

LA PESETA Y EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

La economía española ha acelerado en años recientes su proceso de liberalización exterior e integración en el área económica y monetaria europea. Uno de los hitos en este proceso es la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME), en junio de 1989. En este artículo, **Juan Pérez-Campanero** pasa revista al significado de la pertenencia al mecanismo de cambios y a la evolución reciente de la política cambiaria española. Organiza el autor su exposición como sigue: en el apartado I, recuerda brevemente los aspectos operativos del SME; en el II, examina las interpretaciones económicas más habituales del SME y su base empírica; en el III, analiza la evolución de la peseta antes y después de la entrada en el SME, y en el apartado IV presenta algunas consideraciones finales.

I. ASPECTOS OPERATIVOS DEL SME (1)

LOS aspectos operativos del SME y sus elementos fundamentales (el mecanismo de cambios y las reglas de intervención, el ecu, el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria y las facilidades crediticias, los aspectos agrimonetarios) son suficientemente conocidos, por lo que no es necesaria su descripción detallada.

Baste recordar que la pertenencia al SME no lleva implícita la participación en el mecanismo de cambios e intervención, y que en la actualidad hay dos países comunitarios (Grecia y Portugal) que, aún siendo miembros del SME, no forman parte del mecanismo. Por conveniencia de denominación, sin embargo, en el resto del artículo debe entenderse que las expresiones relativas al SME hacen referencia al mecanismo de cambios del SME.

El funcionamiento del SME se articula en torno al establecimiento de una paridad central respecto al ecu de cada una de las monedas participantes, a partir de la cual se deriva una parrilla de paridades centrales bilaterales entre las monedas participantes, con límites de fluctuación del ± 6 por 100 para España y el Reino Unido, y del $\pm 2,25$ por 100 para el resto de los países (2).

El límite efectivo de fluctuación de cada moneda en un momento dado depende, sin embargo, de la cotización de las restantes monedas del SME en ese momento. La razón está en que el límite de apreciación superior se define en relación a la moneda más débil del sistema en ese momento, y el límite de depreciación en relación a la más fuerte, por lo que la banda de fluctuación efectiva dependerá de la distancia que exista entre la moneda más fuerte y la más débil del sistema (excluida la propia moneda en consideración) en ese momento. Es-

te punto es generalmente bien conocido, pero el gráfico 1 se presenta aquí para clarificar este aspecto. Así, por ejemplo, en la actualidad, la banda efectiva de fluctuación de la peseta estará comprendida entre un 6 por 100 como mínimo y un 12 por 100 como máximo. Si la peseta se quedara sola en la banda ancha, la banda de fluctuación efectiva estaría comprendida entre un 9,75 por 100 como mínimo y un 12 por 100 como máximo; y si pasara a la banda estrecha, la banda de fluctuación efectiva estaría comprendida entre un 2,25 por 100 como mínimo y un 4,5 por 100 como máximo.

La intervención para respetar las bandas (intervención marginal) es ilimitada y obligatoria, por parte de los dos bancos centrales implicados, con acceso igualmente ilimitado a financiación con cargo a la Facilidad Crediticia a Muy Corto Plazo del FECOM. Dentro de las bandas, la intervención (llamada en este caso intramarginal) queda a discreción de los bancos centrales de los países participantes. Desde los acuerdos de Nyborg-Basilea, en 1987, también se permite un acceso voluntario a dicha facilidad crediticia para intervenciones intramarginales, con ciertas restricciones.

Hay además un indicador de divergencia basado en las paridades con el ecu, cuya finalidad es detectar la divergencia relativa de cada moneda respecto a su paridad central con el ecu. Tras pasado el 75 por 100 de divergencia máxima permitida según las bandas, hay una «presunción de acción» adecuada por parte del país para corregir la divergencia, aunque no una obligación formal.

El SME opera formalmente

GRAFICO 1
BANDAS DE FLUCTUACION
(Ejemplos hipotéticos)

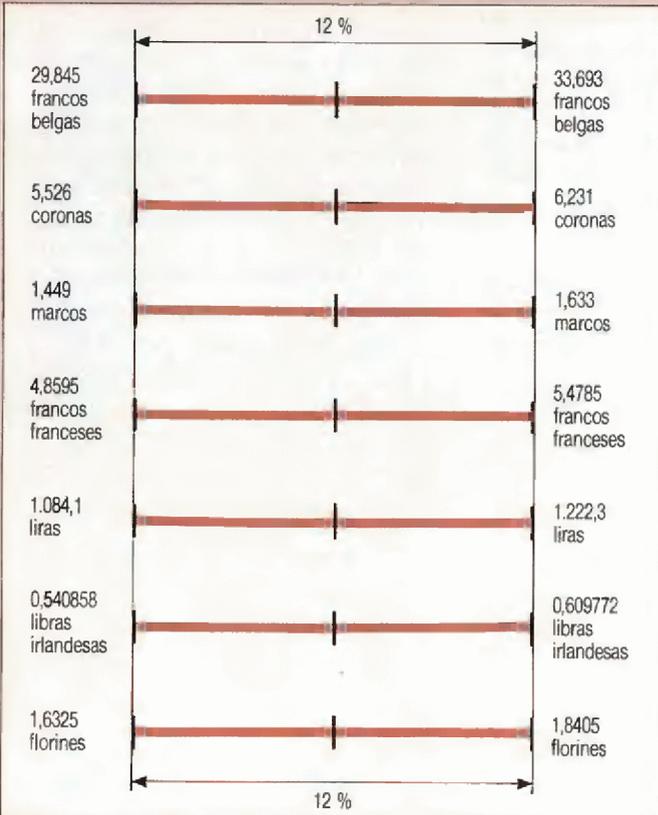
NOTA:

Las barras horizontales indican las bandas de fluctuación de la peseta (equivalente de 100 PTAS.) con cada una de las monedas.

Las relaciones verticales nos dan el tipo de cambio bilateral de las otras monedas entre si.

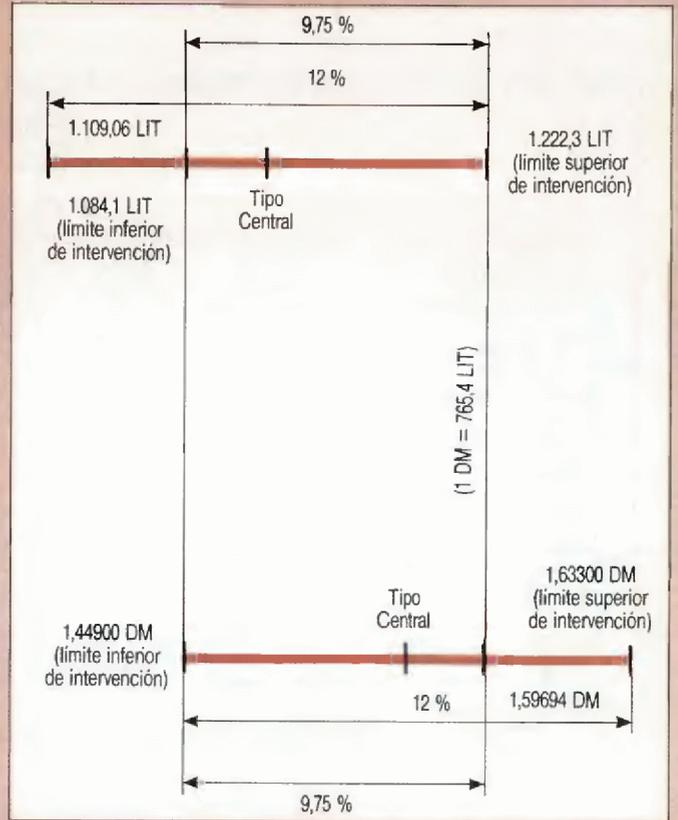
a) Efectiva máxima del 12 por 100

(Ejemplo hipotético: todas las demás monedas están alineadas a sus tipos centrales)



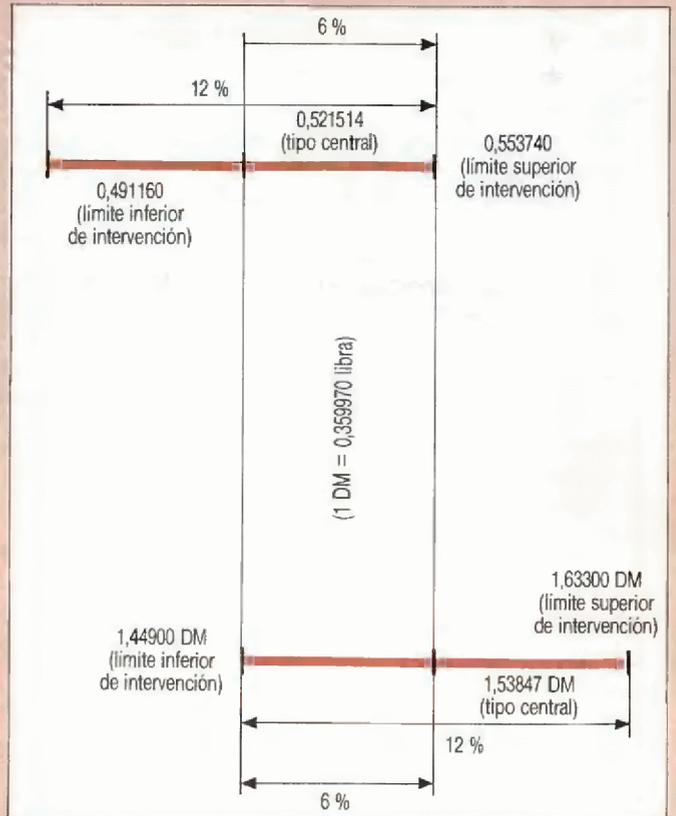
b) Efectiva mínima del 9,75 por 100

(Ejemplo hipotético: la peseta es la única moneda en la banda ancha; la lira está en el límite de depreciación con el marco)



c) Efectiva mínima del 6 por 100

(Ejemplo hipotético: peseta y libra en banda ancha; libra esterlina, en el límite inferior, frente al marco)



CUADRO N.º 1

**REALINEAMIENTOS EN EL SME
(Porcentajes)**

FECHA	Franco belg/lux.	Corona danesa	Marco aleman	Franco francés	Lira	Libra irlandesa	Florín
24-09-79	—	- 2,90	+ 2,00	—	—	—	—
30-11-79	—	- 4,80	—	—	—	—	—
23-03-81	—	—	—	—	- 6,00	—	—
05-10-81	—	—	+ 5,50	- 3,00	- 3,00	—	+ 5,50
22-12-82	- 8,50	- 3,00	—	—	—	—	—
14-06-82	—	—	+ 4,25	- 5,75	- 2,75	—	+ 4,25
21-03-83	+ 1,50	+ 2,50	+ 5,50	- 2,50	- 2,50	- 3,50	+ 3,50
22-07-85	+ 2,00	+ 2,00	+ 2,00	+ 2,00	- 6,00	+ 2,00	+ 2,00
07-04-86	+ 1,00	+ 1,00	+ 3,00	- 3,00	—	—	+ 3,00
04-08-86	—	—	—	—	—	- 8,00	—
12-01-87	+ 2,00	—	+ 3,00	—	—	—	+ 3,00

Notas: Una cantidad positiva indica revaluación; una cantidad negativa, devaluación. Los porcentajes se calculan como el cambio porcentual frente al grupo de monedas cuyas paridades bilaterales permanecen invariables en el reajuste. Cuando todas las paridades cambian, los porcentajes son los que se dan en el comunicado oficial del realineamiento. Véase el texto para el caso del estrechamiento de banda de la lira italiana.

Fuente: Comisión Europea.

desde marzo de 1979. A los ocho países inicialmente constituyentes (Alemania, Francia, Bélgica, Luxemburgo, Italia, Holanda, Dinamarca e Irlanda) se sumó, en junio de 1989, España, y en octubre de 1990, Gran Bretaña. La lira italiana pasó, en enero de 1990, de la banda ancha a la banda estrecha, respetando su límite inferior de depreciación y devaluando su paridad central en un 3,7 por 100.

El SME es un sistema de «tipos de cambio cuasifijos, pero ajustables». Las paridades centrales pueden modificarse por acuerdo entre los miembros. Desde la creación del SME, ha habido once realineamientos, como queda recogido en el cuadro n.º 1. Un caso especial es el de estrechamiento de banda de la lira, que aunque no fue formalmente un realineamiento ni modificó el límite inferior de depreciación, supuso un reajuste a la baja de la paridad central (3).

II. INTERPRETACIONES DEL SME

Si el funcionamiento operativo del SME es bastante bien conocido, no lo es sin embargo su naturaleza económica, existiendo discrepancias importantes sobre su interpretación. En este apartado se pasa revista a algunas de las principales cuestiones abiertas. No hemos incluido una discusión de la literatura más reciente sobre modelos de la dinámica de los tipos de cambio en un régimen de zonas objetivo, desarrollada a partir de Krugman (1991), porque la realización empírica de estos modelos no está aún bien establecida (4).

1. ¿Una zona de estabilidad?

El objetivo del SME en el momento de su creación fue el establecimiento de una zona de «estabilidad monetaria» en Europa. Uno de los criterios para evaluar al SME ha sido el de su efi-

cacia para lograr una reducción de la inestabilidad cambiaria, medida de forma apropiada.

Muchos de los primeros estudios trataban de documentar una reducción generalizada en la volatilidad cambiaria. Por ejemplo, Ungerer *et al.* (1983, 1986) encuentran una disminución en las varianzas incondicionales de los tipos de cambio bilaterales (nominales y reales) entre los países del mecanismo de cambios del SME, lo mismo que Rogoff (1985) usando varianzas condicionales, resultado apoyado por Artis y Taylor (1988) usando varianzas condicionales e incondicionales para distintas medidas de los tipos de cambio (nominales y reales, bilaterales y efectivos).

Sin embargo, el consenso reciente de la profesión va en la dirección de matizar esta opinión. Por ejemplo, Wyplosz (1990) señala cómo el SME no ha reducido la volatilidad de los tipos de cambio efectivos (sean éstos nominales o reales) y, en cualquier

caso, no la ha reducido más que para los países que están fuera del SME. En la misma línea, Giavazzi y Giovannini (1989) indican que no parece haber un cambio estadísticamente significativo en los tipos de cambio efectivos reales tras la puesta en marcha del SME y que, por el contrario, la volatilidad de los niveles del tipo de cambio real aumentó para todos los países excepto Alemania. Fratianni y von Hagen (1990) examinan las varianzas condicionales con correcciones por heteroscedasticidad de tipos de cambio nominales y reales, encontrando que si bien hay una reducción de volatilidad respecto a otras monedas del SME, hay un aumento de aquélla respecto a monedas fuera de éste. Estos son resultados indicativos de un *trade-off* entre incertidumbre interna y externa: la pertenencia al área monetaria europea puede reducir la incertidumbre en relación a los países del área, pero aumentarla respecto a los países exteriores.

Igualmente, cabe plantearse si el SME ha significado una menor volatilidad de los tipos de interés. En este caso, podría suceder que la volatilidad cambiaria se trasladara de los tipos de cambio a los tipos de interés o a otras variables financieras, reflejando el hecho de que si la evolución de los determinantes fundamentales de los tipos de cambio difiere entre países y los tipos de cambio son cuasifijos, deben ser otras variables las que acomodan esta variabilidad. Este es el argumento de Wyplosz (1986) y Giavazzi y Giovannini (1989) sobre la función estabilizadora de los controles de cambios en el SME. Los estudios empíricos sobre datos del mercado *on-shore* no serían, en general, ilustrativos sobre este punto (salvo que los controles de

capital no sean limitativos). La evidencia presentada sobre tipos de interés en Artis y Taylor (1988) y en Ungerer *et al.* (1986) no indica un aumento de la volatilidad de los tipos de interés a corto plazo asociado al SME; la evidencia sobre tipos a largo plazo es menos concluyente.

El estudio de Ayuso (1991) trata de abordar algunos de estos problemas, encontrando que tras la entrada de la peseta en el SME se produce una reducción en la volatilidad del tipo de cambio nominal con el marco y en el tipo de interés de los depósitos a tres meses en el mercado interbancario, un aumento de la volatilidad de un agregado monetario, y una ausencia de efectos sobre el tipo de cambio nominal con el dólar. El autor relativiza adecuadamente el alcance de las conclusiones debido a la coexistencia en el período de modificaciones en la instrumentación de la política monetaria, controles de cambios, controles cuantitativos al crédito y otros cambios en los mercados financieros.

2. ¿Reducción de la inflación?

Frecuentemente se argumenta, de manera informal, que el SME sirve para reducir la inflación, o, en otros términos, que desencadena o acelera el proceso de desinflación de una economía. Es ésta una cuestión íntimamente ligada a la que se trata en el siguiente epígrafe, al que se pospone la discusión de algunos de los temas más importantes relativos a la desinflación en el SME.

Sin embargo, sí cabe señalar que los diversos estudios comparativos por grupos de países, efectuados con distintas metodologías —por ejemplo, Rogoff (1985), Ungerer y otros (1983,

1986), Collins (1988), y Weber (1990)—, no registran ninguna ventaja especial de los países del SME respecto a otros países industrializados como Estados Unidos, Japón, Gran Bretaña (que no entró en el mecanismo de cambios hasta 1990), Canadá, Australia, etc., en el proceso de desinflación. En todo caso, parece que el proceso desinflacionario fuera del SME puede haber sido más brusco (del tipo «tratamiento de choque»), y que estas economías han sido más vulnerables a un rebrote inflacionista.

3. ¿Una «zona marco» basada en la credibilidad del Bundesbank?

Otra de las interpretaciones populares del SME ha sido la de concebirlo como un sistema asimétrico, consistente en un acuerdo mediante el cual los países con propensión hacia una alta inflación adquieren un compromiso creíble hacia una política de baja inflación, a cambio de subordinarse a la política monetaria alemana, que se determinaría de forma independiente a medio plazo. Dentro de esta concepción asimétrica, se han adelantado dos posibles mecanismos generadores de la asimetría: la hipótesis de la disciplina, según la cual el SME incrementa los costes de la inflación, y la hipótesis de la credibilidad, según la cual el SME reduce los costes de la desinflación.

Según la *hipótesis de la disciplina monetaria*, al unirse al SME los países con propensión inflacionaria hacen deseable la adopción de políticas monetarias más restrictivas que las que hubieran adoptado de otro modo, debido a la restricción adicional de la pér-

dida potencial de reservas para defender el tipo de cambio. Para cerrar el argumento, debe explicarse qué ganan los países de baja inflación con el SME. Melitz (1988) propone un modelo en el que se llega a un equilibrio estratégico en el que los alemanes ganan en competitividad y los restantes países en desinflación; aunque ello no explica por qué si un país desea una baja inflación no adopta por sí mismo una política conducente a tal fin. Otra posible explicación descansaría en que permitiría a Alemania distribuir entre los restantes países europeos los movimientos especulativos de y hacia dólares. En el contraste empírico del argumento de disciplina que realizan Artis y Nachane (1989), no se encuentra ningún soporte estadístico sólido para éste.

La interpretación más extendida del SME como sistema asimétrico se basa, sin embargo, en la *hipótesis de la credibilidad*, tal como se puede encontrar en Giavazzi y Giovannini (1989), y Giavazzi y Pagano (1988), entre otros, hipótesis que ha alcanzado gran popularidad. La idea es la de que los países con propensión inflacionista pueden reducir significativamente los costes (en términos de reducción de *output* y desempleo) de la desinflación eligiendo «atarse las manos» e importar la credibilidad anti-inflacionista del Bundesbank.

Giavazzi y Giovannini (1989) tratan de presentar evidencia empírica en favor de la hipótesis de credibilidad mediante *tests* de estabilidad en ecuaciones que representan el proceso de formación de expectativas del público, y aunque no pueden asociar la entrada en vigor del SME con un cambio estructural estadísticamente significativo, sí observan cambios en dicho proceso en al-

gún momento posterior (1982-1983 para Francia, 1984 para Italia), coincidiendo con una alteración importante de la política económica. Interpretan los resultados como indicativos de que a las autoridades les lleva algún tiempo convencer al público de su intención de ajustarse a las nuevas reglas, y que los agentes económicos tardan algún tiempo en internalizar las reglas del nuevo régimen de política. Esta es una interpretación plausible, pero sin un apoyo estadístico firme.

Por el contrario, las bases empíricas de la hipótesis de la credibilidad han sido criticadas por diversos autores. Dornbusch (1989) señala que las «tasas de sacrificio» (aumentos acumulados en la tasa de desempleo divididos por la reducción total en la inflación) no han sido, en general, más favorables para los países del SME que para los países fuera de éste, como cabría esperar si la hipótesis de credibilidad fuera cierta. De Grauwe (1989) encuentra que Alemania y Holanda comparten los ajustes de tipos de interés a cambios esperados en los tipos de cambio, por lo que no cabría hablar de ajuste en una única dirección, como requeriría la hipótesis de credibilidad. Cohen y Wyplosz (1989), y Mastropasqua *et al.* (1988), utilizando regresiones autovectoriales y ecuaciones de esterilización monetaria, encuentran que, aunque Alemania ejerce una influencia significativa sobre otros países del SME, existe una estructura bidireccional de interacciones entre las variables monetarias de estos países. Fratianni y von Hagen (1990, 1991), basándose en una estimación de las funciones de reacción de los bancos centrales del SME, rechazan también la hipótesis de la dominación alemana.

Weber (1991a) presenta una interesante hipótesis alternativa, en base a un análisis técnicamente sofisticado de los conceptos de reputación antiinflacionista y de credibilidad de los objetivos de agregados monetarios, tipo de interés y tipo de cambio para la política monetaria. Esta es la *hipótesis de un sistema bipolar*. El SME, en esta concepción, habría funcionado como un sistema bipolar con una opción de moneda dura (ofrecida por el Bundesbank) y una opción de moneda blanda (ofrecida por el Banco de Francia). Holanda se habría adherido desde un primer momento a la «zona marco», y Bélgica, Dinamarca, Italia e Irlanda optaron por la «zona franco», al menos en un primer momento. En momentos posteriores, entre 1982 y 1987, estos países cambiaron de una tendencia de sucesivas devaluaciones frente al marco a una estabilidad cambiaria. Sólo Italia (de entre los miembros originarios del SME) quedaría hoy ya por hacer el cambio a una política antiinflacionista (5).

4. Viejo y nuevo SME

En los últimos años, la creciente integración financiera y el compromiso de las autoridades económicas de los países miembros con el mantenimiento de las paridades (junto a factores como los cambios en las actitudes del electorado frente a la inflación y el reforzamiento de los mecanismos de coordinación de políticas) han dado paso a lo que Giavazzi y Spaventa (1991) han llamado el «nuevo SME».

Bajo el «viejo SME», los países con alta inflación trataban de recuperar periódicamente parte de la competitividad perdida mediante realineamientos de las

CUADRO N.º 2a

TASA DE CRECIMIENTO EN TERMINOS REALES
DE LA DEMANDA INTERNA

	Media 1975-80	Media 1981-86	Media 1987-90
GRUPO I			
Bélgica	2,45	- 0,03	4,15
Dinamarca	1,38	2,90	- 1,48
Francia	2,35	1,62	3,60
Alemania	3,13	0,65	3,50
Irlanda	3,72	0,13	2,93
Holanda	2,45	0,60	2,75
GRUPO II			
Italia	3,28	1,45	3,88
España	1,17	1,25	7,13
Reino Unido	0,97	2,55	3,88
GRUPO III			
Portugal	2,63	0,35	7,73
Grecia	3,83	0,83	2,75

Fuente: OCDE, *Economic Outlook*, y cálculos propios.

Esto se traduce, en parte, en desequilibrios de la balanza por cuenta corriente (véase el cuadro número 2). Sin embargo, estos déficit corrientes no han afectado a la estabilidad cambiaria, porque han sido fácilmente financiados con entradas de capital. El dinero ha fluido de los países de bajo crecimiento y baja inflación hacia los de alto crecimiento y alta inflación, como Italia y España, y lo ha hecho en mucho mayor volumen que el correspondiente al déficit corriente, conduciendo a una acumulación de reservas y a las presiones apreciadoras sobre las monedas otrora débiles. Paradójicamente, las autoridades han tenido que recurrir a controles sobre las *entradas* de capital, todo lo contrario de lo que ocurría en el «viejo SME».

Expresado en otros términos, existe en el «nuevo SME» un *exceso de credibilidad de la política monetaria en los mercados finan-*

paridades. El mercado esperaba este comportamiento y, en consecuencia, las monedas de los países de alta inflación y altos tipos de interés (la lira, el franco francés) eran las monedas más débiles, que se movían en la parte inferior de la banda. Los controles de capital jugaban un papel estabilizador en este contexto, al impedir las salidas de capital de los países de moneda débil. El «nuevo SME» se caracteriza por la credibilidad de los mercados financieros (sostenida por el compromiso firme de las autoridades y por el soporte que a este compromiso otorgan los mecanismos de cooperación internacional operativos en los años recientes) en que las paridades actuales del SME se van a mantener, esto es, por una cierta estabilización de las expectativas cambiarias.

Países como Italia y España vienen presentando en años recientes tasas de crecimiento de la de-

manda interna superiores a las de los países centrales del SME.

CUADRO N.º 2b

TASA DE CRECIMIENTO DE LOS DEFLACTORES
DEL CONSUMO PRIVADO

	Media 1975-80	Media 1981-86	Media 1987-90
GRUPO I			
Bélgica	7,02	6,05	2,48
Dinamarca	10,13	7,10	4,30
Francia	10,70	8,40	3,08
Alemania	4,38	3,22	1,88
Irlanda	16,37	10,07	3,20
Holanda	6,87	3,20	1,28
GRUPO II			
Italia	16,67	12,80	5,70
España	17,97	11,50	6,00
Reino Unido	15,55	6,58	4,90
GRUPO III			
Portugal	21,58	21,60	11,28
Grecia	14,87	19,97	16,10

Fuente: OCDE, *Economic Outlook*, y cálculos propios.

CUADRO N.º 2c

BALANZA CORRIENTE EN PORCENTAJE DEL PIB

	Media 1975-80	Media 1981-86	Media 1987-90
GRUPO I			
Bélgica	- 1,25	- 0,68	2,18
Dinamarca	- 3,45	- 3,72	- 0,90
Francia	0,23	- 0,65	- 0,58
Alemania	0,27	1,62	4,08
Irlanda	- 7,30	- 7,62	2,13
Holanda	0,25	3,10	2,75
GRUPO II			
Italia	0,15	- 0,70	- 0,83
España	- 1,60	- 0,60	- 1,83
Reino Unido	- 0,10	1,15	- 2,65
GRUPO III			
Portugal	- 4,38	- 4,12	0,18
Grecia	- 4,35	- 6,20	- 3,63

Fuente: OCDE, *Economic Outlook*, y cálculos propios.

ción del tipo de cambio como instrumento de política económica está sujeta a importantes limitaciones en cuanto a las posibilidades de su uso y a su eficacia, debido a una serie de razones.

En primer lugar, su interdependencia con las variables monetarias. A menos que se separen por completo los mercados financieros nacionales de los exteriores, será fútil cualquier intento de conseguir simultáneamente objetivos de tipo de cambio por un lado, y objetivos monetarios (de tipo de interés o de agregados monetarios) por otro, porque una de las dos variables objetivo se convierte en variable endógena cuando se fija la otra en una economía abierta.

En segundo lugar, el tipo de cambio no es sino un precio relativo de equilibrio en los intercambios de bienes y servicios, y de activos financieros, entre residentes y no residentes. En este sentido, los determinantes en última instancia de la evolución a largo plazo del tipo de cambio estarán dados por características básicas de la economía: la evolución de la productividad, la composición relativa del producto interior entre bienes comerciables y no comerciables, las posibilidades de inversión productiva y el comportamiento de las tasas de ahorro nacional y extranjeras.

Finalmente, es el tipo de cambio real (esto es, el que toma en cuenta las variaciones de precios relativos) y no el tipo de cambio nominal el que puede afectar a la posición del sector de bienes comerciables. A largo plazo, las manipulaciones del tipo de cambio nominal no afectan al tipo de cambio real (lo que se denomina en teoría económica «neutralidad»); pero incluso en el corto

cieros respecto al mercado de trabajo. La dificultad de esterilizar por completo todas las entradas de capital exterior puede relajar el tono de la política monetaria, con un efecto de retroalimentación negativo sobre la inflación. Este tipo de inestabilidad dinámica corresponde a lo que, en otro contexto, se ha dado en llamar «crítica de Walters» al SME (6). Según la crítica de Walters, la pretensión de intentar controlar dos objetivos (estabilidad de precios y tipo de cambio nominal) con un solo instrumento, la política monetaria, conduce a una espiral perversa de relajación monetaria y alimentación del proceso inflacionista.

III. LA PESETA DENTRO Y FUERA DEL SME

En el primer epígrafe de este apartado se hacen algunas consideraciones generales sobre la

política cambiaria, que puede ser útil recordar a la luz de la pertenencia de la peseta al SME y de su futura integración en la unión monetaria europea. En el segundo epígrafe se examina la evolución en años recientes de la peseta, dentro y fuera del SME.

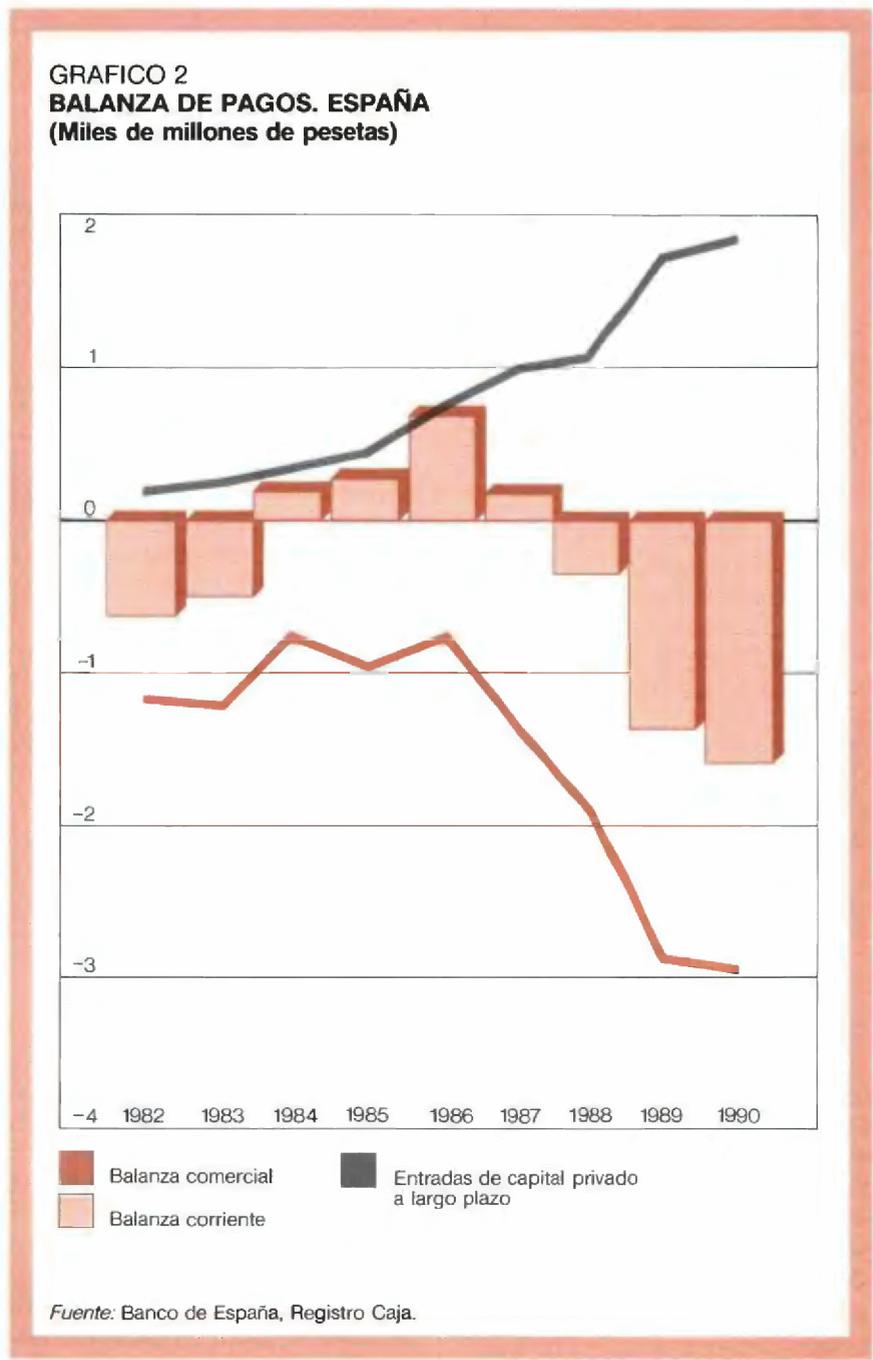
1. Objetivos de política cambiaria

En principio, el tipo de cambio puede ser uno de los instrumentos de política económica disponibles, empleándose, junto con los restantes instrumentos (política presupuestaria, política monetaria, etc.), para la consecución de determinados objetivos macroeconómicos (esto es, para alcanzar el equilibrio interno y externo de la economía); por ejemplo, la estabilidad de precios, el pleno empleo de los recursos, la mejora de la balanza de pagos, etc. Sin embargo, la utiliza-

plazo, las posibilidades de afectar al tipo de cambio real con devaluaciones o revaluaciones del tipo de cambio nominal son relativamente reducidas, y prácticamente inexistentes en economías altamente indiciadas, ya que tales manipulaciones del tipo de cambio se trasladan casi inmediatamente a salarios y precios. Es más, si las economías se caracterizan por el tipo de comportamiento inercial que la teoría económica ha dado en denominar «histéresis», será preciso que una variación de los tipos de cambio reales se consolide y prolongue durante un período de tiempo lo suficientemente largo para que los agentes económicos internalicen este cambio y lo apliquen a sus reglas de decisión.

2. Historia reciente de la peseta

El año de la *adhesión a la Comunidad Europea* (1986) es el punto de partida para la aceleración del proceso (iniciado ya en 1959) de apertura al exterior de nuestra economía. La inversión extranjera pasa a desempeñar un papel dinamizador central en esos años, y por primera vez los mercados monetarios y financieros españoles empiezan a integrarse con los mercados internacionales, al irse eliminando paulatinamente los controles de cambios y modernizándose las estructuras de los mercados de capital. Como consecuencia, se plantean por vez primera de forma vívida para las autoridades las restricciones, antes mencionadas, que la política de tipo de cambio tiene en una economía abierta. El tipo de cambio, los tipos de interés, y los precios relativos de los bienes y servicios comerciados no pueden permanecer por mucho tiempo a unos niveles inconsistentes con la pa-

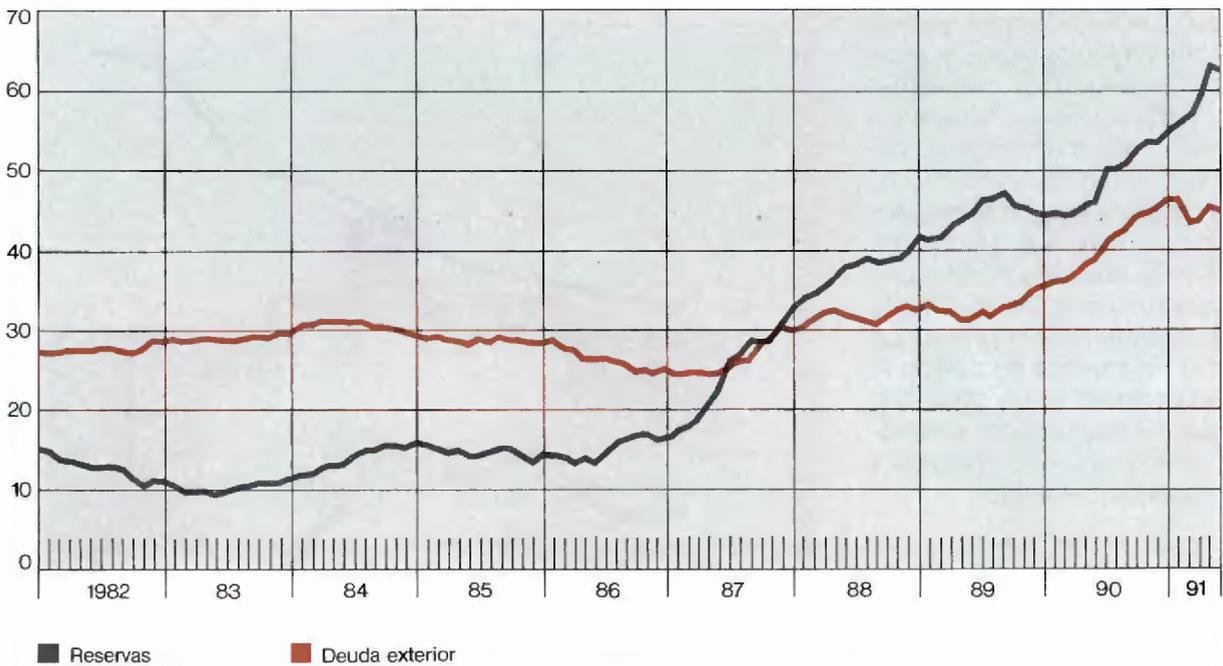


ridad del poder adquisitivo y la paridad de intereses. Sólo el recurso a los controles sobre los movimientos de capitales posibilita una política de intervención en el mercado de divisas temporalmente eficaz (7). La entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario

Europeo (SME) supone un cambio cualitativo importante en este proceso, al limitar la apreciación posible de la peseta y traer a primer plano la interrelación entre tipos de interés y tipos de cambio.

La política de tipo de cambio

GRAFICO 2
RESERVAS Y DEUDA EXTERIOR
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de España, Registro Caja.

española se reorienta, desde 1986, hacia un objetivo de tipo de cambio efectivo nominal (ya no real, como venía sucediendo desde principios de la década) frente a las monedas comunitarias y, en especial, de manera clara, frente al marco alemán como moneda ancla del SME a partir de 1987. En este sentido, la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME, en junio de 1989, fue un paso natural en este proceso y la culminación del mismo.

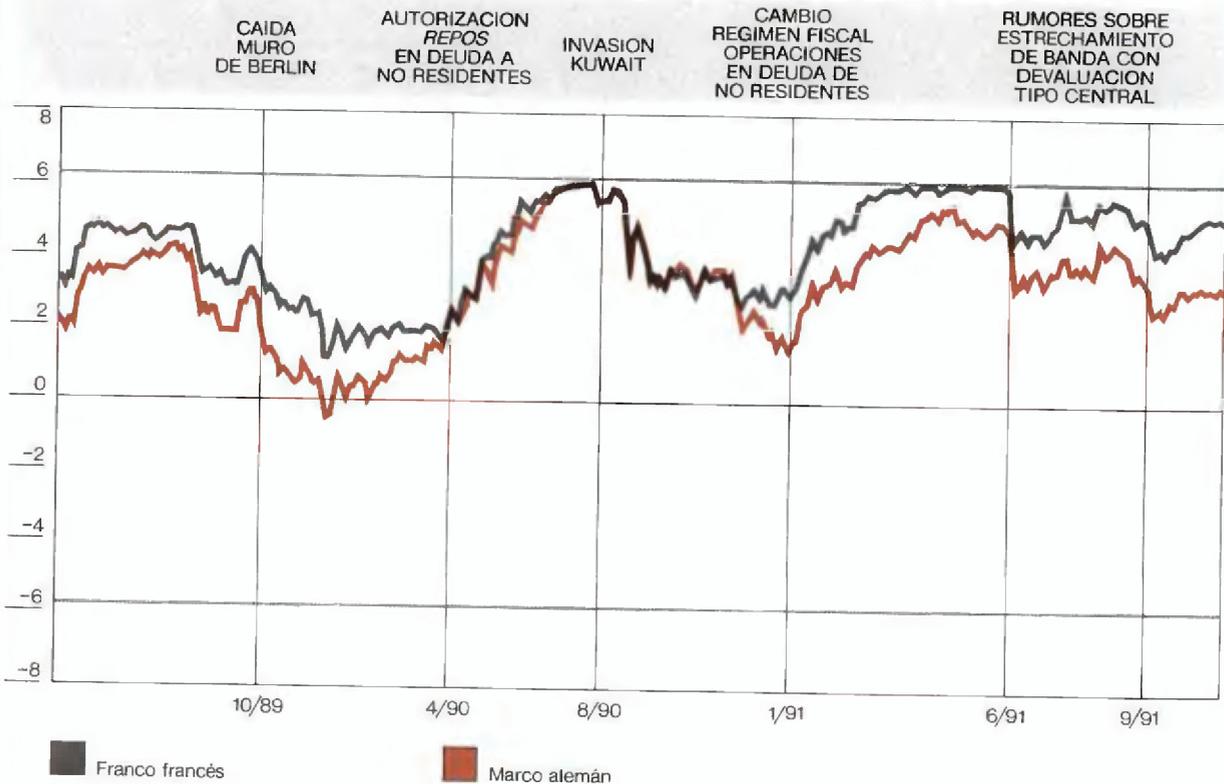
Entre los argumentos de tipo económico que decidieron la entrada de la peseta en el SME están los relativos a la credibilidad, antes mencionados, y las posibilidades de limitar la variabilidad

a corto plazo y los desajustes de tipo permanente en el tipo de cambio respecto a los países con los que tiene lugar la mayor parte de nuestras transacciones por cuenta corriente y por cuenta de capital. El momento de entrada tuvo lugar cuando se había logrado una reducción del diferencial de inflación con Alemania a un nivel similar al logrado por Italia (entonces en la banda ancha), y cuando ya se había llevado a cabo buena parte del programa de liberalización comercial asociado a la adhesión a la CEE. El tipo de entrada de 65 pesetas por marco se eligió prestando especial atención a la situación en los mercados de capital, y tomando en cuenta que el intento de lograr artificialmente una mayor com-

petitividad para la economía española, vía un tipo de entrada más devaluado, no hubiera conseguido su objetivo, dado el alto grado de indiciación de la economía española (8).

El esquema de funcionamiento tradicional de la política cambiaria española (9) se rompe a partir de la espectacular entrada de inversión extranjera en España, que empieza a producirse desde 1986, como consecuencia de la liberalización de los movimientos de capital y del efecto favorable, que para esta inversión extranjera, supuso la adhesión de nuestro país a la CEE (10) (gráfico 2). El desarrollo de los mercados financieros (mercado de anotaciones en cuenta de deuda pública,

GRAFICO 4
LA PESETA EN EL SME
(Porcentaje de apreciación frente a tipos centrales)
(20 de junio de 1989-15 de noviembre de 1991)



Fuente: FEDEA.

mercado de bonos matador, mercados de productos derivados, mercado continuo de acciones), al dotar de mayor profundidad y liquidez a los mercados de capitales nacionales, ha contribuido también a canalizar hacia éstos un mayor volumen de inversión extranjera (11).

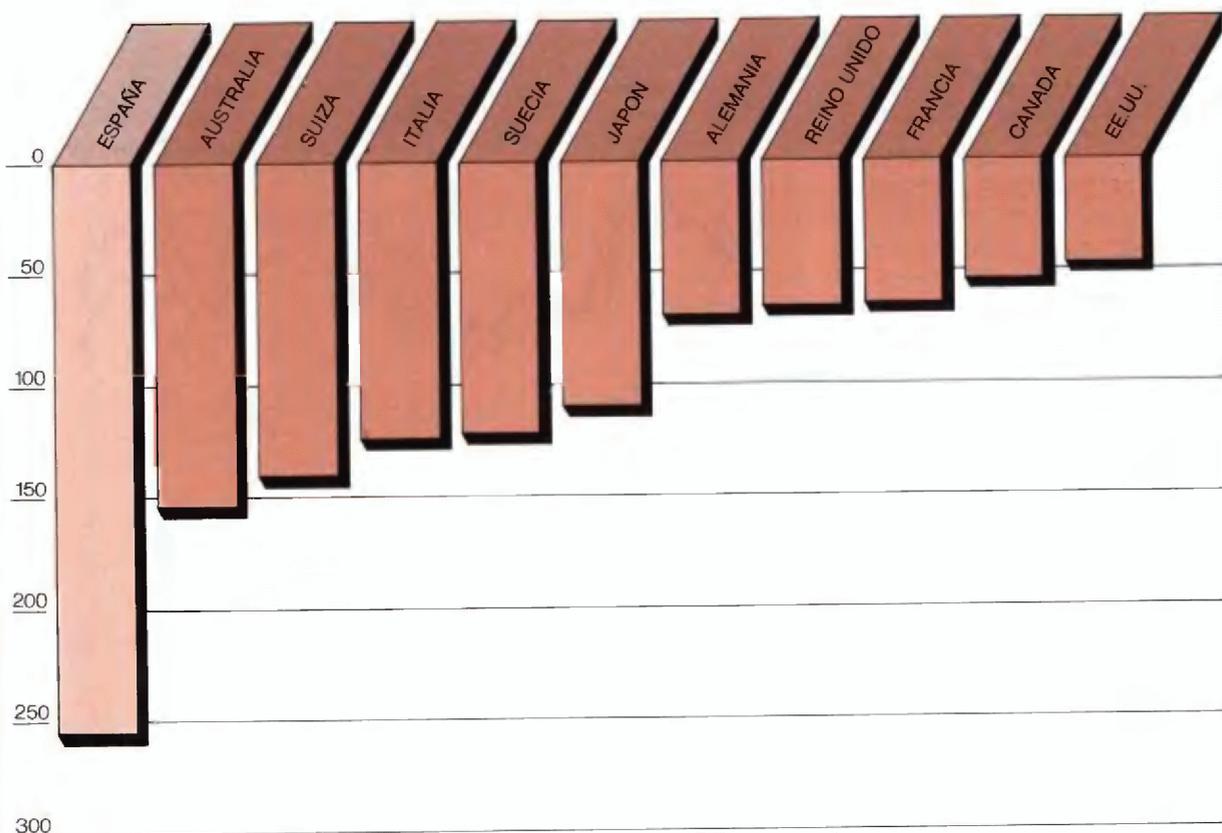
Como consecuencia, a partir del segundo trimestre de 1987 se empiezan a dejar sentir fuertes presiones apreciadoras sobre la peseta, cuya fuerza se ha tratado de contrarrestar mediante la

intervención en el mercado de divisas (acumulando reservas internacionales, como queda reflejado en el gráfico 3) y mediante la imposición temporal de controles de cambios para impedir la entrada de capital por algunos conceptos de balanza de pagos, dado el objetivo de mantener la peseta estable frente al marco alemán.

Uno de los resultados de esta situación fue una *apreciación de la peseta en términos nominales*; dado el desfavorable diferencial

de inflación de nuestra economía respecto al resto de países industriales (ya se trate de la Comunidad Europea, o de todo el área OCDE), la apreciación en términos reales ha sido aún mayor. De hecho, la mayor parte de la pérdida de competitividad de nuestra economía es atribuible a la evolución de los precios y costes, ya se midan éstos por los precios al consumo, los precios al por mayor, los precios a la exportación o los costes laborales unitarios (12). La entrada de la peseta en el mecanismo de cam-

GRAFICO 5
DIAS DE IMPORTACION A QUE EQUIVALEN
LAS RESERVAS EXTERNAS
(Mayo 1991)



Fuentes: Main Economic Indicators, y cálculos propios.

bios del SME supuso un freno a su apreciación continuada en términos nominales, y una intervención menos tensionada en el mercado de divisas para mantener el objetivo de tipo de cambio. Desde su entrada en el mecanismo de cambios del SME, la peseta se ha mantenido siempre en la parte alta de la banda, llegando al límite de apreciación frente a alguna de las monedas del sistema en diversas ocasiones, y generándose tensiones en algunos momentos —frente a la corona danesa en el verano de

1989, frente al marco alemán y a otras monedas en el verano de 1990, y, de forma persistente, durante la primera mitad de 1991, frente al franco francés— (gráfico 4).

Esta apreciación de la peseta ha venido acompañada por un espectacular aumento de las reservas de divisas, que ha situado a España como cuarto país mundial por nivel de reservas centrales (con 63.670 millones de dólares en reservas en septiembre de 1991, no muy por debajo de Es-

tados Unidos, Alemania y Japón), un nivel que si se pone en términos relativos (por ejemplo, en relación con las importaciones, como indica el gráfico 5) resulta aún más abultado.

Esta apreciación de la peseta, limitada por la acumulación de reservas exteriores, resulta tanto más notable cuanto que se ha visto acompañada por un persistente y marcado empeoramiento de la balanza corriente (gráfico 2). Ello es síntoma de un cambio en los determinantes fun-

damentales del tipo de cambio en España, siendo la balanza de capitales el elemento decisivo a partir de ahora. La liberalización financiera en España, como previamente ha sucedido en otros países, ha empujado al alza la cotización de nuestra divisa, atrayendo capitales. Las posibilidades de inversión productiva existentes en la economía española y las ganancias de productividad esperadas explican asimismo la coexistencia de la presión apreciadora con una balanza corriente deficitaria.

En años anteriores, una serie de controles de cambios y factores institucionales aislaban a los mercados monetarios y de capital españoles de la evolución exterior. Entre ellos estaban la dificultad de invertir en el mercado de renta fija español para los no residentes (debido no sólo a barreras legales, sino a la ausencia de un mercado organizado moderno), la prácticamente total prohibición de préstamos financieros entre residentes y no residentes, y las limitaciones a las operaciones en divisas de las entidades de crédito. La liberalización de los controles de cambios y la desregulación financiera han sido factores esenciales que explican el notable dinamismo de los flujos de la balanza de capitales en el período reciente (13).

Uno de los principales hitos en la *eliminación de los controles de cambios* es la ley de inversiones extranjeras de 1986, que liberaliza de forma casi completa las inversiones directas, de cartera y en inmuebles de no residentes en España. La financiación en divisas de las empresas españolas también se permite desde 1987 (aunque transitoriamente se reintrodujo después un control de cambios consistente

en un depósito previo, no remunerado, en el Banco de España del 30 por 100 del valor declarado de la nueva financiación neta en el exterior). El Banco de España amplió notablemente en 1987 las operaciones en divisas permisibles a las instituciones financieras. En 1990, se eliminaron las restricciones a las operaciones *repo* en deuda pública por no residentes. A partir de 1991, quedó modificado el régimen fiscal de la deuda pública para no residentes. En la primavera de 1991, se liberalizó, asimismo, la apertura de cuentas corrientes en divisas en entidades de crédito residentes y se eliminó el depósito previo del 30 por 100. Por ello, desde el punto de vista de la especulación sobre la peseta y su impacto sobre la gestión económica, la libertad de movimientos de capital en España es, en la práctica, casi total ya en 1991. El Ministro de Economía ha anunciado que adelantará en un año (al 1.º de enero de 1992) la obligación establecida para España, en la directiva comunitaria de liberalización de movimientos de capital, de liberalización total, incluida la libre apertura de cuentas en el exterior por residentes.

Además de estos factores legales, hay que tener en cuenta el efecto de la *modernización y mejora de los mercados de capital en España*: la creación del sistema de anotaciones en cuenta para la negociación de deuda pública en 1987, la aparición de un mercado de opciones financieras en 1989 y de futuros financieros en 1990, el desarrollo de un mercado de bonos matador y la reforma del mercado de renta variable iniciada en 1989. Al proporcionar mecanismos de negociación más transparentes, al hacer más profundos los mercados y al aumentar la liquidez de

las posiciones, se contribuye a atraer capitales del exterior.

La balanza corriente ha experimentado un deterioro creciente en estos años. No obstante, no hay que contemplar ya a la balanza corriente como indicador o como objetivo de política económica, puesto que los factores que explican la evolución presente y futura del sector exterior español han cambiado (14). Este deterioro de la balanza corriente se ha debido fundamentalmente, hasta 1990, al incremento de las importaciones de bienes de capital e intermedios, ligadas al rápido crecimiento de la inversión en los años recientes, y que se explica por las necesidades de reequipamiento productivo y de desarrollo de infraestructuras básicas de la economía española (15). La insuficiencia de la tasa de ahorro interno para financiar este proceso inversor explica el déficit corriente, lo que es indicativo de que su magnitud no es particularmente preocupante cuando el ahorro externo se utiliza para suplementar el interno en la capitalización de la economía. Sin embargo, en 1991 se está observando un deterioro de la calidad de la estructura de la importación, con un incremento relativo más rápido de la importación de bienes de consumo.

Por otra parte, la forma en que se ha venido financiando este déficit corriente, al menos hasta 1991, es totalmente ortodoxa y sostenible. El déficit corriente se ha compensado por superávit en los componentes más estables y menos especulativos de la balanza de capital: inversiones directas, inversiones en inmuebles y buena parte de las inversiones en cartera (16). Es más, el déficit corriente no es un indicador de sobrevaluación real de la peseta. Los análisis existentes al respecto

indican que puede incluso pensarse que la peseta está en su nivel de equilibrio en términos reales o sólo ligeramente sobrevaluada (17).

La entrada en el mecanismo de cambios del SME significó un cambio cualitativo importante en la política cambiaria española, aún suponiendo una decisión esperable y consecuente con la orientación progresiva, desde mediados de los años ochenta, de la política de tipo de cambio hacia un objetivo de mantenimiento del tipo nominal frente al marco. En primer lugar, el mantenimiento de las paridades de la peseta pasa a ser competencia de todos los países miembros del mecanismo de cambios, y no sólo de la voluntad de las autoridades españolas. Se dota a la política de ajuste hacia la estabilidad de precios de mayor credibilidad cara a los agentes internos, y, debido tanto a estos factores como al seguro de cambios implícito que supone, se induce una mayor confianza en los inversores extranjeros (18). De forma más tangible, la pertenencia al mecanismo de cambios acarreó dos importantes consecuencias: se limitó la apreciación nominal de la peseta, y se hizo patente la inconsecuencia de pretender conseguir simultáneamente en una economía abierta objetivos de tipo de cambio nominal y de otras variables monetarias.

Ya se ha aludido anteriormente al primero de estos dos aspectos. La presión apreciadora sobre la peseta continuó manifestándose con intensidad después de la entrada en el mecanismo de cambios del SME, lo que obligó a las autoridades a realizar intervenciones intramarginales esporádicas, y en algunas ocasiones (en el verano de 1989 frente a la corona danesa; en el verano de

1990 frente al marco y otras monedas; y en varias ocasiones, en la primera mitad de 1991, frente al franco francés) intervenciones en el margen máximo permitido de la banda. La peseta se mantuvo desde su entrada en la parte alta de la banda de fluctuación escogida del 6 por 100 (ver gráfico 4).

La autorización a no residentes para realizar operaciones con pacto de recompra en deuda del Estado, en abril de 1990, y el cambio de la fiscalidad de los intereses e incrementos de patrimonio en deuda pública para no residentes, en enero de 1991, intensificaron la presión sobre la peseta, lo que se resolvió, en parte, en una escalada de la cotización dentro de la banda permitida hasta llegar al límite de fluctuación y, en parte, en intervención contra el mercado mediante la acumulación acelerada de reservas exteriores. Ello ha permitido ampliar los márgenes de endeudamiento exterior, efecto favorable, dado que permite a los residentes aprovechar las oportunidades de inversión en España financiando sus proyectos al coste menor que supone la financiación exterior. Pero las reservas se han acumulado a un ritmo más rápido que el del endeudamiento, generando un *stock* de reservas exteriores excesivo, con un alto coste de oportunidad para el sistema económico.

El segundo aspecto aludido es el del dilema que se plantea a las autoridades económicas en una economía abierta cuando se persiguen objetivos monetarios y de tipo de cambio incompatibles. Este conflicto se puede ejemplificar con las tensiones cambiarias en el seno del SME entre el franco francés y la peseta producidas a lo largo de 1991, y fruto

del mantenimiento por parte de las autoridades españolas y francesas de objetivos divergentes y antagónicos. Las autoridades francesas deseaban proceder a una reducción de los tipos de interés para lograr el objetivo de reactivar su economía, mientras que las autoridades españolas deseaban mantener los tipos de interés altos para lograr el objetivo de restringir la demanda interna y estabilizar los precios. La relación de arbitraje que se conoce como paridad de los tipos de interés significa que el intento de conseguir estos objetivos en ambos países traería consigo presiones depreciadoras sobre el franco francés y apreciadoras sobre la peseta. Llegadas ambas monedas a su límite máximo de fluctuación permitido dentro del SME, el objetivo de tipos de interés debe plegarse al objetivo de tipo de cambio nominal. Por ello se hablaba en medios financieros de que la «política monetaria de Europa en el primer semestre de 1991 se hacía en Madrid», al ser los tipos de interés españoles los más altos de entre los de los países miembros del mecanismo de cambios del SME y atraer capital extranjero a corto plazo.

Esta es una situación ciertamente paradójica (ya que las regularidades empíricas de los tipos de cambio predicen que tipos de interés permanentemente altos esconden monedas débiles) y que ha aparecido en los últimos años en el SME, como se indicó en el epígrafe II.4. Países, como España, que debido a sus altos tipos de interés reales, pero sobre todo a sus desequilibrios monetarios a corto plazo, ostentan los tipos de interés nominales más altos del SME, son los que tienen las monedas más fuertes. Esto ocurrió durante un cierto tiempo con Italia, y ocurre casi sin inte-

rrupción con España desde su entrada en el SME.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

La fortaleza de la peseta en los últimos años ha estado basada en el dinamismo de la inversión extranjera, impulsada, por un lado, por las oportunidades de inversión existentes al abrirse nuestro país al exterior y por las expectativas de ganancias sustanciales de productividad y, por otro, por la entrada de los mercados financieros españoles en la escena internacional, debida a la liberalización y reforma financieras en nuestro país y al atractivo que las altas tasas de rentabilidad que presentaban los activos denominados en pesetas ofrecían a los extranjeros. Esta apreciación de la peseta puede juzgarse como globalmente favorable. Sin haber restado fuerza a las exportaciones españolas (que han continuado expandiendo su cuota del comercio mundial), ha favorecido la inversión extranjera en nuestro país y ha permitido el reequipamiento productivo de la economía española a precios más bajos, al mismo tiempo que ha impuesto un freno exterior a las presiones inflacionistas internas.

Cara al futuro, y a la vista de la fijación irrevocable del tipo de cambio en la unión monetaria europea, cabe preguntarse si los mismos factores van a continuar en operación. En tanto el déficit corriente siga viniendo motivado por el esfuerzo inversor y sea financiado por entradas de capital estables, no hay motivo de preocupación. No obstante, varias pueden ser las razones que pudieran convertir la situación actual de equilibrio en otra de

sobrevaluación real de la peseta que requiriera una devaluación (19): un mayor protagonismo de la demanda de consumo, en lugar de la demanda de inversión, como origen del déficit comercial, una saturación de activos denominados en pesetas en las carteras internacionales, el desvío de la inversión extranjera hacia otros países (Portugal y Grecia o Europa del Este), el esperable aumento de la inversión española en el exterior (20), los efectos del mercado único en un país periférico (con mayores costes de transporte) e incrementos de productividad inferiores a los esperados. La evolución de estos factores en el futuro inmediato y la toma en consideración de las restricciones que va a imponer a España la unión económica y monetaria (21), aconsejarán el curso de acción más apropiado. La rapidez con que el nerviosismo generado por los cambios en la situación económica internacional o los rumores sobre estrechamiento de la banda afectan a la cotización de la peseta (gráfico 4) es un indicio de la fragilidad de la confianza del mercado en nuestra divisa, y una advertencia para no descartar por completo en el futuro un posible ataque especulativo contra la peseta, aunque el ingente volumen de reservas exteriores acumulado en los últimos años puede ser suficiente como para disuadir a cualquiera de intentar un ataque especulativo que pudiera producirse.

NOTAS

(1) Para un análisis más detallado de todo lo tratado en este apartado, véase PÉREZ-CAMPANERO (1990a).

(2) Por razones técnicas, los márgenes son en realidad de un 6,18 por 100 de apreciación y un 5,82 por 100 de depreciación para la banda ancha, y de un 2,28 por 100 de apreciación y un 2,22 por 100 de depreciación para la banda estrecha.

(3) Este punto es importante. El estrechamiento de la banda puede hacerse de forma que la nueva banda esté «incluida» dentro de la banda anterior, o parcial o totalmente fuera de ella. Un estrechamiento «a la italiana» de la banda de la peseta supondría una devaluación implícita.

(4) El modelo de KRUGMAN ha sido desarrollado por BERTOLA y SVENSSON (1991), y SVENSSON (1991), y aplicado a datos del SME por ROSE y SVENSSON (1991), y WEBER (1991b).

(5) Y presumiblemente también los dos nuevos miembros: España y el Reino Unido.

(6) Véase WALTERS (1986).

(7) Sobre este punto, véase PÉREZ-CAMPANERO (1990b) y las referencias allí citadas de otros estudios anteriores sobre el tema para la economía española.

(8) Sobre el porqué, el cuándo y el cómo de la entrada de la peseta en el SME, véase la detallada discusión de VIÑALS (1991).

(9) Los flujos de divisas asociados a operaciones tanto por cuenta corriente como por cuenta de capital eran relativamente pequeños, lo que facilitaba la tarea de intervención a corto plazo del Banco de España. Existía además un sistema de controles de cambios bastante generalizado, que aislaba a los mercados financieros españoles de los exteriores y facilitaba la esterilización de los efectos monetarios de la política de tipo de cambio «contra el viento».

(10) Véase, sobre este punto, el cuidado análisis de VIÑALS (1990b) y la descripción de ORTEGA (1990).

(11) Véase ALZOLA (1991) para una caracterización más detallada de la influencia de estos factores en el tipo de cambio de la peseta en el período 1986-1990.

(12) Véase al respecto la discusión en MANZANO (1991).

(13) Véase ORTEGA (1990) para una descripción de este proceso.

(14) Véase al respecto la discusión en FERNÁNDEZ (1990).

(15) Para más detalles, véanse las estimaciones de funciones de exportación e importación en FERNÁNDEZ y SEBASTIÁN (1990), y en SEBASTIÁN (1991).

(16) Véase ORTEGA, SALAVERRÍA y VIÑALS (1989), FERNÁNDEZ (1990), y DOLADO y VIÑALS (1991) para discusiones sobre este punto.

(17) Véase, sobre este punto, DOLADO y VIÑALS (1991).

(18) Véase PÉREZ-CAMPANERO (1989) para una discusión de estas implicaciones de la incorporación al mecanismo de cambios.

(19) Véase BACCHETTA (1991), MANZANO (1991) y ARTUS (1991) para una discusión de este tema.

(20) Véase especialmente BACCHETTA (1992) para un examen más detenido de este punto.

(21) Véase al respecto BACCHETTA (1991) y las distintas contribuciones en PÉREZ-CAMPANERO (1991).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALZOLA, J. L. (1991), «La evolución del tipo de cambio de la peseta en el período 1986-1990: Causas y efectos», FEDEA, *Documento de Trabajo*, n.º 91-22.
- ARTIS, M., y NACHANE, D. (1989), «Wages and prices in Europe: a test of the German liberalism Thesis», *CEPR Discussion Paper*, número 296.
- ARTIS, M., y TAYLOR, M. (1988), «Exchange rates, interest rates, capital controls and the European Monetary System: Assessing the track record», en F. GIAVAZZI, S. MICOSSI y M. MILLER (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- ARTUS, P. (1991), «L'Espagne, le SME et la peseta: Quelles perspectives?», Caisse de Dépôts et Consignations, *Document de Travail*, número 1991-09/E.
- AYUSO, J. (1991), «Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas», Banco de España, Servicio de Estudios, *Documento de Trabajo*, n.º 9106.
- BACCHETTA, Ph. (1991), «Por qué es necesaria una devaluación de la peseta», FEDEA, *Documento de Trabajo*, n.º 91-19.
- (1992), «Abolishing capital controls in Spain: A challenge for the nineties», en H. GIBSON y E. TSKALOTOS (eds.), *Economic Integration and Financial Liberalization: Prospects for Southern Europe*, MacMillan (en prensa).
- BERTOLA, G., y SVENSSON, L. (1991), «Stochastic devaluation risk and the empirical fit of target zone models», *CEPR Discussion Paper*, número 513.
- COHEN, D., y WYPLOSZ, C. (1989), «The European Monetary Union: An agnostic evaluation», en R. BRYANT, J. FRENKEL, P. MASSON y R. PORTES (eds.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, CEPR y IMF.
- COLLINS, S. (1988), «Inflation and the EMS», en F. GIAVAZZI, S. MICOSSI y M. MILLER (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- DORNBUSCH, R. (1989), «Credibility, debt and unemployment: Ireland's failed stabilization», *Economic Policy*, n.º 8, págs. 173-211.
- DE GRAUWE, P. (1989), «Is the European Monetary System a DM-zone?», *CEPR Discussion Paper*, n.º 297.
- DOLADO, J., y VIÑALS, J. (1991), «Macroeconomic policy, external targets and constraints: The case of Spain», en G. ALOGOSKOUFIS, L. PAPADEMOS y R. PORTES, *External Constraints on Macroeconomic Policy: The European Experience*, Cambridge University Press.
- FERNÁNDEZ, I., y SEBASTIÁN, M. (1990), «El sector exterior y la incorporación de España en la CEE: Análisis a partir de funciones de exportaciones e importaciones», *Moneda y Crédito*, n.º 189, págs. 31-73.
- FERNÁNDEZ, V. J. (1990), «La insuficiencia de la tasa de ahorro interno y el futuro de la balanza de pagos en España», *Información Comercial Española*, diciembre-enero, páginas 127-146.
- FRATIANNI, M., y VON HAGEN, J. (1990), «The European Monetary System ten years after», en A. METZLER y Ch. PLOSSER (eds.), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 32.
- (1991), «Asymmetries and realignments in the EMS», en P. DE GRAUWE y L. PAPADEMOS (eds.), *The European Monetary System in the 1990's*, CEPS.
- GIAVAZZI, F., y GIOVANNINI, A. (1989), *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*, MIT Press.
- GIAVAZZI, F., y PAGANO, M. (1988), «The advantage of tying one's hands: EMS discipline and central bank credibility», *European Economic Review*, 32, 5, págs. 1055-1082.
- GIAVAZZI, F., y SPAVENTA, L. (1991), «The "new" EMS», en P. DE GRAUWE y L. PAPADEMOS (eds.), *The European Monetary System in the 1990's*, CEPS.
- KRUGMAN, P. (1991), «Target zones and exchange rate dynamics», *Quarterly Journal of Economics*, n.º 106, págs. 669-682.
- MASTROPASQUA, C.; MICOSSI, S., y RINALDI, R. (1988), «Interventions, sterilization and monetary policy in the EMS countries (1979-1987)», en F. GIAVAZZI, S. MICOSSI y M. MILLER (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- MELITZ, J. (1988), «Monetary discipline and co-operation in the EMS: A synthesis», en F. GIAVAZZI, S. MICOSSI y M. MILLER (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- MANZANO, D. (1991), «El tipo de cambio de la peseta ante la Unión Monetaria Europea», FEDEA, *Documento de Trabajo*, n.º 91-23.
- ORTEGA, E.; SALAVERRÍA, J., y VIÑALS, J. (1989), «La balanza de pagos española en el entorno comunitario», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre, págs. 53-73.
- ORTEGA, E. (1989), «Controles sobre los movimientos de capital. Situación actual y perspectivas de liberalización», *Boletín Económico del Banco de España*, abril, páginas 11-22.
- (1990), «La financiación exterior de la economía española», *Papeles de Economía Española*, n.º 44, págs. 193-204.
- PÉREZ-CAMPANERO, J. (1989), «Competitividad, credibilidad y especulación: algunas implicaciones de la pertenencia al SME», en ARGANDOÑA, A., y otros, *Crecimiento sin desequilibrios con la peseta en el SME: exigencias para la política de demanda y las políticas de oferta*, Madrid, Círculo de Empresarios.
- (1990a), *El Sistema Monetario Europeo y el ECU. Descripción y funcionamiento*, Madrid, FEDEA.
- (1990b), «El problema de la esterilización: interacciones entre política monetaria e intervenciones en los mercados de divisas», *Moneda y Crédito*, n.º 190, págs. 97-132.
- (ed.) (1991), *España ante la Unión Económica y Monetaria en Europa*, Madrid, FEDEA.
- ROGOFF, K. (1985), «Can exchange rate predictability be achieved without monetary convergence?», *European Economic Review*, número 28, págs. 93-115.
- ROSE, A., y SVENSSON, L. (1991), «Expected and predicted realignments: The FF/DM exchange rate during the EMS», *CEPR Discussion Paper*, n.º 552.
- SEBASTIÁN, M. (1991), «Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: Evaluación del período 1969-1991 y perspectivas a medio plazo», Servicio de Estudios del Banco de España, *Documento de Trabajo*, n.º 9114.
- SVENSSON, L. (1991), «The term structure of interest rate differentials in a target zone: Theory and Swedish data», *CEPR Discussion Paper*, n.º 495.
- UNGERER, H.; EVANS, O., y NYBERG, P. (1983), *The European Monetary System, 1979-1982*, International Monetary Fund.
- UNGERER, H.; EVANS, O.; MAYER T., y YOUNG, P. (1986), *The European Monetary System: Recent Developments*, International Monetary Fund.
- VIÑALS, J. (1990a), «Los riesgos de la libre circulación de capitales», *Papeles de Economía Española*, n.º 43, págs. 74-83.
- (1990b), «Spain's capital account shock», *CEPR Discussion Paper*, n.º 477.
- (1991), «The EMS, Spain and macroeconomic policy», en P. DE GRAUWE y L. PAPADEMOS, *The European Monetary System in the 1990's*, Harlow, Longman.
- WALTERS, A. (1986), *Britain's Economic Renaissance*, Oxford University Press.
- WEBER, A. (1990), «European Economic and Monetary Union and asymmetries and adjustment problems in the EMS: Some empirical evidence», *CEPR Discussion Paper*, n.º 448.
- (1991a), «Reputation and credibility in the European Monetary System», *Economic Policy*, n.º 12, págs. 57-102.
- (1991b), «Stochastic process switching and intervention in exchange rate target zones: Empirical evidence from the EMS», *CEPR Discussion Paper*, n.º 554.
- WYPLOSZ, C. (1986), «Capital controls and balance of payments crises», *Journal of International Money and Finance*, n.º 5, páginas 167-179.
- (1990), «EMS puzzles», *Revista Española de Economía*, 7, 1, págs. 33-66.