

EL CONFLICTO ENTRE LA POLITICA MONETARIA Y LA PESETA

Antonio Argandoña

EL CONFLICTO ENTRE LA POLITICA MONETARIA Y LA PESETA

Antonio Argandoña¹

Resumen

En los últimos años, la política monetaria española ha debido tener en cuenta, cada vez más, las implicaciones de sus propias acciones sobre el tipo de cambio de la peseta. Ello ha provocado conflictos entre los objetivos de crecimiento de un agregado monetario y el mantenimiento del tipo de cambio, que se han acentuado últimamente, antes incluso de la entrada en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME).

En fechas recientes, la balanza por cuenta corriente ha pasado de tener un anormal superávit a un déficit que, por su cuantía y velocidad de crecimiento, puede ser una amenaza para la estabilidad de la economía española, aunque las entradas de capitales han sido suficientes, por lo menos hasta finales de 1989, para financiarlo, en parte por factores autónomos, pero también por el tono restrictivo de la política monetaria, que ha propiciado altos tipos de interés.

El Banco de España, por su parte, ha intervenido activamente en el mercado de divisas, intentando frenar la apreciación de la peseta, con resultados a menudo poco satisfactorios y creando dificultades adicionales a la política monetaria a la hora de esterilizar sus intervenciones. Todo ello sin abandonar su objetivo básico, la lucha contra la inflación, y sin renunciar tampoco a su práctica habitual en los años recientes: permitir una expansión monetaria elevada para reducir los tipos de interés, cuando la inflación se modera y la peseta está fuerte, y actuar en sentido contrario cuando el índice de precios de consumo crece demasiado o se desata la especulación contra la peseta.

La conclusión principal es que la decisión de vincular de forma permanente el tipo de cambio de la peseta al de otras monedas europeas dentro del mecanismo de cambios del SME fue apresurada.

A largo plazo, si el tipo de cambio de la peseta está apreciado, como parece, su mantenimiento puede provocar importantes perturbaciones, exigiendo una restricción monetaria excesiva.

¹ Profesor de Economía, IESE

EL CONFLICTO ENTRE LA POLITICA MONETARIA Y LA PESETA

Introducción

El debate sobre la política monetaria española es, desde antiguo, muy escaso. Por eso es muy de agradecer la iniciativa de *FUNDES – Club de los noventa* de organizar este seminario sobre “*Política monetaria e inestabilidad financiera*”. Vaya por delante mi agradecimiento a la dirección del club por su invitación a participar en él y por la excelente oportunidad que me brinda de discutir estos temas y de oír las aportaciones de algunos expertos en la materia.

Por mi parte, pretendo analizar el conjunto de problemas que surgen alrededor de la política monetaria y cambiaria española en los años recientes. Mi objetivo será identificar el esquema seguido por nuestras autoridades, así como la naturaleza y consecuencias del conflicto de políticas surgido, para acabar con algunas recomendaciones que puedan facilitar el ajuste de la economía española y su crecimiento futuro sin inflación.

A la vista de la descripción efectuada en el Apéndice, podemos concluir que el objetivo teórico de la política monetaria española en los años ochenta ha sido contribuir positivamente a la *estabilidad interna y externa*, es decir, reducir la inflación y mantener estable el tipo de cambio. Sin embargo, la práctica ha sido más compleja. Sobre una tendencia decreciente de la tasa de crecimiento de un agregado monetario, para reducir la inflación, el Banco de España ha practicado *expansiones monetarias relativas*, desplazándose a la parte superior de la banda de objetivos, e incluso más allá, a fin de reducir los tipos de interés, siempre que la evolución de la inflación y del tipo de cambio de la peseta lo permitían, y ha provocado *contracciones relativas* cuando la peseta se veía sometida a presiones especulativas depreciadoras, o cuando la inflación se aceleraba (o cuando el crecimiento de la demanda interna parecía excesivo, como en 1988-1989).

El resultado ha sido una política monetaria con un cierto *sesgo inflacionista e innecesariamente inestable*, que ha alargado los períodos de expansión de la liquidez, olvidando el retardo con que actúa la política monetaria, y ha obligado a practicar contracciones monetarias demasiado acentuadas; ha acomodado¹ las expansiones reales, pero también algunas elevaciones de

¹ Se dice que el banco central acomoda una perturbación externa cuando permite un aumento (o disminución) de la cantidad de dinero a raíz de esa perturbación, de modo que los tipos de interés no varíen.

precios, incluso alguna devaluación; ha incrementado la volatilidad de los tipos de interés y ha contribuido negativamente a la estabilidad de los mercados financieros –pese a ser éste uno de sus objetivos, aunque no explícito (Argandoña, 1987d)–, haciendo más imprevisible la propia política monetaria. Y todo esto ha tenido efectos importantes en los mercados de divisas².

En el fondo, el Banco de España ha intentado la consecución simultánea de *objetivos incompatibles*, en términos de crecimiento de los ALP y de tipos de interés (y de cambio). Al hacerlo, parece haberse dejado llevar por la *falacia del corto plazo* –desviaciones a corto plazo respecto de la senda trazada como objetivo no son importantes, si a largo plazo se vuelve a dicha senda–, olvidando que el largo plazo es no ya la suma, sino más bien una resultante compleja de los sucesivos cortos plazos.

La política monetaria y los tipos de interés en una economía cerrada

En una economía con escasas relaciones comerciales y crediticias con el resto del mundo, el principal mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios a la renta real y a los precios pasa a través de los *tipos de interés*. El objetivo de reducir la tasa de inflación exige moderar el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero³. Con una demanda de dinero creciente (debido al elevado ritmo de actividad, por lo menos desde 1985), se incrementan los tipos de interés en los mercados monetarios, tanto los nominales como los reales (éstos reflejan también las menores expectativas de inflación). El efecto se transmite luego a los tipos a medio y largo plazo, que actúan, finalmente, sobre la demanda interna –consumo e inversión–, y ésta sobre la inflación⁴. Ahora bien, *la eficacia de aquella elevación de los tipos a corto plazo*, que es la clave del mecanismo de transmisión, *es muy reducida*, por varias razones⁵:

² He desarrollado estos temas en Argandoña (1985, 1986, 1987a, 1987b, 1987c, 1987d). En ellos puede verse una detallada justificación de lo que aquí se afirma.

³ La teoría económica vigente distingue entre variaciones *esperadas* y *no esperadas* de la cantidad de dinero; las primeras tendrán efectos sólo sobre los precios, en tanto que las segundas los tendrán también sobre las variables reales. Esto altera algunos pasos del proceso de transmisión, pero no modifica sustancialmente las conclusiones finales. Además, la rigidez de los precios, el carácter anual (o bianual) de los contratos de trabajo, las dificultades para prever la política monetaria y la existencia de otras rigideces en la economía española, acentúan los efectos reales incluso en las contracciones monetarias que, teóricamente, deberían ser plenamente esperadas. Por ello, en el análisis siguiente prescindiremos de esa distinción.

⁴ A este mecanismo se pueden añadir otros efectos secundarios. Por ejemplo, la subida de tipos a corto plazo reduce la demanda de dinero, lo que permite una contracción monetaria adicional. Por otro lado, la menor inflación esperada resultante de la política monetaria contractiva (si ésta es creíble) aumenta la demanda de dinero y acentúa la restricción provocada por la autoridad monetaria.

⁵ Los gobiernos no suelen desear esa elevación de tipos, porque encarece el servicio de la deuda pública. Este argumento no suele ocupar un lugar prominente en los análisis del Banco de España, aunque, como se indica en el Apéndice, fue importante en 1987, cuando el Tesoro decidió no financiarse en el mercado libre, por los elevados costes financieros, que suponía eran transitorios. Más en general, los tipos de interés elevados perjudican a todos los deudores, pero la sólida situación financiera de las empresas en la segunda mitad de los ochenta ha restado importancia a este argumento.

- 1) Los cambios en los tipos de interés a corto plazo *se han transmitido mal y con retraso a los tipos a largo* (Banco de España, 1989a, pág. 83; 1989d, pág. 8), por el carácter transitorio de las restricciones monetarias recientes⁶.
- 2) Las entidades financieras han disfrutado de una *holgada situación de liquidez*, debido a la insuficiencia de la política monetaria practicada y a la falta de instrumentos apropiados. Ello *ha evitado un efectivo racionamiento del crédito al sector privado* (es decir, la elevación de tipos no se ha traducido en una menor oferta de crédito bancario al sector privado).
- 3) La innovación financiera, la interconexión de los mercados, la desintermediación y la apertura al exterior hacen *improbable un racionamiento intenso del crédito* (salvo que éste sea provocado directamente por las autoridades, como ha ocurrido en la segunda mitad de 1989).
- 4) *La demanda interna ha sido* (y es todavía) *muy poco sensible a los costes financieros* (Banco de España, 1989c, pág. 32; 1989d, pág. 8).
 - a) El *consumo privado* parece depender, sobre todo, de la renta permanente o esperada, que ha experimentado un crecimiento muy elevado, debido a la evolución de los salarios reales y de las expectativas de empleo, así como de los intereses, beneficios y otras rentas. La influencia de los tipos de interés parece haber sido, pues, pequeña, sobre todo en la compra de bienes duraderos (también debe haber contribuido a ello el aumento del valor de la riqueza, que ha reducido el incentivo al ahorro y lo ha hecho menos sensible al interés).
 - b) Las excelentes expectativas de rentabilidad de los proyectos disponibles, el elevado grado de autofinanciación de las empresas y su bajo nivel de endeudamiento, explican que la *demandas de inversión* haya sido también muy poco sensible a los tipos de interés, al menos en los años recientes.

Todo lo anterior significa que hacen falta *elevaciones muy grandes de los tipos de interés a corto plazo para restringir suficientemente la demanda interna*⁷. Esto explica las fuertes restricciones monetarias impuestas, así como su escaso éxito (al menos hasta la restricción directa del crédito, en julio de 1989). Es verdad que la tasa de crecimiento del deflactor implícito del PIB ha bajado del 11,6% en 1983 al 6,1% en 1988 (del 12,2 al 4,8% en términos del IPC). Ahora bien, en este tiempo, *los precios en pesetas de los bienes y servicios importados* han crecido muy poco (un 2,6% entre 1982 y 1988), por la caída de los precios del petróleo y de otras primeras materias y por la apreciación de la peseta, lo cual parece haber reducido la inflación española en algo menos de un punto cada año, en promedio (1,7 puntos en 1985-1988).

Por otro lado, los episodios de 1987 y 1988-1989 hacen pensar que la capacidad de la política monetaria para restringir el crecimiento de la demanda y de la inflación ha sido muy limitado,

⁶ Los tipos de interés a largo plazo son un cierto promedio ponderado del tipo a corto plazo actual y de los tipos futuros a corto esperados. Una contracción monetaria que se espera vaya a durar, por ejemplo, tres meses, eleva los tipos hasta tres meses, pero no los tipos futuros esperados a partir de ese plazo. Por ello, el coste del dinero a largo plazo crecerá en menor proporción.

⁷ Esto no tiene por qué ser válido en todo momento y lugar. Si, por ejemplo, las empresas estuviesen fuertemente endeudadas, una elevación de los tipos de interés podría tener efectos importantes. Con todo, algunos cambios estructurales e institucionales tienden a reducir permanentemente la sensibilidad de la demanda a los tipos de interés.

porque *no se ha querido forzar la elevación de tipos de interés que hubiese sido necesaria*, por temor a la apreciación de la peseta.

En cuanto a los *tipos de interés a medio y largo plazo*, se ven poco influidos por la política monetaria, como ya apuntamos, porque ésta afecta principalmente al segmento a corto del mercado. Si aquellos tipos son elevados en la actualidad, no se debe tanto a la política monetaria o a las expectativas de inflación como a *la intensa demanda de crédito*, sobre todo por parte del sector privado (pero también del sector público)⁸.

La política monetaria y el tipo de cambio en una economía abierta

La teoría sugiere que una contracción monetaria dirigida a reducir la inflación, como la practicada en España en los años recientes, eleva los tipos de interés a corto plazo, lo que alienta la entrada de capitales (también por la reducción de la inflación esperada) y aprecia la moneda nacional. Esto tiene un primer efecto positivo sobre el índice de precios al consumo, en cuanto que éste es un promedio ponderado de precios de productos nacionales e importados, y éstos se han abaratado, *ceteris paribus*, gracias a la apreciación⁹.

Por otro lado, la apreciación reduce la competitividad exterior, generando un déficit comercial (o un menor superávit) que, a su vez, reduce la demanda agregada y modera de nuevo la inflación. La menor demanda interna, que mejora el saldo comercial, y la reducción de la inflación, que modera la apreciación real de la moneda, contribuyen finalmente al equilibrio a largo plazo, aunque con retraso.

Este segundo mecanismo de acción de la política monetaria en una economía abierta pasa, pues, por la apreciación de la peseta, como elemento clave. Ahora bien, que esa apreciación sea sólo *nominal* o también *real*¹⁰ dependerá del plazo considerado y de las variables implicadas. En principio, es probable que una política monetaria restrictiva provoque inmediatamente una apreciación nominal, vía diferencial de intereses, y también real, porque la inflación todavía no se ha contraído. Más tarde, la inflación se moderará y el país recuperará su competitividad.

La *cuantía de la apreciación nominal* de la peseta dependerá de varios factores:

- 1) De la sensibilidad de los capitales exteriores al diferencial de intereses (que parece ser elevada en España, en estos momentos).
- 2) De las expectativas sobre el tipo de cambio futuro de la peseta. Si el banco central interviene en el mercado de divisas para evitar la apreciación, como lo ha venido haciendo el Banco de España, está retrasando las expectativas de depreciación y

⁸ El reciente debate sobre la insuficiencia del ahorro en la economía española es otro modo de presentar este argumento.

⁹ Nuestra autoridad monetaria admite que en épocas recientes el principal efecto antiinflacionista de la política monetaria ha tenido lugar a través de la apreciación de la peseta (Banco de España, 1989d, pág. 10).

¹⁰ La apreciación (o depreciación) nominal contempla sólo la variación en el número de unidades de moneda nacional que se da a cambio de una unidad de moneda extranjera. La apreciación (o depreciación) real tiene también en cuenta la variación en la capacidad de compra en el propio país y en el extranjero, es decir, el diferencial de inflación. Si la peseta se aprecia en términos nominales y el diferencial de inflación no cambia, se aprecia también en términos reales, pero si la inflación nacional baja al mismo tiempo que la moneda se aprecia y en la misma proporción, no habrá apreciación (ni depreciación) real.

alentando una mayor entrada de capitales y, por tanto, una mayor presión apreciadora.

- 3) De la prima de riesgo exigida por colocar capitales en España.
- 4) Del impacto directo que la apreciación tenga sobre el IPC.
- 5) De la sensibilidad de las importaciones y exportaciones al tipo de cambio. Los estudios empíricos sugieren que las elasticidades-precio son reducidas (cfr. Alonso, 1988).
- 6) Del impacto que el déficit comercial tenga sobre la demanda agregada, y de la sensibilidad de la inflación a dicha demanda.

A la vista de todo lo anterior, parece razonable suponer que la vía de la política monetaria que pasa por el tipo de cambio tiene efectos sobre la demanda agregada y la inflación que, sin ser despreciables, *no son rápidos ni cuantitativamente muy importantes*, y que se ven acompañados de efectos laterales indeseados:

- a) La apreciación real *reduce la competitividad* de los productos españoles comercializables (es decir, exportables y sustitutivos de importaciones), imponiendo sobre ellos una carga particularmente gravosa.
- b) Y, si es duradera, *deteriora la asignación de recursos* (por ejemplo, favorece la implantación de productos extranjeros en el mercado español y dificulta la apertura y mantenimiento de redes de venta en el exterior).

Para evitar esos efectos, la autoridad monetaria *interviene en los mercados de divisas*, a fin de mantener estable el tipo de cambio¹¹. Ahora bien, ello provoca algunos efectos importantes:

- 1) Evita la apreciación de la peseta, con lo que desaparecen los efectos de la contracción monetaria (o, al menos, se retardan)¹².
- 2) Dificulta el funcionamiento del canal de la política monetaria que pasa por los tipos de cambio, reduciendo la eficacia de dicha política, ya mermada por las condiciones de los mercados internos.
- 3) Aumenta la liquidez interna, anulando el efecto de la política monetaria contractiva.
- 4) Para corregir esto último, el banco central debe esterilizar las intervenciones llevadas a cabo (es decir, compensar mediante cambios en las contrapartidas internas de la creación

¹¹ La intervención es la operación por la cual el Banco de España compra moneda nacional (vendiendo moneda extranjera, procedente de sus reservas o de créditos recibidos del exterior) o la vende (aumentando sus reservas por la compra de divisas), a fin de provocar la apreciación de la peseta (o de evitar su depreciación), en el primer caso, y de lograr el efecto contrario, en el segundo.

¹² Que el Banco de España evite la apreciación de la peseta no significa que esté en favor de su depreciación: 1) porque es inflacionista. Ahora bien, este argumento debe matizarse. Es verdad que el efecto inmediato de una depreciación es elevar el precio en pesetas de los productos importados, pero también lo es que la depreciación es, habitualmente, el resultado de un diferencial de inflación anterior, de modo que al depreciarse la moneda simplemente se está reconociendo esa inflación pasada, y al evitar esa depreciación se está manteniendo artificialmente baja la inflación interior, a costa de una apreciación real y pérdida de competitividad, y 2) porque una expectativa de depreciación, apoyada en tipos de interés más bajos, podría producir una especulación contra la peseta.

de dinero el efecto expansivo de la compra de divisas, lo que lleva, a su vez, a nuevas subidas de tipos de interés, que acentúan la apreciación que se trataba de evitar)¹³.

- 5) Finalmente, ha recurrido a los controles de cambios, bajo diversas modalidades, sin por ello evitar plenamente la apreciación de la peseta¹⁴, porque, como reconoce la propia autoridad monetaria, la intervención y los controles pierden eficacia prontamente (Banco de España, 1989a, pág. 103)¹⁵.

Pero el Banco de España adopta además *una actitud beligerante respecto del tipo de cambio* y la entrada de capitales exteriores, porque considera que *el déficit corriente debe ser financiado* (Banco de España, 1989, pág. 28), y no confía en que los capitales exteriores vengan espontáneamente en la cuantía necesaria si no se les atrae con tipos de interés suficientemente altos. *La política monetaria restrictiva se justifica*, pues, no sólo por la lucha contra la inflación, sino también *por la financiación del déficit corriente*, y de algún modo se somete a éste. Y como la variable relevante para la atracción de capitales es el tipo de interés, la política monetaria se convierte, de hecho, en el seguimiento de un objetivo en términos de tipos de interés, aunque el propio banco central considere que éste no es el objetivo adecuado.

La restricción directa del crédito bancario

Hasta aquí hemos revisado los dos mecanismos tradicionales, interno y externo, de transmisión de la política monetaria. El primero, que pasa por los tipos de interés, parece poco efectivo en las circunstancias actuales. El segundo, que actúa a través de los tipos de cambio, tampoco parece muy efectivo, sobre todo por el intento de evitar la apreciación de la peseta mediante intervenciones esterilizadas. De ahí que la autoridad monetaria haya debido recurrir a procedimientos más drásticos, como la *recomendación de un tope al crecimiento del crédito bancario* efectuada en junio de 1989. Este *tercer canal* de acción de la política monetaria española actual es, por lo que parece, el más efectivo.

Teóricamente, una medida de este tipo limita la oferta de crédito y las posibilidades de financiación del sector privado (el sector público suele quedar excluido de la limitación), reduciendo la demanda agregada con independencia de que ésta sea o no sensible a los tipos de interés. Es de esperar que las instituciones financieras lleven a cabo un *racionamiento directo* del crédito, además de elevar los tipos de interés del mismo. Es posible que la capacidad crediticia no utilizada se dirija hacia los mercados de valores, principalmente de deuda pública; en la medida en que esto sea así, la demanda de depósitos no tiene por qué reducirse (Cottarelli et al., 1986).

¹³ La esterilización puede ser plena si compensa totalmente la creación de liquidez procedente de la intervención, o no. Esta última equivale a una cierta anulación de la política monetaria restrictiva, dejándola sin efectos (salvo el de la subida transitoria de tipos de interés).

¹⁴ Los controles no son simplemente un medio para evitar la entrada de capitales cuando se elevan los tipos de interés, sino que ocupan un lugar central en la política de intervención del Banco de España en el mercado de divisas. En efecto, es opinión común entre los expertos que la intervención esterilizada es ineficaz, salvo que la sustituibilidad de activos financieros nacionales y exteriores sea pequeña o que los mercados financieros estén poco abiertos. Y lo que persigue el control de cambios –y, en el caso de España, parece que con éxito– es precisamente reducir aquella sustituibilidad y movilidad de los capitales.

¹⁵ Para una exposición de las ineficiencias de los controles de cambios, cfr. Claasen y Wyplosz (1982) y Wood (1985). Además, como señalan Fernández de Lis y Ariztegui (1989, págs. 31-32), los controles de cambios dificultan también la gestión de la política monetaria.

A pesar del poco tiempo transcurrido, la experiencia española parece confirmar las predicciones de la teoría. El *crecimiento de los ALP* se ha moderado rápidamente, así como el del *crédito al sector privado*; los *tipos de interés del crédito* han aumentado y los de la emisión de *letras del Tesoro* han tendido a disminuir. Los *tipos pagados por los depósitos* han aumentado también, probablemente porque los bancos han ampliado sus compras de deuda pública y acciones y han aprovechado la ocasión para sustituir financiación interbancaria por depósitos de clientes y para adquirir mejores posiciones en el mercado de pasivo, con vistas a las expansiones futuras. En todo caso, parece que el mercado ha considerado como transitoria esa restricción crediticia (y el anuncio de la continuidad de esa medida en 1990 no parece haber alterado esas expectativas).

Las *tensiones de liquidez* en los mercados monetarios no se han mitigado después de la introducción de los topes al crédito. De un lado, la demanda de tesorería se ha mantenido elevada, porque los bancos no han interrumpido la expansión de sus activos no crediticios y la sustitución de sus pasivos, como se ha señalado antes. De otro, el Banco de España no parece contentarse con el tope al crédito bancario para el control monetario, sino que *mantiene su política general de restricción de la liquidez*, por varias razones:

- 1) *Los topes al crédito no son del todo efectivos*. Hay, en efecto, activos de intermediarios financieros no fácilmente clasificables como crédito bancario y que, por tanto, pueden escaparse al control de la autoridad monetaria.
- 2) *Esos topes serán cada vez menos efectivos*, en la medida en que fomenten la innovación financiera y la evasión del control (el hecho de que sean topes *recomendados* no supone una diferencia relevante, en la medida en que los bancos los han tomado como obligatorios).
- 3) La autoridad monetaria española *no tenía experiencia* con esos instrumentos, abandonados ya hace una veintena de años. De ahí que su introducción haya sido cauta, conservando todos los medios de control disponibles.
- 4) Al ser la variable objeto de control –los ALP– *un agregado amplio*, su crecimiento puede tener lugar por otras vías distintas de los pasivos de las instituciones crediticias, y dado que el control del agregado debe seguir pasando por el de esos pasivos, conviene mantener altos los tipos de interés.
- 5) El tipo de medidas adoptadas (cfr. Banco de España, 1989f) sugiere que la autoridad monetaria intenta *el control del crédito per sé*, y no sólo como un medio para el control de los ALP, aunque el canal crediticio es mucho menos fiable que el de la cantidad de dinero.
- 6) En el lado de las contrapartidas, las *entradas de capitales* siguen siendo elevadas, creando liquidez por canales distintos del crédito bancario.
- 7) La actividad en los mercados monetarios se ve muy influida por las *expectativas acerca de la futura política monetaria*. En esas condiciones, una baja de tipos de interés podría provocar movimientos especulativos contra la peseta y expectativas de inflación futura mayor, *aunque el tope al crédito bancario mantenga (teóricamente) bajo control el núcleo principal de la creación de dinero*.

Política monetaria y cambiaria: la experiencia española de los años ochenta

Al llegar a este punto puede ser oportuno hacer una valoración de la política monetaria y cambiaria, tal como se ha llevado a cabo en España en los años ochenta¹⁶.

- 1) *La lucha contra la inflación era un objetivo adecuado en 1982, y lo sigue siendo en la actualidad.*
- 2) *El Banco de España ha perseguido –y persigue aún– objetivos incompatibles, como son el mantenimiento de unos tipos de interés bajos –o, alternativamente, una peseta no apreciada– y una inflación decreciente. Es bien sabido que se necesitan tantos instrumentos distintos de política como objetivos se hayan establecido. En este caso, la consecución de dos objetivos exige la cooperación de otra herramienta.*
 - a) Esta no puede ser la política cambiaria, que no es independiente de la monetaria (y menos aún desde la incorporación de la peseta al mecanismo de cambios del SME).
 - b) Tampoco puede serlo la política de rentas, que no resulta eficaz para controlar la inflación si no va acompañada de la política monetaria (o, en su caso, fiscal). No es, pues, un instrumento independiente (aparte de que no ha podido utilizarse en épocas recientes por los conflictos entre los sindicatos y el Gobierno).
 - c) Sólo queda la política fiscal como medio para reducir el consumo, moderar la inflación, contener la demanda de crédito y reducir los tipos de interés¹⁷. Pero todo hace pensar que el gobierno español ha renunciado, de hecho, a su uso coyuntural, en atención a otros objetivos (modernización de las infraestructuras, redistribución de la renta, servicios sociales, etc.) (cfr. Argandoña, 1989)¹⁸.
- 3) Como consecuencia de esa ambigüedad, la política monetaria ha resultado excesivamente compleja, sacrificándose a veces el objetivo principal –la lucha contra la inflación– a otros secundarios –la reducción de los tipos de interés y el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta–, lo que ha acabado haciendo infructuosos los esfuerzos de control. *La política monetaria, dejada sola, no ha sido suficientemente contractiva, y su variabilidad ha provocado tensiones innecesarias.*

¹⁶ No discutiremos aquí otros extremos de la política monetaria española, como la elección del objetivo intermedio y de la variable instrumental, el procedimiento de control monetario, la implementación, etc., que han sido ya objeto de numerosas críticas (véanse a este respecto las restantes aportaciones a este debate).

¹⁷ Sus efectos tendrían lugar de una sola vez, aunque probablemente repartidos a lo largo de varios meses o años. No sustituye, pues, a la moderación monetaria, como arma fundamental para reducir la inflación y las expectativas de inflación, a largo plazo.

¹⁸ Hay que tener en cuenta también otros puntos relevantes para el diseño de una política fiscal anticíclica. Por ejemplo, una elevación transitoria del tipo marginal del IRPF tendría pocos efectos sobre la demanda de bienes de consumo, porque no reduciría sensiblemente la renta permanente. Por otro lado, a la vista de la armonización fiscal con la CEE, parece que todo cambio impositivo actual podría verse como transitorio y, por tanto, de efectos limitados. Un aumento del IVA elevaría el IPC, y si los sindicatos intentasen incorporarlo a los aumentos salariales, podríamos entrar en un círculo vicioso similar al de los años setenta (y lo mismo podría ocurrir con el IRPF). Un menor gasto en infraestructuras podría tener efectos adversos sobre la oferta agregada y la competitividad a largo plazo de la economía española. Y así con otras cuestiones.

- 4) Esa política monetaria contractiva ha provocado la *apreciación de la peseta*. Como ya señalamos, se trata de algo inevitable y deseado.
- 5) El Banco de España ha intervenido sistemáticamente en los mercados de divisas para evitar la apreciación de la peseta¹⁹, pero esa actuación es muy discutible.
- a) *La intervención es deseable cuando se espera una apreciación transitoria* seguida de una depreciación posterior. En efecto, si el mercado reacciona a la apreciación como si fuese duradera y reasigna los recursos de acuerdo con ella, esa reasignación será ineficiente, porque al cabo de un tiempo deberá deshacerse (tal sería el caso, por ejemplo, del abandono de un mercado exterior, porque con la peseta apreciada, deja de ser rentable: cuando se recupere el tipo de cambio, se deberán redoblar los esfuerzos para conquistar aquel mercado). Ahora bien, con la entrada en el mecanismo de cambios del SME, *buena parte de la apreciación transitoria que se trataba de evitar ha pasado a ser permanente*. ¿Tiene, pues, sentido haberla evitado durante años?
 - b) La intervención puede ser conveniente *para mitigar la pérdida de competitividad resultante de una apreciación*, aunque el mercado sea consciente de su carácter transitorio y no lleve a cabo reasignaciones ineficientes de recursos²⁰. Ahora bien, la larga duración de esa intervención invita a poner en duda su conveniencia, teniendo en cuenta que se trata de una distorsión al funcionamiento del mercado.
 - c) La *cuantía* de la intervención ha sido también muy elevada (las reservas de divisas han aumentado en 30.324 millones de dólares entre diciembre de 1985 y agosto de 1989).
 - d) Esto ha provocado *dificultades de control monetario* en diversas ocasiones.
 - e) Para surtir efecto, la intervención debe ser sólo parcialmente esterilizada (lo que se contradice con la política monetaria practicada), o bien *acompañada de controles de cambios* que reduzcan la sustituibilidad entre los activos financieros en pesetas y en moneda extranjera. Esta última vía ha sido utilizada en España, con algún éxito en cuanto a la eficacia de la intervención, pero *sin evitar finalmente las importantísimas entradas de capitales ni las ineficiencias inherentes a tales controles*.
 - f) En la medida en que la intervención ha sido eficaz, *ha hecho menos útil la política monetaria contractiva*. Esto parece haber ocurrido en años recientes (sobre todo en el episodio de 1987, así como en 1988-1989), y está en la base del *excesivo crecimiento de la demanda interna y del insuficiente control monetario*, obligando finalmente a adoptar medidas drásticas, como el tope del crédito.

¹⁹ No me refiero aquí a la intervención a muy corto plazo dirigida a evitar fuertes oscilaciones de los tipos de cambio en un día, sino a la que pretende corregir durante un cierto tiempo una tendencia contraria en el mercado libre (*leaning against the wind*).

²⁰ Esto ocurre con un desbordamiento (*overshooting*) del tipo de cambio: la política monetaria contractiva produce una caída inmediata de los precios de los activos –una elevación de los tipos de interés y una apreciación del tipo de cambio–, en tanto que los precios de los bienes y servicios se reducen con retraso; por ello, el tipo de cambio debe variar en cuantía superior a la que supondría el ajuste hacia el equilibrio final (y en esto consiste el desbordamiento).

- g) Pero, a la larga, *la intervención no ha sido efectiva*. La peseta se ha apreciado a pesar de la existencia de controles de cambios y de la copiosa intervención del Banco de España (como ocurrió ya en 1977-1979).
- h) Finalmente, como en toda actuación dirigida a modificar un precio de libre mercado, la clave de la intervención es conocer *cuál es el precio que debe imperar en condiciones de equilibrio*. Pero las autoridades monetarias simplemente ignoran cuál puede ser ese precio (como lo prueba la fijación final del tipo de cambio dentro del SME, en junio de 1989). De ahí que la intervención puede estar equivocada (o no, pero no lo sabemos).

A la vista de esas consideraciones, parece razonable suponer que *una menor intervención* hubiese evitado al menos algunos de los efectos perturbadores señalados. La peseta se habría apreciado más rápidamente, pero las entradas de capitales no hubiesen sido tan cuantiosas, no habríamos necesitado los controles de cambios y no hubiésemos experimentado las dificultades en la gestión de la política monetaria, de modo que los tipos de interés quizá no habrían tenido que subir tanto, ahorrándonos una parte de las tensiones. El déficit comercial quizá sería ahora mayor, pero probablemente no mucho si, como hemos indicado, las importaciones y las exportaciones son poco sensibles al tipo de cambio, al menos a corto plazo (Alonso, 1988), y si la menor entrada de capitales hubiese reducido parte de la presión apreciadora.

Es verdad que una peseta más apreciada en el pasado llevaría hoy consigo expectativas de depreciación, con el consiguiente riesgo para el nivel de precios. Para ya hemos señalado que ese carácter inflacionista debe matizarse²¹; además, el alza de precios resultante de la depreciación actual compensaría la deflación previa fruto de la apreciación. Y probablemente nuestro diferencial con la CEE sería más bajo que el actual.

Se puede objetar que es muy fácil hacer esta crítica ahora, al cabo del tiempo, pero ¿hubiese podido preverse esto a principios de los ochenta? En parte, sí, porque entonces ya era conocido que la reducción de una inflación elevada exige una larga contracción monetaria y una apreciación de la peseta. Pero, sobre todo, lo que resulta discutible es *la manera de plantear la política monetaria en España*, con intervenciones frecuentes en los mercados monetarios y cambiarios para conseguir unos objetivos a corto plazo que interfieren con los objetivos a largo plazo.

La peseta dentro del SME

El panorama de la política monetaria y cambiaria española cambió drásticamente el 19 de junio de 1989, cuando España se comprometió a mantener la paridad de la peseta dentro de la banda fijada en el SME, renunciando a utilizar el tipo de cambio como instrumento de política (aunque, *de facto*, ya se venía haciendo desde hace tiempo). Y ése es el nuevo marco en el que se debe desarrollar la política económica, con los siguientes condicionantes de fondo:

- a) Una tasa de inflación próxima al 7% (en términos del IPC) y un diferencial superior al promedio de la CEE en más de 1,5 puntos.
- b) Un elevado crecimiento de la demanda interna, que ha llevado a un déficit comercial exterior de unos 3,3 billones de pesetas en 1989, y a un déficit corriente

²¹ Cfr. nota 12.

de unos 11.000 millones de dólares (3% del PIB), que puede pasar a 15.000 o 16.000 millones en 1990 (cerca del 4% del PIB).

Parece razonable, pues, que *la lucha contra la inflación* siga ocupando un lugar prioritario en la política económica española para 1990.

En cuanto a la *reducción del déficit exterior*, en la medida en que éste sea el resultado de un crecimiento elevado de las importaciones de bienes de equipo para modernización, como sugieren Fernández y Sebastián (1989), no merece particular atención, por su carácter transitorio y por el aumento de producto a que da lugar, a medio plazo. Ahora bien, parece que buena parte del exceso de demanda procede de un crecimiento monetario excesivo –sobre todo a raíz de la reducción de tipos de interés que siguió al *crash* bursátil de octubre de 1987, y de la falta de eficacia de la política monetaria, ya comentada–; en la medida en que esto sea así, conviene continuar reduciendo el *crecimiento de la demanda interna* (objetivo que coincide con el de luchar contra la inflación).

Teniendo en cuenta la pertenencia de la peseta al mecanismo de cambios del SME y el relativo abandono de la política fiscal como arma coyuntural, *el peso del ajuste va a seguir recayendo sobre la política monetaria, instrumentada mediante la combinación de topes al crecimiento del crédito bancario* (durante un plazo no definido) y *elevados tipos de interés*. Esto lleva consigo varios riesgos:

- 1) *La política monetaria puede ser demasiado restrictiva* si atiende, como parece, más a indicadores directos y retrasados, como el déficit exterior y la tasa de inflación, que al objetivo intermedio (crecimiento de los ALP).
- 2) El peso del ajuste se centra en los *sectores dependientes del crédito interno*, principalmente bienes duraderos de consumo y bienes de inversión. Si esto no ha provocado ya una reducción del ritmo de inversión se debe, principalmente, al elevado nivel de autofinanciación de las empresas.
- 3) A través de la apreciación de la peseta, perjudica también a los *sectores de bienes y servicios comercializables* (exportables y sustitutos de importaciones), y lo hace *de modo duradero*. Si esto no ha provocado hasta ahora problemas graves se debe, probablemente, al elevado crecimiento del mercado interno.
- 4) La entrada en el mecanismo de cambios del SME *ha vedado el uso del tipo de cambio* para ayudar al proceso de ajuste.

Todo ello lleva nuestra atención a los que nos parece son los puntos centrales del problema: *la decisión de mantener fija la paridad de la peseta en el nivel vigente²², y el nivel mismo elegido para dicha paridad*.

Empecemos por el primero: ¿por qué se subordina la política monetaria al mantenimiento del tipo de cambio? Las razones son muchas, y se airearon a propósito del (escaso) debate sobre la entrada de España en el SME.

²² Es verdad que España tiene aún un amplio margen dentro de la banda del 6% establecida al admitirla en el SME; pero el Banco de España parece evitar movimientos sistemáticos hacia posiciones más depreciadas aun dentro de la banda. Además, en el futuro, esa banda acabará reduciéndose al 2,25%.

- 1) La primera razón es, probablemente, política: hemos entrado en el SME, nos guste o no, y no podemos pedir una revisión de paridades a los seis meses. Argumento válido, por supuesto, aunque no debe ocultarnos los costes en que incurrimos –y que retrotrae el problema a la precipitada decisión de junio de 1989.
- 2) La estabilidad de tipos de cambio viene exigida por la credibilidad de la política monetaria antiinflacionista. Esto es verdad, pero no nos debe hacer olvidar sus costes.
- 3) El Gobierno desea la rigidez de unas reglas monetarias impuestas desde fuera que limiten la agresividad sindical, sobre todo después de la huelga general del 14 de diciembre de 1988.
- 4) Puede haber un cuarto motivo, parecido al anterior: mientras las empresas españolas puedan confiar en la depreciación de la peseta para demorar sus ajustes y la mejora de su productividad, no se adelantará realmente en la modernización económica²³. De nuevo es un argumento válido, pero no parece acorde con la falta de apoyo de otras políticas de oferta –fiscal, laboral, de investigación, educativa, etc.–, para hacerla creíble y efectiva.
- 5) Quinta razón, implícita en los argumentos del banco central: no es deseable que el tipo de cambio cambie frecuentemente. De nuevo vuelve a ser un objetivo teóricamente correcto, pero con algunos puntos débiles.
 - a) La inclusión en el SME no garantiza la confianza en el tipo de cambio vigente, como prueba la especulación contra la peseta en octubre de 1989, y la necesidad de practicar, a raíz de esos sucesos, políticas aún más restrictivas, para recuperar esa confianza.
 - b) La peseta puede mantenerse dentro del SME sin necesidad de controles de capitales si se permite que los tipos de interés se igualen a los de nuestros socios, más la prima de riesgo y la expectativa de depreciación de la peseta –que habitualmente será muy pequeña, pero que puede ser elevada en caso de movimientos especulativos o de temores de realineación de paridades– (Giavazzi y Pagano, 1988). Ahora bien, esto puede suponer *una gran variabilidad de los tipos de interés*²⁴.
 - c) El mantenimiento del tipo de cambio nominal no evita las variaciones en el tipo real debidas a cambios en los precios internos y externos y a otros factores del lado de la oferta y de la demanda, como cambios impositivos, variaciones de la productividad, etc. *El tipo de cambio nominal no es la variable objetivo adecuada*²⁵.

²³ El ejemplo de Italia puede haber influido en esta postura. Cfr. Giavazzi y Spaventa (1989).

²⁴ Si el mercado teme una depreciación de la peseta de un 2% en el plazo de un año, el tipo de interés anual debe subir en España un 2%, aproximadamente, para evitar la especulación contra la peseta. Pero si la expectativa es de una depreciación del 2% en el plazo de un mes, el tipo anual debe subir más de un 26%.

²⁵ Incluso un autor como Williamson (1989), decididamente partidario de la reducción de la volatilidad de los tipos de cambio, sostiene la inadecuación del cambio nominal (y el real) como objetivo intermedio.

En resumen, la idea de que la peseta debe tener un tipo de cambio fijo con las monedas de nuestros socios europeos es admisible; sus ventajas, a largo plazo, son innegables. Pero la precipitada entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del SME *nos ha privado de una variable de holgura*, el tipo de cambio, muy necesaria para llevar a cabo el ajuste indispensable contra la inflación y el déficit exterior. Al prescindir de ella, *todo el peso del ajuste recae en la demanda interna y, por tanto, en la producción y el empleo*. Además, las peculiaridades de la política económica española –intervención, rigidez de la demanda al tipo de interés, ausencia de política fiscal coyuntural²⁶, etc.–, hacen más oneroso el ajuste y más urgente la necesidad de apoyarlo con un tipo de cambio más flexible, aunque sólo sea durante un tiempo.

En definitiva, corremos el riesgo de hacer de la estabilidad de los tipos de cambio el *fetiché* de los años ochenta y noventa, como la libre flotación lo fue en los años setenta. Una cierta flexibilidad en el tipo de cambio dentro de la banda de fluctuación permitida (incluso mediante revisiones de las paridades centrales, si son de pequeña cuantía, no muy infrecuentes y sin esperar la aparición de especulación en contra), parece muy conveniente para permitir a cada país la adaptación de su economía a las inevitables perturbaciones locales, que no se corrigen con la convergencia de las tasas de inflación. Y si, como apuntaremos más adelante, la peseta ha perdido ya capacidad competitiva, esa flexibilidad en el uso de la política cambiaria parece aún más necesaria.

Lamentablemente, no es ésa la actitud de los Estados miembros del SME, que en los últimos años parecen evitar incluso las oscilaciones dentro de la banda permitida, lejos de sus límites. Ese *nuevo SME* (Spaventa, 1989) parece fundarse en un intento de afianzar la credibilidad de las políticas monetarias antiinflacionistas. Pero sus efectos pueden ser perjudiciales, porque sin la coordinación de políticas propia de la futura Unión Económica y Monetaria (UEM) de que habla el Informe Delors, aquella flexibilidad de los tipos de cambio sigue siendo necesaria para absorber los efectos acumulados de muchos pequeños shocks de oferta, o las consecuencias de las diferencias en las estructuras productivas, etc.²⁷.

Hay aún otra razón para que los bancos centrales eviten la oscilación de sus tipos de cambio dentro de la banda autorizada: romper posibles *expectativas de devaluación* (de Boissieu, 1988). Ahora bien, la especulación puede ser el resultado (indeseado) de las propias reglas de política. En efecto, si en el pasado un banco central ha evitado cuidadosamente cualquier desviación del tipo de cambio, ¿no es lógico que el mercado interprete cualquier desviación actual como signo de un cambio de política? Si, además, el mercado sospecha que la cotización se sostiene merced a unos tipos de interés particularmente elevados, cualquier reducción de tipos se interpretará como un signo de menor soporte y, por tanto, generará inmediatamente la especulación en contra (como parece ocurrir ya con la peseta).

²⁶ El Banco de España ha solicitado frecuentemente esta cooperación de la política fiscal, sin resultados (cfr., por ejemplo, Banco de España, 1989a, pág. 102).

²⁷ Artis y Taylor (1988) sostienen que la convergencia de las tasas de inflación dentro del SME no ha bastado para devolver el equilibrio al mercado, porque quedan desajustes reales acumulados.

¿Está apreciada la peseta?

Las teorías vigentes explican el *tipo de cambio* de una moneda de la siguiente manera²⁸:

- 1) *A largo plazo, por la paridad del poder adquisitivo*. Las pérdidas de competitividad de un país debidas a un diferencial de inflación desfavorable se compensan con una depreciación de su moneda²⁹ (pero esto tiene lugar sólo tendencialmente y a largo plazo).
- 2) *A corto y medio plazo*, el tipo de cambio viene determinado por la oferta y demanda de divisas por las operaciones básicas –comerciales y financieras– del país con el exterior. Podemos considerar que la demanda vendrá determinada por el saldo (presente y esperado) de la *balanza por cuenta corriente*, más el de los capitales a largo plazo, es decir, por la *balanza básica*³⁰.
- 3) *En el corto plazo*, los flujos de capitales dominan en el mercado de divisas a los de bienes y servicios: la apreciación o depreciación (esperada) de una moneda dependerá del *diferencial de intereses*³¹ (aunque hay factores que pueden separarla del mismo, como, por ejemplo, las intervenciones del banco central, los controles de cambios y las alteraciones en el nivel de riesgo o en los impuestos sobre rendimientos financieros).

Aplicando lo anterior a la economía española, podemos extraer las siguientes conclusiones:

- 1) *La peseta se ha apreciado en términos nominales respecto de los países desarrollados y respecto de la CEE, al menos desde nuestro acceso a la Comunidad*. Cuando se tiene en cuenta la mayor inflación española³², *la apreciación real* (en términos de paridad de poder adquisitivo) *es también patente*³³. Una vez dentro del SME, esta pérdida de competitividad es ya definitiva, salvo mediante una renegociación de las paridades centrales³⁴.
- 2) *La balanza comercial española presenta un saldo fuertemente negativo*, fruto del crecimiento de la demanda interna, la apreciación real de la peseta, la pérdida de

²⁸ Los determinantes aquí considerados proceden de las diversas explicaciones teóricas vigentes, como el enfoque monetario de la balanza de pagos (Frenkel, 1976; Bilson, 1978), el modelo monetario con precios rígidos (Dornbusch, 1976) y la teoría del equilibrio de cartera (Branson, 1979).

²⁹ De un modo elemental e intuitivo, podemos representar esta teoría mediante la igualdad:

Tasa de inflación en el país = Tasa de inflación en el resto del mundo + Depreciación de la moneda nacional, que, como se señala en el texto, se cumple sólo tendencialmente y a largo plazo, y nunca de modo exacto.

³⁰ El mercado de divisas es un mercado de fondos, no de flujos. La oferta o demanda relativa de una moneda viene determinada por los cambios en la disposición de los inversores para conservar más o menos cantidad de activos denominados en esa moneda. Lo que se dice en el texto es, pues, una simplificación, aunque útil a efectos pedagógicos.

³¹ Una fórmula sencilla para explicar esto es la siguiente:

Tipo de interés nacional = Tipo de interés en el resto del mundo + Depreciación esperada de la moneda nacional.

³² Hay que incluir también la pérdida de la protección arancelaria y de otras barreras, a partir de nuestra entrada en la CEE.

³³ La peseta se apreció un 14,9% frente a la CEE, en términos reales, desde diciembre de 1985 hasta octubre de 1989, midiendo la inflación mediante el IPC, y un 3,7% con el índice de precios industriales. Respecto a los países desarrollados, la apreciación real fue del 12,7% en términos del IPC, y del 3,1% según los precios industriales.

³⁴ En todo caso, la realineación de paridades recupera toda la competitividad perdida por el diferencial de inflación, según la práctica habitual en el SME.

protección exterior y un intenso proceso de formación de capital³⁵. La debilidad de los servicios hace que *la balanza por cuenta corriente presente asimismo un signo negativo creciente*. También desde este punto de vista es lógico pensar, pues, que la peseta está excesivamente apreciada.

Sin embargo, la demanda de pesetas sigue siendo elevada debido a la *entrada de inversiones extranjeras y capitales a largo plazo*, atraídos por las excelentes oportunidades que ofrece el mercado interno español y por nuestras ventajas competitivas dentro de la CEE. Atendiendo al signo positivo de la balanza básica – cuenta corriente más inversiones extranjeras netas y capitales a largo plazo–, la peseta no parece sobreapreciada.

El problema es precisar si estamos ante un fenómeno a corto o a largo plazo. El Banco de España parece considerar que el interés exterior por invertir en España es duradero, pero no en una cuantía tan elevada como la experimentada en años recientes (Banco de España, 1989a, págs. 28 y 118). Con otras palabras, el déficit de 1989 sería sostenible si los capitales e inversiones a largo plazo siguiesen entrando al ritmo actual, pero hay motivos para dudar de ello (Ortega et al., 1989).

- 1) Las *inversiones extranjeras directas* se ven atraídas por factores permanentes, como las facilidades dadas para la inversión extranjera y la excelente rentabilidad de nuestras empresas, pero también por otros más coyunturales, como el ritmo de crecimiento interno y los altos tipos de interés. En 1988 han llegado al 1,31% del PIB (en términos del registro de caja), superando todas las cifras anteriores, y han seguido creciendo en 1989.
- 2) Las *inversiones en inmuebles* se rigen por similares consideraciones, y han aumentado también hasta el 0,74% del PIB en 1988 (y de nuevo en 1989).
- 3) Las *inversiones en cartera* se ven más influidas por las oportunidades creadas en la bolsa; el máximo alcanzado en 1987 fue del 1,22% (respecto del PIB), pero bajaron al 0,62% en el año siguiente, para volver a crecer en 1989. Es posible que bastantes de esas inversiones, así como algunos capitales a largo plazo,

³⁵ Fernández y Sebastián (1989) analizan el impacto de la entrada en la CEE sobre las exportaciones e importaciones españolas, subrayando el efecto del aumento de la inversión, del recalentamiento de la economía y de la pérdida de competitividad. Ortega et al. (1989) concluyen que el 17% de aumento de las exportaciones españolas en el período 1986-1989 se descompone aproximadamente así:

Crecimiento de la demanda exterior	49%
Pérdida de competitividad	-17%
Otros factores	-15%

y el aumento de las importaciones (128%):

Crecimiento de la demanda interior	67%
Pérdida de competitividad	13%
Otros factores	43%

Puede observarse la importancia de la demanda, así como la influencia menor, pero no insignificante, de la pérdida de competitividad, que debe quedar subvalorada por las cifras, dado que los "otros factores" incluyen el desarme arancelario (además de la composición de la demanda, la tasa de utilización de la capacidad productiva, etc.).

enmascaren actividades de carácter especulativo³⁶; de hecho, cuando se comparan con estas cifras las adquisiciones de acciones en bolsa, se comprueba que un porcentaje importante corresponde a compra de deuda pública por no residentes.

En resumen, no tenemos una idea clara de cuál puede ser el volumen de inversión extranjera que, de forma permanente, pueda llegar a España en los años próximos. Pero aun suponiendo que el nivel de 1988 (2,05% del PIB en inversiones directas y en inmuebles; 2,67% incluyendo inversiones en cartera; 3,13% incluyendo otros capitales privados a largo plazo) sea el normal, es probable que un déficit por cuenta corriente de alrededor del 3% en 1989, que se espera llegue cerca del 4% en 1990, no sea sostenible a largo plazo.

- 3) En los años recientes, *en España los tipos de interés se han mantenido altos*, como regla general. Las razones ya se han explicado antes: los tipos a medio y largo plazo, por la fuerte demanda de crédito (público y, sobre todo, privado); los tipos a corto, por la política monetaria contractiva, en contraste con la expansión del crédito interno³⁷. Esto implica también una apreciación de la peseta.

Todo lo anterior nos lleva a la conclusión de que *la peseta ha experimentado un proceso importante de apreciación real*, del que la política monetaria ha sido responsable al menos en buena parte.

Es obvio que parte de esa apreciación real es *transitoria*, y que se corregirá cuando la tasa de inflación española converja, finalmente, con la de la CEE. Ahora bien, teniendo en cuenta que el diferencial está, a finales de 1989, en las proximidades de 1,5 o dos puntos porcentuales (en términos del IPC), la depreciación real que podemos esperar es, como máximo, de ese porcentaje, salvo que la autoridad monetaria se empeñe en un proceso antiinflacionista aún más severo.

Cuestión distinta es si la peseta debe depreciarse ya *ahora*, por varias razones.

- 1) Para conseguirlo, el Banco de España debería practicar *una política monetaria menos contractiva*, que redujese el diferencial de tipos de interés. Pero esto presenta diversos problemas.
 - a) Se corre el *riesgo de acelerar la inflación*.
 - b) Se reactivarían las *expectativas inflacionistas*, lo que repercutiría negativamente en el ajuste de los precios y en las reivindicaciones salariales.
 - c) Se desataría, probablemente, una *especulación contra la peseta*, porque el menor diferencial de intereses no compensaría el riesgo de una posible depreciación.

³⁶ Y así lo reconoce un informe de la Dirección General de Transacciones Exteriores (cfr. *Expansión*, 24 de noviembre de 1989, pág. 6). Cfr. también Ortega et al. (1989) y Banco de España (1989e).

³⁷ El diferencial de intereses en el mercado interbancario a tres meses respecto de un promedio de los tipos de las diferentes monedas se ha movido por encima del 4% desde 1983, alcanzando una media mensual del 14,5% en mayo de 1987, y de un 7,8% en julio de 1989. No se olvide que en este último año, el Banco de España ha evitado explícitamente la subida de tipos, que podría atraer demasiados capitales especulativos.

Ahora bien, los argumentos anteriores exigen algunas matizaciones:

- a. La contracción monetaria llevada a cabo desde julio de 1989 está surtiendo efecto, aunque lentamente (lo cual es lógico, dada la inercia de la demanda, su relativa insensibilidad a las condiciones financieras y la ineficacia de la política monetaria hasta mediados de 1989). Y la experiencia de otros países es que los topes al crecimiento del crédito son efectivos y acaban provocando una contracción importante de la demanda agregada (Cottarelli et al., 1986).
- b. Un mayor crecimiento de los activos de caja no tiene por qué traducirse en un aumento de la cantidad de dinero y de la demanda agregada, si funciona la limitación al crecimiento del crédito, salvo que las instituciones financieras encuentren medios para evadir la restricción *de modo masivo*, lo cual parece poco probable.

Sí es más probable *un crecimiento de la liquidez bancaria sobrante*. Esto podría reducir los tipos de interés de los pasivos bancarios y del mercado interbancario, pero podría tener también efectos negativos: los bancos mantendrían ese exceso de liquidez si considerasen transitorios los controles de crédito, disponiendo así de un elevado potencial de crédito futuro, que el Banco de España no desea. A su vez, ese exceso de liquidez fomentaría la búsqueda de colocaciones alternativas –pagarés de empresa, acciones, inmuebles, etc.–, que podrían tener efectos negativos sobre el nivel de liquidez de la economía y sobre los precios.

Todo ello justifica la política restrictiva que el Banco de España está practicando. Pero no deja de resultar paradójico que a pesar de la limitación al crecimiento del crédito, el Banco de España deba seguir restringiendo masivamente la liquidez, con sus medios tradicionales, hasta llegar a tipos de interés interbancarios próximos al 16% a finales de 1990. Esto puede querer decir que los controles de crédito son políticas de apoyo más que sustitutivas del control ordinario de la liquidez.

- c. La depreciación es inflacionista si los salarios están indiciados y si la política monetaria es permisiva, como ocurrió en los años setenta. Pero resistirse a devaluar porque los precios pueden subir equivale a repetir el error de tantos países en el pasado, que han creído que una moneda apreciada era la solución de sus problemas o, al menos, un mal menor.
- d. El riesgo de la política seguida por el Banco de España es el de *provocar una recesión*. Una restricción monetaria efectiva (desde julio de 1989) produce efectos sobre el nivel de actividad con más rapidez que sobre la inflación y el saldo exterior. Por tanto, en la medida en que el Banco de España mantenga la restricción monetaria atendiendo a esos dos indicadores, la restricción puede ser excesiva. Y, entre tanto, la peseta sigue apreciándose.
- e. En esas condiciones resulta difícil precisar en qué medida el Banco de España se está dejando llevar por el *temor a la especulación contra la peseta* y por el propósito de asegurar financiación al déficit de la balanza por cuenta corriente, como motivación de su política. En la medida en que el mercado sospeche que la peseta está apreciada, una reducción del diferencial de intereses desatará esa

especulación –como en octubre de 1989–, y evitarla puede exigir tipos de interés cada vez más altos y, por tanto, restricciones monetarias crecientes.

- 2) Una depreciación de la peseta resultaría *incapaz de devolver el equilibrio a la balanza comercial*, porque las demandas de exportaciones y de importaciones son poco sensibles a los precios (y, por tanto, al tipo de cambio). Y es verdad (cfr. Alonso, 1988; Ortega et al., 1989), pero ello no obsta para que la depreciación sea necesaria, si no se desea que todo el peso del ajuste recaiga sobre la demanda interna, con el consiguiente riesgo de una recesión³⁸.

Todo ello nos lleva a la conclusión de que la peseta está apreciada, en términos reales al menos, a finales de 1989, y que es deseable su depreciación como medio para ayudar a recuperar el equilibrio de la balanza corriente, en algún momento futuro, aunque a corto plazo el objetivo de la lucha contra la inflación debe ser prioritario. Y esto no es más que el reconocimiento de que la estabilidad de la peseta exige algo más que la convergencia de nuestras tasas de inflación con las de nuestros socios comunitarios.

Esto implica, a su vez, perder el miedo a la subida de precios provocada por la depreciación, porque los mercados financieros saben que ése es un fenómeno transitorio, de una sola vez, si no se valida con una política monetaria expansiva (como el Banco de España ha hecho, en ocasiones). Tampoco es previsible que los empresarios y sindicatos piensen que una depreciación anula sus ineficiencias y sus costes elevados, porque debe quedar claro que sirve para compensar una parte de la pérdida de competitividad pasada, y no toda. Otra cosa es que, en estos momentos, la negociación colectiva pueda plantearse sobre un IPC corregido por los efectos de la depreciación de la peseta, como sería de desear.

Resumen y conclusiones

La decisión de *luchar contra la inflación* como objetivo prioritario de la política monetaria española, hace ya algunos años, fue muy oportuna, y la existencia de dificultades en su puesta en práctica no debe, en modo alguno, llevarnos a cambiar ese objetivo, al menos por ahora.

Para su consecución, el Banco de España ha venido restringiendo el crecimiento monetario, elevando los tipos nominales de interés a corto plazo, con la esperanza de que esto *modere la demanda interna* (consumo e inversión). Pero ésta ha resultado muy poco sensible a dichos tipos: 1) porque los aumentos transitorios de los tipos a corto no se transmiten fácilmente a los tipos a largo; 2) por la situación de holgura de liquidez de las instituciones financieras, y 3) porque la demanda de bienes de consumo y de inversión se ve muy poco influida por el coste de los recursos, en la situación actual de la economía española.

La política monetaria restrictiva obliga, pues, a practicar *grandes elevaciones de tipos de interés, sin conseguir moderar suficientemente la demanda* (y lo ocurrido en 1987 puede servir de ejemplo). Ahora bien, esos altos tipos atraen capitales exteriores y producen una *apreciación de la peseta*, poniendo en marcha un segundo mecanismo de transmisión de la política monetaria.

³⁸ Además, como señalan Fernández y Sebastián (1989), el efecto del recalentamiento de la demanda interna sobre las importaciones parece ser pequeño.

La apreciación de la peseta es vista con agrado por la autoridad monetaria, que en algunos momentos parece haber confiado en ella como principal mecanismo antiinflacionario. Ahora bien, el banco central ha intentado evitar la apreciación de la peseta mediante *intervenciones masivas* (comprando divisas para abaratar la peseta), una medida no carente de dificultades. Porque contrarrestar la tendencia a la apreciación de la peseta es, en definitiva, *anular buena parte del mecanismo externo de transmisión de la política monetaria*, haciendo más problemática su efectividad. Al propio tiempo, la compra de moneda extranjera necesaria para evitar la apreciación de la peseta, cuando la política monetaria restrictiva ha venido durando muchos años y ha sido relativamente estricta, ha provocado una creación de liquidez muy elevada, que ha puesto en peligro el propio desarrollo del proceso de control.

Para evitarlo, el Banco de España ha debido acentuar la subida de tipos de interés y la restricción monetaria, en una especie de *círculo vicioso*. Y para romperlo ha recurrido, finalmente, a *controles de cambios* de diversa naturaleza, que han mostrado ser necesarios para que las intervenciones cambiarias fuesen útiles, pero, a la vez, insuficientes y de efectividad transitoria. En resumen, *la apreciación de la peseta ha sido inevitable*, por lo menos hasta la entrada de España en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) en junio de 1989.

En la fase actual de la economía española, a finales de 1989, con un déficit por cuenta corriente que es ya muy elevado, y que amenaza con superar las entradas de inversiones extranjeras y capitales a largo plazo, *la lucha contra la inflación como objetivo a largo plazo se suma a la reducción de la demanda interna, como objetivo a corto plazo*. En esas condiciones, las limitaciones de la política monetaria, señaladas antes, y las contradicciones planteadas por el conflicto entre dicha política y la de tipo de cambio, adquieren particular importancia.

El mantenimiento de una política cambiaria tendente a mantener la peseta dentro de la banda establecida carga todo el peso del ajuste en la reducción de la demanda interna y externa. Esto supone, de un lado, el agravamiento del déficit exterior, por la apreciación de la peseta, y de otro, un énfasis excesivo en la restricción del consumo y de la inversión privados, que puede llevar al país a una recesión. Se echa así en falta el apoyo de las otras dos políticas necesarias:

- 1) *La política fiscal*, que preocupada por otros objetivos (modernización del país, infraestructuras, servicios, redistribución), y deseosa de evitar los costes sociales y políticos a corto plazo de una restricción fiscal, ha dejado sola a la política monetaria.
- 2) *La política cambiaria*, que tras la entrada en el mecanismo de cambios del SME, ha dejado de ser un mecanismo corrector.

Aunque el objetivo de lucha contra la inflación debe ser prioritario, nuestra autoridad monetaria *debería permitir una depreciación de la peseta*. Esta parecía imposible, hace sólo unos meses, vista la fortaleza de nuestra moneda; pero en la actualidad vamos teniendo cada vez más evidencias de que *la peseta está demasiado apreciada*, y de que esto se debe al mantenimiento de los tipos de interés a un nivel excesivo, no sólo para combatir la inflación (como ocurría hasta hace poco), sino para favorecer la entrada de capitales a corto plazo –y esto con un doble fin: financiar el déficit por cuenta corriente y evitar los posibles movimientos especulativos contra la peseta.

Esto quiere decir que *la política de sostenimiento del tipo de cambio, llevada a ultranza, puede tener efectos negativos* que superen a los positivos. A largo plazo puede ser muy deseable tener tipos de cambio fijos con nuestros socios europeos –al menos esto es lo que sostienen nuestras

autoridades, y no pretendo yo discutirlo ahora. Pero a corto plazo, *ésta puede ser una política subóptima*, porque, como he señalado, reduce la eficacia de la política monetaria (que ha tenido que acudir a una restricción cuantitativa del crédito, como medida de última instancia) y porque pone todo el peso del ajuste sobre la contención de la demanda interna, con el consiguiente riesgo de una recesión.

Se podrá objetar que esto no tiene fácil solución, porque la peseta está ya dentro del SME. Es verdad: el coste político de pedir ahora la salida, aunque sea temporal, resultaría demasiado grande para el Gobierno. No obstante, cabe *jugar más decididamente con el margen de libertad que nos deja la banda del 6%* que se nos concedió en junio de 1989, llegando, si es preciso, a *provocar una futura revisión de paridades* si, como parece, el tipo de cambio de equilibrio de la peseta no está en los alrededores de la paridad central actual. Y, por supuesto, se debe *utilizar también la política fiscal* para el objetivo actual de moderar el déficit exterior, renunciando a otras metas, por atractivas que sean para el Gobierno.

A largo plazo, el problema de un tipo de cambio fijado a un nivel inadecuado, que restrinja la competitividad de la economía española, puede ser muy grave, como muestran repetidos acontecimientos históricos, en nuestro país y en otros. Todas las virtudes de los tipos de cambio fijos no nos deben hacer olvidar que, *de vez en cuando, los países necesitan un ajuste de paridades* para corregir los efectos de perturbaciones externas, como el desmantelamiento de nuestras protecciones arancelarias (y de otras medidas de política comercial).

Por otro lado, nuestro juicio de la política monetaria española en la década de los ochenta no puede ser del todo positivo. *No fue todo lo contractiva que debió ser* (hasta el verano de 1989), por someterse al tipo de cambio y por la falta de apoyo de la política fiscal, hasta el punto de no llegar a impedir un crecimiento excesivo de la demanda interna. Esto pudo estar justificado en los últimos meses de 1987 y primeros de 1988, cuando no se conocía la importancia de los efectos del *crash* bursátil de octubre de 1987, pero es un claro déficit de la política monetaria a partir del verano de 1988. Ha resultado, además, una política a ratos *vacilante, demasiado intervencionista y perturbadora, que ha seguido objetivos incompatibles, se ha dejado llevar por la falacia del corto plazo y ha creado expectativas inadecuadas* en los mercados financieros y cambiarios.

Siguen pues en vigor las recomendaciones tradicionales de que la política monetaria persiga objetivos a largo plazo, se centre en la lucha contra la inflación, no busque la modificación de los tipos de interés y se ponga en práctica con suavidad y constancia. Otros participantes en este seminario han aportado parecidas sugerencias. Ojalá que la experiencia del decenio de los ochenta sirva para mejorar decisivamente el diseño y la implementación de la política monetaria en España.

Apéndice

Política monetaria y cambiaria, 1983-1989

El objeto de este Apéndice es ofrecer un resumen de la evolución de la política monetaria y cambiaria española desde 1983³⁹.

1983: de la devaluación a la restricción monetaria

La primera acción del gobierno socialista resultante de las elecciones de octubre de 1982 fue la *devaluación* de la peseta en un 8%, el 6 de diciembre. Una política monetaria excesivamente expansiva, un creciente déficit por cuenta corriente, la inactividad de un gobierno débil y la natural incertidumbre ante las elecciones, habían provocado una intensa especulación contra la peseta. La devaluación⁴⁰ restauró la normalidad, por lo menos durante unas semanas.

La conclusión que la autoridad monetaria extrajo de ese episodio fue que una política monetaria expansiva no es adecuada para impulsar el sector real (Banco de España, 1984, pág. 117)⁴¹. De ahí que se propusiese como *objetivo* último para 1983 corregir los desequilibrios monetarios, interiores y exteriores (Banco de España, 1984, pág. 117), mediante una banda de crecimiento del objetivo intermedio –las disponibilidades líquidas, M3– del 11-15% (14-18%, en términos de activos líquidos en manos del público, ALP).

La realidad fue, sin embargo, que el *crecimiento monetario siguió siendo excesivo* en el primer trimestre del año. El Banco de España supuso que se enfrentaba con una elevada demanda de liquidez provocada por la devaluación, que convenía acomodar (Banco de España, 1984, pág. 119), a pesar de la recomendación, contenida ya en los libros de texto, de que una devaluación se debe acompañar siempre de una política monetaria contractiva. El resultado fue una intensa especulación contra la peseta, ante lo que parecía una política de signo contrario al esperado, que obligó a cuantiosas intervenciones del banco emisor, cuyas reservas se redujeron en 1.432 millones de dólares⁴².

A partir de *abril*, la política monetaria fue *menos expansiva*: se elevó el tipo de interés de las subastas de préstamos, se moderó la creación de activos de caja y se elevó en un punto el coeficiente de depósitos obligatorios (que a la sazón completaba la labor del coeficiente de caja). Con todo, la situación de liquidez siguió siendo holgada (Banco de España, 1984, pág. 119), y continuó la presión depreciadora sobre la peseta –y la reducción de las reservas: 406 millones de dólares en el segundo trimestre.

La política se alteró sustancialmente a *comienzos del verano*: el banco central moderó aún más el crecimiento monetario, recomendó a las instituciones financieras la suspensión de la creación de activos líquidos sustitutivos del dinero, y elevó los tipos de interés, superando el

³⁹ Se trata de una continuación de Argandoña (1986).

⁴⁰ Técnicamente se trataba de una revisión del tipo de cambio de intervención del Banco de España, ya que la peseta estaba oficialmente en flotación.

⁴¹ Cfr. Argandoña (1985, 1987b, 1987c, 1987d) sobre la evolución de la concepción y ejecución de la política monetaria en España.

⁴² El entorno internacional propiciaba esa especulación, pues se esperaba un reajuste de paridades en el Sistema Monetario Europeo (SME), que tuvo lugar en marzo. En esas condiciones, una política monetaria poco firme no pudo evitar la especulación contraria. Téngase en cuenta que el gobierno socialista francés había llevado al franco a una situación de debilidad sostenida, y parece que el mercado daba el mismo tratamiento a la política del gobierno socialista español, cuyos primeros pasos no eran suficientemente claros.

interbancario el 22%. Esto cambió radicalmente el panorama de las expectativas sobre la peseta. Con todo, el mantenimiento de la tendencia expansiva de la liquidez movió al Banco de España a la adopción de nuevas medidas restrictivas –incluyendo una elevación del coeficiente de caja–, con lo que el tipo interbancario alcanzó el 24%. En la disyuntiva entre dejar apreciar la peseta, como reclamaba el diferencial de intereses, o intervenir en el mercado de cambios, el Banco de España optó por la segunda solución, suponiendo que el fenómeno era transitorio. El resultado fue una ligera apreciación frente a las monedas comunitarias y una depreciación intensa frente al dólar, que en aquellos momentos estaba en su fase de escalada (Banco de España, 1984, pág. 45).

La depreciación de la *peseta*, dominante en buena parte del año, acabó dejando sentir sus efectos sobre la balanza por cuenta corriente, lográndose un crecimiento de las exportaciones no energéticas del 5% en términos reales, y de un 7,6% en las de bienes y servicios, a pesar del estancamiento de los mercados exteriores. Las importaciones se moderaron hasta un 3,7% real –0,6% las de bienes y servicios (Banco de España, 1984, págs. 81-87). Las entradas de capitales se moderaron a lo largo del año, por el menor déficit corriente; hubo un aumento de las inversiones extranjeras en España y una reducción de los créditos y préstamos exteriores (Banco de España, 1984, págs. 208-211).

Los *tipos de interés* de los mercados monetarios crecieron fuertemente a lo largo del año, al compás de las medidas restrictivas, alcanzando su máximo en agosto y reduciéndose después. Los mercados de crédito mostraron también alzas en los tipos, aunque con retraso y en menor cuantía, tanto por la tensión de liquidez como por el elevado endeudamiento de las Administraciones públicas⁴³, pues la demanda de crédito por el sector privado fue moderada. El diferencial de intereses con el exterior creció a lo largo de 1983, provocando la apreciación de la peseta, ya señalada (Banco de España, 1984, pág. 159).

1984: nuevos procedimientos de control monetario

La política monetaria diseñada para 1984 pretendía seguir contribuyendo a *la reducción de los desequilibrios internos y externos* (Banco de España, 1985, pág. 121): de hecho, éste es un objetivo genérico, que la autoridad monetaria suele formular cada año, con independencia de su actuación posterior. En 1984 añadía que se trataba con ello de poner a la economía española en condiciones de disfrutar de un crecimiento sostenido, aprovechando la fase de expansión de la economía internacional.

El año comenzó con una profunda modificación del *mecanismo de control monetario*: el objetivo intermedio pasó a ser el crecimiento de los ALP; el coeficiente de caja se aplicó a un conjunto más amplio de pasivos y de instituciones, al tiempo que se elevaba su nivel, y se diseñó *un nuevo sistema de financiación del sector público*, que sustituía el recurso al Banco de España por la emisión de pasivos a corto del Tesoro, que el Banco de España utilizaría también para sus operaciones de mercado abierto.

Los primeros meses del año fueron relativamente contractivos, desde el punto de vista monetario, tanto por la incertidumbre de las autoridades sobre los efectos de la aplicación de los nuevos

⁴³ Es posible que los temores de monetización del elevado déficit público impulsasen al alza las expectativas de inflación y, con ellas, los tipos nominales de interés. El déficit se financió principalmente por recurso al Banco de España, a quien correspondió la dura tarea de drenar liquidez mediante la emisión de sus propios pasivos (certificados de regulación monetaria).

procedimientos de control, como, sobre todo, por la *actitud cauta de las instituciones financieras*, que guardaron elevados niveles de liquidez para hacer frente a las contingencias que podían derivarse de aquellas novedades. Aunque el sector público y el sector exterior contribuyeron positivamente a la creación de dinero, ésta fue moderada, y los tipos de interés también bajos, hasta mediados de año, en que la normalidad volvió a los mercados. El crecimiento de los ALP fue alto en junio y julio (permitiéndolo el Banco de España) y moderado después. Los *tipos de interés* de los mercados monetarios bajaron después del verano, favorecidos, en primer lugar, por una cierta holgura monetaria –el crecimiento de los ALP fue del 13,4%, en la parte alta de la banda (10,5-14,5%) fijada como objetivo intermedio para el año–, y, en segundo lugar, por la menor demanda de crédito por el sector público –el aumento del crédito al sector privado a lo largo del año fue poco importante (Banco de España, 1985, pág. 14).

La fase alcista de tipos de interés de 1983 no volvió a reproducirse en 1984; los tipos de los mercados monetarios continuaron bajando desde el otoño de 1983, en tanto que otros demoraron el cambio de tendencia hasta principios de 1984. La holgura de liquidez, la nueva forma de financiación del déficit público y el funcionamiento regular del nuevo procedimiento de control desde mediados de año, explican la suavización de los tipos, que era una de las preocupaciones del Banco de España. De todos modos, los resultados no fueron tan favorables como se esperaba, pues la reducción de las expectativas de inflación mantuvo altos los intereses reales, al tiempo que la caída de los tipos exteriores mantenía elevado –aunque decreciente, en buena parte del año– el diferencial descubierto.

Desde otro punto de vista, el ahorro nacional se recuperó sensiblemente, debido a la reducción del déficit público (cinco décimas, en porcentaje del PIB) y al crecimiento del ahorro de las empresas (ligado a un margen de explotación en aumento). La formación de capital no creció (en términos relativos), de modo que hubo un excedente en *cuenta corriente* que, con tipos de interés a la baja en el resto del mundo, explica la caída de los tipos interiores.

Tanto el diferencial de intereses en favor de España como el superávit por cuenta corriente y la abundancia de financiación, explican la presión apreciadora sobre la *peseta*, que el Banco de España intentó moderar mediante intensas intervenciones, que elevaron las reservas en 4.560 millones de dólares a lo largo del año. Pese a ellas, la apreciación fue del 2,3% en términos del tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados, elevándose al 6% en términos reales, con el índice de precios de consumo (9% frente a la CEE) (Banco de España, 1985, págs. 21 y 113).

Todo lo anterior puede interpretarse también, desde el superávit por cuenta corriente (2,2% del PIB) y la abundante entrada de capitales. La depreciación de la peseta en 1983 (alta en la primera mitad, menor en la segunda y en los primeros meses de 1984), el crecimiento del comercio mundial y la baja demanda interior, explican el comportamiento expansivo de las exportaciones y el moderado de las importaciones. Las inversiones extranjeras en España volvieron a crecer sustancialmente, reflejando unas expectativas optimistas acerca del futuro de nuestra economía. Hubo asimismo un recurso abundante a los capitales exteriores en la primera mitad del año: las restricciones crediticias impuestas por la banca en tanto se despejara la incertidumbre creada por el nuevo proceso de control monetario, los elevados –aunque decrecientes– tipos de interés y las expectativas de apreciación de la peseta, fomentaron el recurso de las empresas españolas a los mercados financieros exteriores (en la segunda mitad, el mecanismo funcionó más bien en sentido contrario, pero con menor intensidad).

1985: la recuperación de la actividad económica

La política monetaria anunciada para 1985 repetía el *objetivo de moderar la inflación*, aunque en la práctica resultó ser relativamente holgada (para reducir los tipos de interés y moderar las presiones apreciadoras de la peseta) y flexible –debido a las incertidumbres creadas por los desplazamientos entre activos financieros y por el anuncio de la inmediata adhesión española a las Comunidades Económicas Europeas, CEE (Banco de España, 1986, pág. 24). Es probable que esto sea sólo una racionalización de la actitud, muy arraigada en nuestras autoridades, de *practicar una política monetaria ligeramente expansiva cuando no hay síntomas de crecimiento de la inflación o de deterioro de la posición exterior* (Argandoña, 1985, 1987c y 1987d)⁴⁴.

En la primera mitad del año, el *crecimiento monetario* (17,2%) estuvo por encima de la banda de objetivos de los ALP (11,5-14,5%). De alguna manera se pretendía facilitar la liquidez que la economía solicitaba (Banco de España, 1986, pág. 109), pues en la óptica del Banco de España, un aumento de la demanda de dinero, si está motivada por un mayor crecimiento del PIB, puede y debe acomodarse, para no poner en peligro la expansión, tan deseada en 1984, sin crear inflación adicional (el hecho de que el crecimiento monetario manifieste sus efectos con retraso nunca ha supuesto un serio motivo de preocupación para la autoridad monetaria: cfr. Argandoña, 1987d). El resultado fue una ligera caída de los tipos de interés, que redujo el diferencial con el exterior y la entrada de capitales y alentó las devoluciones de créditos.

Pero no es de extrañar que, al final del primer trimestre, el crecimiento monetario resultase *excesivo*, con un repunte de la inflación y de las expectativas de depreciación de la peseta, que llevaron al Banco de España a poner fin a la expansión y a aumentar los tipos de interés de las subastas de préstamos. Los tipos de interés interbancarios subieron (también por la mayor demanda de crédito de las Administraciones públicas y del sector privado, el cual estaba sustituyendo financiación externa por fondos internos), así como el diferencial (los tipos de interés estaban bajando fuera), apreciándose de nuevo la peseta, reapareciendo las entradas de capitales y reduciéndose la amortización de créditos exteriores.

En el segundo semestre, los ALP crecieron por debajo de la senda de objetivos, a un 9,3% anual, no tanto por la restricción monetaria practicada por el Banco de España como por la reducción de la demanda privada y pública de crédito, de modo que los tipos de interés volvieron a moderarse, hasta fin de año, en que la política volvió a endurecerse, ante las expectativas de aumento de la demanda interna y de empuje de la inflación por la entrada en vigor del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en enero de 1986. En esos meses se desató una cierta especulación contra la *peseta*, ante la expectativa de depreciación por el inmediato acceso a la Comunidad. El Banco de España resistió esas presiones comprando pesetas y endureciendo su política monetaria; después de enero de 1986, ese episodio de debilidad desapareció.

El objetivo de la política cambiaria para 1985 *era estabilizar el tipo nominal* frente a los países desarrollados. De hecho, el año acabó con una ligera depreciación del tipo real (1,6%, tomando el índice de precios de consumo), que fue sensiblemente mayor ante la CEE -5,7% (Banco de España, 1986, pág. 107). Como queda dicho, la peseta se apreció en la primera mitad del año ante las monedas europeas, con un dólar fuerte, y se depreció en la segunda mitad, cuando el dólar perdió fuerza. El Banco de España, como es habitual, intervino comprando moneda extranjera cuando la

⁴⁴ A pesar de la afirmación de que la política monetaria debe ganar en credibilidad para luchar contra la inflación y, por tanto, no debe usarse directamente para fomentar el crecimiento (Banco de España, 1986, pág. 104).

peseta tendía a apreciarse, pero no se opuso a la ligera depreciación frente a la CEE desde septiembre, con vistas a unas mejores condiciones competitivas para después de la adhesión.

La *balanza por cuenta corriente* volvió a mostrar superávit (1,7% del PIB). Las exportaciones tuvieron un crecimiento moderado, por la desaceleración de la economía mundial, la pérdida de competitividad acumulada a lo largo de 1984 y un ligero retroceso del turismo, en tanto que las importaciones pulsaron con fuerza, por la recuperación de la actividad económica desde el segundo trimestre. Con todo, la mejora de la relación real de intercambio (baja de precios de materias primas, sobre todo petróleo, y depreciación del dólar en la segunda mitad del año) jugó un papel muy importante en ese superávit (Banco de España, 1986, pág. 25).

Desde otro punto de vista, las familias y empresas tuvieron un fuerte superávit de financiación, que cubrió el déficit de las Administraciones públicas (7% del PIB) y permitió disfrutar de un superávit por cuenta corriente. Las inversiones extranjeras volvieron a crecer fuertemente (alrededor de un 30%), atraídas por la mejoría en la actividad económica y por las expectativas abiertas por la inminente entrada en la CEE. En cuanto a los préstamos y créditos exteriores, presentaron un signo negativo: las expectativas de apreciación de la peseta respecto del dólar y la caída de los tipos de interés interiores (en la segunda mitad del año), provocaron la sustitución de financiación externa por interna, que la autoridad monetaria alentó (Banco de España, 1986, pág. 129).

1986: los riesgos de la política permisiva

El año 1986 empezó con la *entrada en vigor del Tratado de Adhesión de España a la CEE* y con el *nuevo IVA*. Una vez más, la política monetaria se planteó con cierta dosis de flexibilidad, por la incertidumbre provocada por los desplazamientos de activos que se esperaban (propiciados por la ley de mayo de 1985 que regulaba el tratamiento fiscal de los activos financieros), así como por el impacto inflacionista del IVA, que el Banco de España optó por acomodar, dado su carácter transitorio (Banco de España, 1987, pág. 97), una vez más contra la ortodoxia monetaria. El objetivo para el año era *mantener la disciplina en el proceso de creación de liquidez*, para preservar los ajustes realizados y sentar las bases para un aumento de la demanda que propiciase un crecimiento sostenido de la producción (Banco de España, 1987, pág. 97): en definitiva, reducir los tipos de interés siempre que lo permitiese la evolución de la inflación y de la peseta (el Banco de España esperaba conseguir esa reducción de los tipos de interés gracias a la caída de la tasa de inflación esperada, la cual, a su vez, reflejaba la credibilidad de una política monetaria no expansiva y la mejora de la relación real de intercambio) (Banco de España, 1987, pág. 99).

El *objetivo intermedio* se estableció en un crecimiento de los ALP entre el 9,5 y el 12,5%; se esperaba una demanda de crédito por el sector público aún elevada (21% de incremento) y una mayor actividad privada que, no obstante, tendría una traducción reducida en el crecimiento del crédito demandado por el sector privado (7,5%). El resultado final (11,4% de aumento de los ALP) sugiere una moderación de la liquidez que no fue, de hecho, regular a lo largo del año: junto a fases de excesivo crecimiento monetario se sucedieron otras de contracción; a juicio del banco emisor, *el conjunto fue demasiado expansivo* (Banco de España, 1987, pág. 102), lo cual no es de extrañar dada la política seguida.

El Banco de España adoptó una actitud cauta, a fin de *evitar oscilaciones bruscas en los tipos de interés* y acomodar tanto el efecto del IVA (que se esperaba fuese de unos dos puntos) en el índice de precios de consumo, IPC, como los desplazamientos entre activos financieros (Banco de España, 1987, págs. 102-104). Ello provocó un crecimiento excesivo de los ALP (16%) en el primer semestre. De hecho, la autoridad monetaria tuvo dificultades de control del agregado

elegido, por los desplazamientos de pasivos citados; pero las causas últimas del desbordamiento fueron el intento de reducir los tipos de interés (aprovechando que la implantación del IVA había ejercido un impacto inflacionista no superior al previsto), el propósito de acomodar las presiones de apreciación de la peseta y el deseo de mantener el dinamismo del crédito al sector privado (Banco de España, 1987, págs. 104-105): una *política pasiva*, en suma, que validaba los incrementos de demanda mediante expansiones monetarias, como es bien sabido que ocurre cuando se trata de mantener los tipos de interés ante una demanda creciente y una inflación alta.

Como es obvio, la creación de liquidez así resultante resultó excesiva, y aparecieron "nuevas tensiones alcistas de precios" al comienzo del verano (Banco de España, 1987, pág. 105), por lo que la autoridad monetaria elevó de nuevo sus tipos de interés y moderó el crecimiento de los ALP, dejándolo en un 0,9% (tasa anual) en julio y agosto; la peseta acentuó la tendencia a la apreciación que había sufrido en los meses anteriores. A partir de septiembre, el crecimiento monetario volvió a un ritmo normal (10,4% en promedio hasta fin de año, con una cierta aceleración en diciembre). No obstante, también esa política era holgada, dada la reducción en la demanda de ALP que se estaba observando (por desplazamiento del público hacia otros activos financieros).

El juicio final de la política monetaria en 1986 es, incluso para nuestro banco central, negativo: la actitud pragmática, que intentó minimizar las oscilaciones de los tipos de interés y reducir su nivel, acabó siendo demasiado expansiva (Banco de España, 1987, pág. 107).

Lo ocurrido en los mercados cambiarios es un reflejo de todo lo anterior. El objetivo era, una vez más, *mantener estable el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta* –ahora frente a la CEE–, lo que suponía conceder una cierta apreciación en términos reales; para conseguirlo se contaba con la necesidad de llevar a cabo cuantiosas intervenciones, que se esperaba facilitar mediante el estímulo a la devolución de créditos exteriores y la liberalización de las inversiones españolas en el exterior. En los ocho primeros meses, la presión apreciadora fue muy fuerte, como también lo fueron la amortización anticipada de préstamos y la compra de moneda extranjera por el banco emisor; a partir de septiembre se intentó provocar una cierta depreciación de la peseta, a la que el mercado se resistía. En el conjunto del año hubo una apreciación del 4,1% frente a la CEE (6,1% hasta septiembre, 2% desde octubre).

La apreciación de la peseta se explica también por el superávit de la *balanza por cuenta corriente*. Las exportaciones mejoraron poco, por el fuerte crecimiento interno, la debilidad de la demanda externa, la pérdida de protección ante la CEE y la apreciación real de la peseta. Las importaciones también crecieron notablemente, por las mismas causas. Afortunadamente, la relación real de intercambio mejoró considerablemente (caída del dólar, abaratamiento del petróleo), y el año turístico fue bueno, por lo que el resultado final fue un superávit por cuenta corriente del 1,8% del PIB. Las inversiones extranjeras siguieron mostrando un elevado crecimiento, y aunque los créditos exteriores se redujeron (sobre todo en la primera parte del año) por la amortización anticipada de la deuda y por la relativa holgura de liquidez interna, el resultado final fue un fuerte aumento de las reservas.

Desde otro punto de vista, el saldo corriente citado resulta de un aumento importante del ahorro de familias y empresas, acompañado de un aumento menor de sus inversiones (de lo que resulta un menor excedente neto de financiación), y de una reducción de las necesidades de financiación de las Administraciones públicas.

1987: un año turbulento

La ligera aceleración del crecimiento de los agregados monetarios a finales de 1986 llevó a las autoridades a *una formulación estricta y rigurosa de la senda de objetivos* de crecimiento de los ALP para 1987 (6,5-9,5%), con el propósito, una vez más, de contribuir a reducir la inflación (Banco de España, 1988, pág. 69)⁴⁵. Sin embargo, el crecimiento final fue del 14,2%, muy por encima del máximo previsto, en medio de importantes *problemas en la instrumentación* de la política monetaria, de dificultades crecientes para interpretar el significado de los cambios en la variable objetivo intermedio, de frecuentes conflictos con la política cambiaria y de grandes subidas de tipos de interés.

La ligera aceleración de la tasa de crecimiento de los ALP a finales de 1986 llevó al banco emisor a provocar una *subida de tipos de interés* que, sin embargo, no desalentó aquel crecimiento. El Banco de España intensificó, en sucesivas etapas, sus esfuerzos de control, acentuando la *elevación de los tipos*, pero sin conseguir resultados sensibles hasta bien entrado el año. En esa evolución convergieron diversos acontecimientos: las entidades financieras tardaron en traducir las subidas de tipos a corto en subidas de tipos a largo y en practicar una rigurosa restricción del crédito, porque la demanda privada estaba creciendo a buen ritmo y la creación de liquidez había sido holgada hasta ese momento. El Tesoro demoró sus emisiones de deuda, a la vista de los altos tipos de interés, y recurrió al Banco de España, obligando a éste a practicar un control monetario mucho más estricto. La inversión de la curva de rendimientos favoreció operaciones de endeudamiento privado a largo y colocación a corto, que también incrementaron la demanda de crédito. Los tipos de interés elevados atraeron capitales exteriores, obligando al Banco de España a cuantiosas intervenciones que, al tratar de esterilizar, volvían a generar nuevas subidas de tipos.

El resultado fue un crecimiento monetario excesivo, una fuerte elevación de los tipos de interés de los mercados monetarios, un gran crecimiento de las reservas y una sensación de *pérdida de control del proceso*, que acabó a mitad del año, cuando el Banco de España permitió un mayor crecimiento de la liquidez. Los tipos de interés bajaron con rapidez, y la introducción de las letras del Tesoro como nuevo instrumento de financiación del sector público –y de gestión de la liquidez por el Banco de España– facilitó el ajuste a partir de junio.

En 1987, la política cambiaria tenía como *objetivo evitar la apreciación de la peseta* frente a la CEE, que se esperaba resultaría de la mejora en la relación real de intercambio y de las cuantiosas entradas de capitales que estaban teniendo lugar tras la entrada de España en la Comunidad. Esa apreciación se veía como transitoria, pero, por otro lado, se temía pudiese generar alteraciones en la asignación de recursos, cuyos efectos nocivos podrían durar mucho tiempo; de ahí que se tratase de evitar. Pero dado el tono restrictivo de la política monetaria, esa meta sólo podía lograrse mediante el recurso a las intervenciones esterilizadas en el mercado de divisas, así como por las sucesivas medidas de control de cambios que se fueron adoptando, y que resultaron infructuosas.

⁴⁵ De todos modos, cuando el Banco de España explica cuáles fueron sus objetivos para los primeros meses del año, menciona la depreciación de la peseta, a fin de recuperar la competitividad perdida en los años anteriores (Banco de España, 1988, págs. 86-87). En el contexto de tipos de interés al alza, esto sólo podía lograrse, obviamente, mediante intervenciones, o renunciando a la política monetaria restrictiva. Y es muy probable que la autoridad monetaria contase con la posibilidad de reducir pronto aquellos tipos, a fin de favorecer la depreciación.

De hecho, la peseta acabó el año sin apenas perder competitividad real frente a la CEE, y con una apreciación del 13% frente al dólar. Las entradas de capitales fueron muy cuantiosas, atraídas por el elevado diferencial de intereses (que llegó a 15 puntos) y por la fortaleza de la peseta. La intervención del Banco de España, que se materializó en un aumento de las reservas por valor de 14.170 millones de dólares, contribuyó también a la especulación, al alejar las expectativas de depreciación.

A partir de *junio*, los tipos de interés en España descendieron, pero no por ello se redujo la presión sobre la peseta, cuyo tipo de cambio estaba ahora claramente infravalorado. En octubre, el Banco de España acentuó la aproximación de nuestros tipos de interés a los exteriores y aceptó una mayor apreciación de la peseta. Pero la caída de las bolsas en dicho mes cambió radicalmente el panorama: la salida de capitales y la reducción de tipos de interés invirtieron el signo de la presión sobre la peseta, obligando al Banco de España a llevar a cabo compras masivas de pesetas hasta fin de año, al tiempo que se retiraban algunas de las medidas de control de cambios.

La *balanza corriente* volvió a mostrar superávit, favorecida una vez más por la mejora de la relación real de intercambio $-3,3\%$ en 1987, que se sumaba a un $16,4\%$ en 1986 y un $2,4\%$ en 1985 (Banco de España, 1988, pág. 31). A ese superávit se sumaron las inversiones extranjeras, que continuaron llegando en gran volumen, atraídas por la rentabilidad de la economía española y por la apreciación de la peseta (la caída de la bolsa provocó una salida importante de inversiones en cartera, pero no afectó sustancialmente al resto de partidas). En cuanto a los créditos y préstamos, las especiales condiciones financieras internas desalentaron la devolución de créditos y animaron el endeudamiento en el exterior; también los bancos contribuyeron a la aportación de capitales especulativos.

1988: la reaparición del déficit exterior

La crisis bursátil de octubre de 1987 había acentuado las expectativas de un menor crecimiento del producto y de una moderación de la inflación, no sólo en España, sino en todos los países occidentales. El Banco de España esperaba, pues, *poder continuar reduciendo los tipos de interés, sin necesidad de renunciar a la moderación de los precios*. Por otro lado, las experiencias de 1987 ponían serios interrogantes sobre el contenido informativo de los agregados monetarios y sobre la eficacia del mecanismo de control vía tipos de interés, que habían provocado la entrada de capitales especulativos y la presión apreciadora de la peseta. Todo ello iba a condicionar la política monetaria de 1988.

El *objetivo intermedio* se estableció en un crecimiento anual de los ALP del 8-11%, sin senda de referencia ni reacción automática a las desviaciones, lo que suponía la máxima discrecionalidad en la gestión de la liquidez, a la vista de un conjunto de indicadores que incluía los tipos de interés y de cambio, otros agregados monetarios (M2), etc. (Banco de España, 1989a, págs. 71-73).

Los desarrollos de los primeros meses estuvieron presididos, una vez más, por el *conflicto de la política monetaria establecida con los tipos de cambio*. A principios de año volvieron a presentarse tensiones apreciadoras sobre la peseta y fuertes entradas de capitales, pese a la reducción del diferencial de tipos de intereses. El Banco de España siguió practicando la política esperada, de reducción gradual de los tipos españoles, apoyándola con cuantiosas intervenciones, sin que se redujese la entrada de capitales.

Hacia mayo, el panorama internacional empezó a cambiar. El fantasma de la recesión anunciado por la crisis bursátil de octubre de 1987 había desaparecido; las economías occidentales se encontraron en un proceso de *reactivación*, al que no fueron ajenas las expansiones monetarias provocadas para paliar los efectos de la crisis. Los tipos de interés exteriores empezaron a subir, la presión sobre la peseta y las intervenciones del Banco de España se moderaron, y se consiguió que el crecimiento de los ALP volviese a la banda prevista.

Pero la reactivación llevaba consigo la *aceleración de la inflación*, como se puso de manifiesto a finales del verano. Uno tras otro, los bancos centrales empezaron a subir sus tipos de interés y a moderar su crecimiento monetario; en España, el crédito al sector privado provocó un nuevo crecimiento excesivo de los ALP, y la autoridad monetaria cambió el signo de su política, mediante las subidas de los tipos de interés y del coeficiente de caja, junto con nuevas acciones de control de cambios. Con todo, las instituciones financieras disfrutaban de una situación de holgura financiera que les permitía una generosa oferta de crédito; la política de mercado abierto conseguía, a lo más, desplazar de una decena a otra los excedentes de liquidez.

A principios de 1988, la autoridad monetaria cambió los criterios de intervención del Banco de España en los mercados de divisas, dejando un mayor margen a los hacedores de mercado y reduciendo las compras y ventas diarias, que pasaron a ser ocasionales y no continuas. La intervención fue, pues, más distendida, permitiendo mayores oscilaciones de la peseta. El objetivo cambiario seguía siendo *evitar la apreciación ante la CEE* (Banco de España, 1989a, pág. 88), y una vez más chocó con la política monetaria, provocando tensiones apreciadoras y entradas de capitales especulativos, que el banco emisor trató de moderar con intervenciones esterilizadas y recurso a los mecanismos de control de cambios.

Los *tipos de interés* venían descendiendo desde el verano de 1987, estabilizándose a mediados de 1988 y aumentando después, al compás de la política ya apuntada. El diferencial con el exterior, que se venía reduciendo desde mediados de 1987, volvió a aumentar a partir del otoño de 1988.

La *cuenta corriente* cambió de signo y fue deficitaria. Las importaciones siguieron su fuerte progresión, impulsadas por la pérdida de competitividad de la peseta (tras varios años de apreciación), así como por la aceleración del crecimiento interno. Las exportaciones continuaron su recuperación, reflejando de un lado la reactivación de las economías occidentales y, de otro, nuestra pérdida de competitividad. El turismo se desaceleró.

La balanza de capitales siguió mostrando un signo claramente positivo, con un fuerte crecimiento de las inversiones directas y en inmuebles, en tanto que las inversiones en cartera acusaban el efecto de la crisis bursátil de octubre de 1987 (aunque hubo importantes compras de letras del Tesoro por no residentes, dada su elevada rentabilidad). Los préstamos exteriores continuaron su progresión, a pesar de las crecientes restricciones introducidas, y también los bancos contribuyeron a traer abundantes capitales especulativos. El resultado final fue un aumento importante de las reservas de divisas.

1989: la peseta en el SME

El año 1989 empezó con la *expectativa de un crecimiento elevado, empujado por la demanda interna, y de una inflación creciente*, fenómenos que se remontan a mediados del año anterior, como queda dicho. El objetivo señalado (6,5-9,5%) para el aumento de los ALP (Banco de España, 1989b, pág. 10) se vio ampliamente desbordado desde el principio, debido a una demanda de crédito privado muy fuerte.

Las medidas tomadas por el Banco de España siguieron la línea del año anterior, con elevaciones de tipos de interés que no desanimaron la demanda de crédito privado, pero que alentaron entradas especulativas de capitales. A finales de enero de 1989, el Banco de España elevó el coeficiente de caja y adoptó nuevas medidas de control de los capitales exteriores a corto plazo; el efecto sobre la creación interna de dinero fue pequeño, y el freno a la entrada de capitales duró sólo hasta abril (Banco de España, 1989c, pág. 42).

El 19 de junio, la peseta entró en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME), después de unos días de ligera depreciación; el efecto inmediato fue reforzar la moneda, al eliminar las expectativas de depreciación. A lo largo del verano, los tipos de interés crecieron fuera, y el Banco de España mantuvo el diferencial, hasta unas semanas antes de las elecciones de octubre, en que ese diferencial se redujo. Esto, unido a rumores de reajuste de paridades en el SME, llevó a una venta especulativa de pesetas a la que el Banco de España se resistió: en primer lugar, para abortar desde el principio cualquier expectativa de debilidad de la peseta, por considerar que esto pondría en peligro la financiación del déficit por cuenta corriente; y en segundo lugar, por el efecto inflacionista de la depreciación. Las declaraciones de la autoridad monetaria y la venta de moneda extranjera acabaron con una nueva subida de los tipos de interés, que puso fin al episodio, pasadas las elecciones del 29 de octubre.

Entre tanto, visto el fracaso de los procedimientos de control empleados hasta el momento, el Banco de España puso en práctica en el mes de julio una nueva medida: la fijación de *un tope al crecimiento del crédito de los bancos* (Banco de España, 1989d, pág. 34). Su efecto, al ser aplicada con fortaleza, fue contundente: los ALP bajaron pronto hasta la banda de objetivos propuesta, y el crédito interno se moderó.

La *balanza corriente* ha mostrado en 1989 un déficit elevado y creciente, alentada por unas importaciones muy dinámicas, unas exportaciones moderadas y un mal año turístico. Pero ha continuado la fuerte entrada de capitales, que ha permitido financiar holgadamente el déficit corriente y aumentar las reservas. En concreto, las inversiones en cartera han vuelto a crecer a tasas elevadas (hasta la caída bursátil de octubre) y las compras de activos públicos por extranjeros han sido elevadas, en tanto que los créditos exteriores han sido menores, por los controles establecidos.

A finales de noviembre, la debilidad de la peseta se ha acentuado, ante la fortaleza del marco. Por esta razón se ha suprimido una de las medidas de control de capitales especulativos (en concreto, el depósito del 20% para las posiciones en divisas de la banca). No obstante, las expectativas son de mantenimiento de la restricción monetaria, al menos hasta bien entrado 1990, con tipos de interés elevados y una peseta fuerte.

Referencias

- Alonso, J. A. (1988), “El sector exterior”, en J. L. García Delgado (ed.), Espasa Calpe, Madrid.
- Argandoña, A. (1985), “La política monetaria española, 1973-1984. Aportaciones a un debate pendiente”, *Información Comercial Española*, enero-febrero, págs. 617-618, reproducido parcialmente en Argandoña (1987a), cap. 2.
- Argandoña, A. (1986), “Política de tipo de cambio y política monetaria en España, 1974-1985”, *Información Comercial Española*, 639, noviembre, reproducido en Argandoña (1987a), cap. 3.
- Argandoña, A. (1987a), “Ensayos sobre política monetaria española”, Orbis, Barcelona.
- Argandoña, A. (1987b), “Análisis económico y política monetaria en los Informes del Banco de España, 1973-1983”, en Argandoña (1987a), cap. 1.
- Argandoña, A. (1987c), “Tres años de control de los activos líquidos en manos del público”, *Papeles de Economía Española*, 32, reproducido en Argandoña (1987a), cap. 4.
- Argandoña, A. (1987d), “La política monetaria y los tipos de interés”, en “La Política Monetaria en España”, FEDEA, Madrid.
- Argandoña, A. (1989), “Manías y querencias de la política económica española”, en “Crecimiento sin desequilibrios con la peseta en el SME: Exigencias para la política de demanda y para las políticas de oferta”, Círculo de Empresarios, Madrid.
- Artis, M. J. y M. P. Taylor (1988), “Exchange rates and the EMS: assessing the track record”, CEPR Discussion Paper, nº 250.
- Banco de España (1983), “Informe anual 1982”, Madrid.
- Banco de España (1984), “Informe anual 1983”, Madrid.
- Banco de España (1985), “Informe anual 1984”, Madrid.
- Banco de España (1986), “Informe anual 1985”, Madrid.
- Banco de España (1987), “Informe anual 1986”, Madrid.
- Banco de España (1988), “Informe anual 1987”, Madrid.
- Banco de España (1989a), “Informe anual 1988”, Madrid.
- Banco de España (1989b), “La política monetaria en 1988 y objetivos para 1989”, *Boletín Económico*, enero.
- Banco de España (1989c), “La financiación de la economía y la política monetaria en el primer semestre de 1989”, *Boletín Económico*, julio-agosto.
- Banco de España (1989d), “La economía española en el primer semestre de 1989”, *Boletín Económico*, julio-agosto.
- Banco de España (1989e), “Balanza de pagos”, *Boletín Económico*, noviembre.

Banco de España (1989f), “Evolución reciente de la política monetaria”, *Boletín Económico*, noviembre.

Bilson, J. (1978), “The monetary approach to the exchange rate: some empirical evidence”, IMF Staff Papers, 25, marzo.

Branson, W. H. (1979), “Exchange rate dynamics and monetary policy”, en A. Lindbeck (ed.), “Inflation and Employment in Open Economies”, North Holland, Amsterdam.

Claasen, E. y C. Wyplosz (1982), “Capital controls: some principles and the French experience”, *Annales de l’Insee*, págs. 47-48.

Cottarelli, C., G. Galli, P. Marullo Reedtz y G. Pittaluga (1986), “Monetary policy through ceilings on bank lending”, *Economic Policy*, 3, octubre.

de Boissieu, C. (1988), “La libéralisation financière et l’évolution du SME”, en Commission des Communautés Européennes, Création d’un espace financier européen, CEE, Bruselas.

Dornbusch, R. (1976), “Expectations and exchange rate dynamics”, *Journal of Political Economy*, 84, diciembre.

Fernández, I. y M. Sebastián (1989), “El sector exterior y la incorporación de España a la CEE: Análisis a partir de funciones de exportaciones e importaciones”, Dirección General de Planificación, SGPE-D-89005.

Fernández de Lis, S. y J. Aríztegui (1989), “Tipos de interés exteriores y política monetaria en España”, *Boletín Económico*, Banco de España, enero.

Frenkel, J. (1976), “A monetary approach to the exchange rate: doctrinal aspects and empirical evidence”, *Scandinavian Journal of Economics*.

Giavazzi, F. y L. Spaventa (1989), “Italy: the real effects of inflation and disinflation”, *Economic Policy*, 8, abril.

Ortega, E., J. Salaverría y J. Viñals (1989), “La balanza de pagos española en el entorno comunitario”, *Boletín Económico*, Banco de España, noviembre.

Spaventa, L. (1989), “El nuevo SME: ¿simetría sin coordinación?”, *Información Comercial Española*, 675, noviembre.

Williamson, J. (1989), “The case for roughly stabilizing the real value of the dollar,” *American Economic Review*, mayo, págs. 41-45.

Wood, G. E. (1985), “Exchange controls in the United Kingdom”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, 3.