas a esta regulación.

Esta reforma ha eliminado las distorsiones que el elevado nivel del coeficiente producía sobre las

operaciones en el margen de las entidades de crédito, y les ha ofrecido cierto grado de flexibilidad para manejar, en función de sus propias estrategias, el inevitable proceso gradual de liberalización de los recursos retenidos a baja rentabilidad. Esta medida, junto con el calendario establecido para la eliminación del coeficiente de pagarés del Tesoro, ha adaptado la regulación de los coeficientes a las perspectivas comunitarias y ha supuesto un impulso significativo a la competencia entre las instituciones financieras (Repullo, 1990a y b, efectúa un análisis de las implicaciones de la reforma del coeficiente de caja y evalúa el impacto presupuestario de la eliminación de los coeficientes obligatorios).

En el ámbito del establecimiento de límites a la financiación monetaria de los déficit, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990 incorpora un avance significativo en la línea requerida por las orientaciones comunitarias, que culmina los esfuerzos que se han realizado en los últimos años para acotar el recurso del Tesoro al Banco de España. La nueva fórmula legal introducida establece una restricción al endeudamiento neto del Tesoro, definida de forma que éste no pueda exceder, al final de cada ejercicio, el volumen alcanzado en diciembre de 1989. Para llevar a sus últimas consecuencias esta reforma, será necesario, sin embargo, perfeccionar la definición de estos límites, de manera que éstos sean también operativos a lo largo del año y cierren la posibilidad de que el endeudamiento con el Banco de España pueda llegar a ser muy cuantioso en algunos periodos, lo que terminaría desvirtuando el alcance de la medida adoptada.

La fijación de límites estrictos

a la posibilidad del Estado de recurrir a la financiación del banco emisor debe, no obstante, establecerse en términos absolutos, válidos, dentro de cada ejercicio, al cierre de operaciones de cada día. De esta manera, la financiación adicional proporcionada al Estado por el Banco de España quedaría limitada a satisfacer aquellas necesidades transitorias de tesorería que tengan como fin evitar que los desfases entre ingresos y pagos generen tensiones innecesarias. Ello clarificaría las relaciones entre el Banco de España y el Tesoro, y tendría efectos beneficiosos tanto para la política monetaria como para la política de endeudamiento público.

Con el nuevo sistema, se reduciría la influencia de los factores exógenos en el comportamiento de la base monetaria, y el Banco de España se vería liberado de la necesidad de compensar las perturbaciones que se han venido registrando como consecuencia de las oscilaciones en las formas de financiación del Tesoro. Por otra parte, al tener el Tesoro que satisfacer sus necesidades de financiación a través de los mercados de deuda, con una gama más amplia de instrumentos de los que dispone en la actualidad, que incluya también los tramos más cortos (i.e. letras del Tesoro a tres años), se establecerían condiciones más favorables para que las señales de tipo de interés que el Banco de España emite a través de los plazos más cortos del mercado interbancario se transmitan de forma adecuada al resto de la estructura de los tipos de interés, en interacción con las expectativas de los agentes, sin que dicho proceso se vea obstaculizado por las señales divergentes que puedan emitir el Banco y el Tesoro, operando de forma segmentada

en plazos diferentes. Estas condiciones serían, además, beneficiosas para la ordenación de la política de emisiones y para el fomento y el perfeccionamiento de los mercados de deuda.

Una orientación de la política presupuestaria más decidida a ejercer tareas de regulación macroeconómica, y dispuesta a subordinarse a la necesidad de mantener el recurso al ahorro exterior dentro de márgenes sostenibles, junto con el perfeccionamiento de las fórmulas que aseguren la ortodoxia financiera del sector público, debe establecer las condiciones propicias para que al final de la etapa de los controles de crédito se pueda reemprender la fijación y seguimiento de los objetivos monetarios a través de los mecanismos indirectos habituales. La profundización de la competencia en el seno del sistema financiero que se está produciendo como consecuencia de las reformas emprendidas, del desarrollo de los mercados de deuda pública y de las fórmulas establecidas para mejorar el acceso directo del público a éstos, así como de los propios efectos desencadenados por la perspectiva de un mercado europeo integrado de servicios financieros, deberá favorecer el funcionamiento de los mecanismos de transmisión a través de los tipos de interés, en línea con las experiencias de los países con mayor grado de desarrollo de sus mercados financieros.

La conducción de la política monetaria deberá hacerse de forma compatible con los compromisos de estabilidad cambiaria asumidos dentro del Sistema Monetario Europeo, lo que obliga a dosis importantes de flexibilidad en el seguimiento de los objetivos cuantitativos y a la concesión de una atención prioritaria a que la

conducta de los tipos de interés propicie la evolución adecuada de los mercados de cambios.

Ahora bien, ello no debe entenderse como el abandono de unos objetivos intermedios de crecimiento de los agregados monetarios. La estabilidad del tipo de cambio no proporciona, por sí sola, un mecanismo de disciplina suficiente; y un exceso de confianza en esta fuente de disciplina, que lleve a menospreciar las señales de alarma que procedan de los agregados monetarios, puede dar lugar, como ya se ha señalado, al embalsamiento de desequilibrios graves que conduzcan a futuros episodios de inestabilidad cambiaria. Estos riesgos son más probables en circunstancias similares a las que está atravesando la economía española, en las que los cambios estructurales de los flujos de comercio y de capital dificultan el conocimiento del tipo de cambio de equilibrio; y en las que la reducción de la variabilidad del tipo de cambio, derivada de la incorporación de la peseta al mecanismo cambiario del SME, implicará un aumento de las entradas de capital y un desplazamiento al alza de la demanda interna privada.

A medio y largo plazo, la estabilidad del tipo de cambio de la peseta sólo será posible si el crecimiento de la liquidez se mantiene dentro de los rangos compatibles con la tasa de inflación existente en los países que forman el núcleo del Sistema Monetario Europeo. Por ello, la política monetaria española deberá fijar objetivos para el crecimiento de aquellos agregados monetarios que se juzguen más representativos de la evolución de las variables finales, de acuerdo con una senda de aproximación gradual hacia las normas de infla-

ción que se establezcan para todos los países del área del Sistema Monetario Europeo, en el marco de los procesos de coordinación de las políticas económicas.

Como ya se ha reseñado, la coordinación de las políticas monetarias de los países miembros de la CEE, en la primera fase del proceso de unión monetaria, se efectuará en torno al objetivo de estabilidad de precios, que es condición necesaria para la estabilidad de los tipos de cambio. Con este fin, la Comunidad ha reforzado el papel del Comité de Gobernadores de los bancos centrales, que, a partir del 1 de julio de 1990, asumirá las tareas de coordinación y evaluación de los objetivos de política monetaria y de supervisión y evaluación de su cumplimiento. Existe un acuerdo general en que el objetivo de estabilidad de precios se concrete en el logro de tasas de inflación cercanas a cero (o, si se prefiere, en una banda de 0-2 por 100), de modo que las expectativas de variación de los precios dejen de ser una variable significativa para las decisiones económicas; por consiguiente, la formulación de los objetivos finales y el juicio último sobre el éxito o el fracaso de las políticas monetarias se hará en términos de algún índice o índices de precios. Las justificaciones tradicionales que han conducido a la mayoría de los bancos centrales a utilizar un esquema de control en dos etapas, mediante el establecimiento de objetivos intermedios en términos de crecimiento de un agregado monetario, han sido, asimismo, aceptadas por el Comité de Gobernadores.

Entre los problemas planteados por la aplicación de este esquema, está la conveniencia o no de formular estos objetivos inter-

medios en términos de un agregado armonizado, válido para el conjunto del área. La diversidad de estructuras financieras y fiscales de los países integrantes, y de sus disponibilidades estadísticas, hacen, sin embargo, que el agregado que pueda ser aconsejable actualmente en el caso de un país no lo sea para otro. Por ello, en una fase preliminar, parece deseable que cada país sea libre de escoger la variable intermedia más adecuada para el proceso de coordinación monetaria. Los criterios básicos de selección serán, en primer lugar, el de estabilidad de la relación con los objetivos finales —en este sentido, los estudios correspondientes sobre estabilidad de la demanda de dinero proporcionarán el principal elemento de juicio para la elección entre unos y otros agregados en cada país— y, en segundo lugar, el de controlabilidad por los bancos centrales.

El desarrollo coherente de este esquema de formulación de objetivos monetarios, en función de unos objetivos finales comunes de estabilidad de precios, asegurará la compatibilidad de las políticas monetarias nacionales en torno a una regla de estabilidad cambiaria. La aplicación de este esquema habrá de tener en cuenta las diferencias en el crecimiento del producto compatible con el objetivo de variación de precios, y las particularidades de la demanda de dinero en cada uno de los países individuales.

Esta coordinación de las políticas monetarias, prevista para los primeros estadios de la integración, se deberá apoyar, principalmente, en la fijación de objetivos cuantitativos para los agregados monetarios de los países que, por su mayor dimensión relativa, desempeñan un papel dominante en la determinación del

crecimiento de la liquidez en el conjunto del área. El control concertado de la oferta monetaria en Alemania, Francia, Italia y España —a las que deberá unirse el Reino Unido cuando decida incorporarse al proceso de unificación monetaria—, deberá garantizar la estabilidad de los precios en la zona y la fortaleza conjunta de las monedas del Sistema Monetario Europeo frente a terceras divisas.

La participación en este esquema de coordinación de los restantes países integrantes del mecanismo de cambios del sistema monetario europeo —Bélgica, Dinamarca, Holanda, Irlanda y Luxemburgo—, no puede establecerse en los mismos términos. Estos países tienen una dimensión más reducida, están muy abiertos al exterior y se encuentran estrechamente integrados en las áreas de influencia de otras monedas más fuertes: el marco o la libra esterlina, en el caso de Irlanda. Bajo estas condiciones, la estabilidad del tipo de cambio suministra un resorte de disciplina rápido y suficiente para preservar las condiciones de estabilidad, a la vez que la intensidad y la variabilidad de los movimientos de capital a través de las fronteras no dejan margen de maniobra para un control efectivo de la liquidez interior. Por ello, en este grupo de países la fijación de referencias para el crecimiento de las magnitudes monetarias sólo puede tener un carácter orientativo subordinado a la regla de estabilidad cambiaria. Si estos países aplican políticas coherentes con la estabilidad de sus tipos de cambio, su aportación al crecimiento de la liquidez de la zona tenderá a situarse a medio y largo plazo en una senda convergente con los objetivos monetarios establecidos para los países gran-

des. A pesar de ello, es altamente deseable, para facilitar la transición hacia una política monetaria común en Europa a través del control de un agregado monetario único, que también los países pequeños realicen un seguimiento efectivo de sus agregados monetarios y que definan, en la medida de lo posible, las referencias para el crecimiento de la liquidez que en cada momento se juzga compatible con la estabilidad cambiaria.

En la supervisión y evaluación regular, con carácter trimestral o semestral, del cumplimiento de estos objetivos, el Comité de Gobernadores tendrá en cuenta un conjunto más amplio de indicadores financieros y reales que permita valorar el origen y el carácter de las desviaciones registradas, y vigilar que los desequilibrios financieros nacionales —déficit público y balanza de pagos— no generen externalidades que dificulten el logro del objetivo de estabilidad de precios y de estabilidad cambiaria a otros países, o impliquen un comportamiento poco cooperativo que fuerce desplazamientos de fondos de ahorro con el fin de retrasar la corrección de desequilibrios acumulados de la balanza de pagos por cuenta corriente.

El avance hacia la unión monetaria no va a suponer, por tanto, en esta primera fase del proceso, una reducción del papel de los indicadores monetarios ni un abandono del seguimiento de los objetivos cuantitativos en España. Aunque sí puede implicar algunas modificaciones en la forma de entender y aplicar el control monetario, y, desde luego, una mayor coordinación con las restantes políticas monetarias de los países integrados en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, en torno a unos

objetivos comunes de estabilidad de los precios y del tipo de cambio.

Los estudios econométricos más recientes sobre la demanda de ALP (Dolado, 1985 y 1987), así como las investigaciones en curso, siguen mostrando propiedades razonablemente satisfactorias en cuanto al nivel de estabilidad de las elasticidades a medio y largo plazo, y unas relaciones con las variables finales y con los tipos de interés, propio y alternativo, que avalan su utilización como objetivo intermedio. En el análisis del comportamiento de otros agregados monetarios y crediticios, destaca la mayor estabilidad, en el último período y en horizontes temporales no muy cortos, del agregado M2, que parece presentar buenas características para ser utilizado como indicador monetario complementario de ALP.

La estabilidad de la relación de los agregados monetarios con las variables finales puede mejorar conforme se estabilice el marco regulatorio y fiscal y se reduzca el peso de los coeficientes, pero, en contrapartida, el incremento de los desplazamientos financieros entre activos denominados en diferentes monedas, o entre instituciones localizadas en diferentes países, puede generar nuevas fuentes de inestabilidad. La experiencia de otros países con contextos más liberalizados es que las perturbaciones generadas por esta causa son relativamente pequeñas, pero no hay que descartar que en el proceso de apertura se puedan producir movimientos relativamente importantes.

El incremento de las decisiones de cartera de los agentes, que impliquen cambios de divisas y desplazamientos de unos paí-

ses a otros, aboga por un tratamiento más cuidadoso de la incidencia de estos movimientos sobre la definición de los agregados. Es muy probable que sea necesario emprender algunas reformas para armonizar y hacer compatible el tratamiento de estas transacciones en los distintos países, e intercambiar la información necesaria con otros bancos centrales de la Comunidad.

En el futuro, conforme se avance hacia un concepto más amplio de la coordinación de las políticas monetarias, que suponga —tal y como está previsto en el proyecto de unión monetaria— la definición de un objetivo monetario común para todo el área del Sistema Monetario Europeo y el establecimiento de una regla de distribución de la creación de dinero entre los países miembros del Sistema, será imprescindible disponer de unos agregados monetarios suficientemente armonizados entre países, y definidos de modo que se puedan agregar para el área en su conjunto de una forma consistente. Este proceso, que necesariamente será lento y gradual, deberá ser aprovechado para depurar la delimitación de los agregados que se viene utilizando en España y eliminar algunas de las particularidades y adherencias del pasado, cuya continuidad en la situación actual no parece suficientemente justificada.

En el campo de los instrumentos de la política monetaria, los proyectos de coordinación no exigen la armonización de los mismos hasta la segunda fase del proceso de unión monetaria establecida en el Plan Delors. Sin embargo, para entonces, todos los países participantes deberán estar en condiciones de aplicar esquemas homogéneos de intervención, basados exclusivamente

en el libre funcionamiento de los mercados y a través de operaciones de mercado abierto. Toda fórmula de intervención mediante procesos de refinanciación automática deberá ser descartada, los coeficientes de caja deberán ser armonizados, renunciándose a su uso como mecanismo de financiación del sector público, y la posibilidad de recurrir a controles de crédito estará severamente limitada, ya que, al estimular la sustitución de la financiación interna con la externa, puede convertirse en una medida poco cooperativa que facilite que los países poco disciplinados puedan exportar sus problemas, dañando la estabilidad del área.

La participación de España en estas reformas deberá crear las condiciones que permitan recuperar la eficacia de los mecanismos de control a través de los tipos de interés. Para ello, se deberá avanzar en el camino seguido en los últimos años de perfeccionamiento y desarrollo de los mercados financieros y de los instrumentos del Banco de España, con vistas a afinar la capacidad de regulación de los tipos de interés, de modo que éstos puedan desempeñar su tarea de variable instrumental. En este sentido se orientan los cambios recientes en los mecanismos de instrumentación, que otorgan un peso mayor a las operaciones en mercado abierto (véase Banco de España, 1990a).

NOTAS

(1) La propia magnitud de la carga impositiva de los coeficientes obligatorios, y su carácter creciente con el tamaño de los coeficientes y el nivel de los tipos de interés interbancarios, han estimulado la innovación en los momentos de mayor tensión monetaria. Esto ha restado valor informativo a la evolución de ALP y ha disminuido la eficiencia de la política monetaria, en particular, de la de carácter restrictivo instrumentada mediante elevaciones de los coeficientes de caja (véase REPULLO, 1990a y b).

(2) España habrá de hacerlo antes del 1 de enero de 1993.

(3) Conviene reseñar que, en el caso de economías con indicación muy elevada de los salarios, las políticas monetarias y los ajustes del tipo de cambio tienen efectos reales muy escasos. En ellas, por consiguiente, la pérdida de autonomía en su manejo supone, casi exclusivamente, una pérdida de capacidad para elegir la tasa de inflación.

(4) Esto implica asignar a la política monetaria un objetivo de estabilidad de precios y a la política presupuestaria un objetivo de equilibrio de la balanza de pagos, sujetas ambas a reglas de coordinación de las políticas nacionales establecidas en torno al objetivo de estabilidad cambiaria.

BIBLIOGRAFIA

- ARIZTEGUI, J. (1988), «La política monetaria», *España. Economía*, Espasa-Calpe, Madrid, páginas 903-926.
- BANCO DE ESPAÑA (1990a), «Cambios en la instrumentación de la política monetaria», *Boletín Económico*, mayo.
- (1990b): *Informe Anual*.
- COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1988), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, págs. 1-40.
- COTTARELLI, CR.; GALLI, G.; MARULLO, P., y PITTALUGA, G. (1986), «Monetary Policy through cealing on bank lending», *Economic Policy*, págs. 673-710.
- CUERVO-ARANGO, C. (1987), «Sobre el uso y abuso de los agregados monetarios en España», en *La política monetaria en España*, FEDEA, páginas 17-31.
- DOLADO (1985), «La estabilidad de la demanda de dinero en España (1974-1984)», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre, páginas 17-22.
- (1987), «Innovación financiera y estabilidad de la demanda de ALP en España», *Boletín Económico*, Banco de España, abril, páginas 19-35.
- ESCRIVÁ, J. L. (1989), «La instrumentación de la política monetaria en España y la variabilidad de los tipos de interés», *Boletín Económico del Banco de España*, junio, págs. 31-42.
- (1990), «Tendencias básicas en la fijación e instrumentación de los objetivos monetarios», publicado en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S. (1989), «La política monetaria española tras la integración en el Sistema Monetario Europeo», *Economistas*, número 40, 26-33.
- FRIEDMAN, B. M. (1982), «Time to reexamine the Monetary Targets Framework», *New England Economic Review*, págs. 15-23.
- GOODHART, C. (1989), «The conduct of Monetary Policy», *The Economic Journal*, págs. 293-346.
- LOWN, C. S. (1988), «The Credit-Output link versus the Money-Output link: New evidence», *Economic Review*, págs. 1-10.
- MALO DE MOLINA, J. L. (1990), «Un año de dificultades y cambios en la política monetaria», *Economistas*, n.º 41, págs. 58-67.
- ORTEGA, E.; SALAVERRÍA, J., y VIÑALS, J. (1989), «La balanza de pagos española en el entorno comunitario», *Boletín Económico del Banco de España*, octubre, págs. 53-73.
- PÉREZ, J. (1987), «¿Hacia donde va la política monetaria?», en *La política monetaria en España*, FEDEA, págs. 113-120.
- y ROJO, L. A. (1977), «La política monetaria en España», *Estudios Económicos*, Servicio de Estudios del Banco de España.
- RAYMOND, R. (1990), «The Conduct of the Monetary Policy within a Monetary zone», Conferencia pronunciada en la CEEA, Frankfurt, 22-24 de febrero. Una traducción de la misma se publica en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, con el título «La conducción de la política monetaria dentro de un área monetaria».
- REPULLO, R. (1990a), «La reforma del coeficiente de caja: una nota técnica», *Boletín Económico del Banco de España*, abril, págs. 23-33.
- (1990b), «La reforma de los coeficientes bancarios en España». Publicado en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.
- ROJO, L. A. (1989), *El sistema monetario europeo y el futuro de la cooperación en la CEE*, Instituto de España, Espasa-Calpe, págs. 1-142.
- (1989), «Las políticas económicas en el proceso de formación del mercado único», PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, n.º 41, páginas 19-28.
- SANZ, B. (1988), «Los agregados monetarios y su calidad como objetivos intermedios», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre, págs. 25-49.
- VIÑALS, J. (1988), «El mercado interno de 1992 y el Sistema Monetario Europeo: perspectivas de futuro», *Boletín Económico del Banco de España*, mayo, págs. 51-75.
- (1990), «Los riesgos de la libre circulación de capitales». Publicado en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.
- WYPLOSZ, Ch. (1989a), «Asymmetry in the EMS, intentional or systemic», *European Economic Review*, págs. 310-320.
- (1989b), «EMS puzzles». Papel presentado al Simposio de Análisis Económico de Barcelona, diciembre, págs. 1-47.
- ZABALZA, A. (1990), «La política fiscal española en la perspectiva del mercado interior europeo», *Revista Española de Economía*.
- ZAMORANO, J. (1990), «La estrategia monetaria del Reino Unido». Publicado en este número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA.