

REGÍMENES  
CAMBIARIOS  
E INTEGRACIÓN  
MONETARIA EN EUROPA

Santiago Fernández de Lis  
y Javier Santillán

REGÍMENES  
CAMBIARIOS  
E INTEGRACIÓN  
MONETARIA EN EUROPA

Santiago Fernández de Lis  
y Javier Santillán

Banco de España - Servicio de Estudios  
Documento de Trabajo nº 9527

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-423-1

Depósito legal: M-32208-1995

Imprenta del Banco de España

## RESUMEN

En este trabajo se presenta una breve recapitulación sobre los esfuerzos por alcanzar la estabilidad cambiaria en Europa desde los años setenta. Se analizan las causas de la ruptura en la tendencia hacia una mayor estabilidad, y la situación cambiaria en la que se encuentran los países de la Unión Europea, como consecuencia del contexto que configuran, por un lado, la libertad de movimientos de capital y, por otro, la necesidad de afrontar la transición hacia la moneda única. A este respecto, se repasan las limitaciones para la gestión cambiaria que impone la libre movilidad de capital. Por último, se discuten las dificultades que implica el modelo de "salto cualitativo" para la Unión Monetaria, consagrado en el Tratado de Maastricht, y acentuado por la mayor inestabilidad observada en los últimos años.



## ÍNDICE

1. Resumen y Conclusiones
2. La integración monetaria en Europa: una perspectiva histórica
3. La racionalidad de la Unión Monetaria
4. La libre circulación de capitales y la gestión cambiaria
  - 4.1. La integración financiera: algunos efectos no deseados
  - 4.2. Limitaciones a la gestión cambiaria
5. La transición hacia la unión monetaria: un nuevo escenario



## 1. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En el último cuarto de siglo, mientras la economía mundial se adaptaba al régimen de libre flotación de los tipos de cambio, los países europeos han intentado mantener algún grado de estabilidad cambiaria entre sí. En cierto modo, la historia monetaria reciente de Europa señala la existencia de una "preferencia revelada" por los tipos de cambio fijos. Sin embargo, la libre circulación de capitales -que ha ido progresando, en extensión y en profundidad, en este periodo- ha dificultado, de manera creciente, este empeño. La ampliación de las bandas de fluctuación del SME, en agosto de 1993, podría interpretarse como un fracaso, si no fuera porque, al mismo tiempo, los países europeos han continuado avanzando hacia el objetivo de una moneda única.

El mercado único exige una sola moneda, si se quieren obtener las ganancias de eficiencia que se le suponen. Al mismo tiempo, la libre circulación de capitales, como uno de los ingredientes principales del mercado único, reclama una decantación del régimen cambiario hacia uno de los extremos: flotación perfecta o unión monetaria. Como se ha puesto de manifiesto de forma creciente en los últimos años, el desmantelamiento de los controles de capital, combinado con un alto grado de integración financiera y con la idiosincrasia de los mercados financieros, ha vuelto potencialmente muy inestables los regímenes cambiarios de tipo mixto, haciendo extremadamente costoso su mantenimiento. Con ello, se hacen cada vez más inviables los regímenes cambiarios que pretenden combinar algunos de los beneficios de la flotación con algunas de las ventajas de la estabilidad cambiaria, en particular si se establecen objetivos cambiarios bien definidos, que pueden ser puestos a prueba por los mercados.

A principios de los años noventa, los países del SME habían recorrido un largo camino hacia el modelo de los tipos de cambio fijos, desde la flotación de principios de los setenta, y se disponían a culminar



esta evolución con la implantación de una unión monetaria antes de final de siglo. La transición natural hacia este objetivo parecía ser gradual, puesto que se pensaba que el SME -como modelo de tipos de cambio cuasifijos- se encontraba ya relativamente cerca del modelo de la unión monetaria. Esta idea de una evolución suave y armoniosa se ha roto en un doble plano:

Por una parte, desde un punto de vista formal e institucional, el Tratado de Maastricht, al consagrar la idea de un salto cualitativo al inicio de la tercera etapa -cuando se transferiría la capacidad de decisión de las autoridades nacionales al ámbito supranacional-, rompió con la idea de gradualismo de los planes iniciales.

Por otra parte, desde el punto de vista de los hechos y de las políticas, la crisis del Sistema Monetario Europeo ha situado el régimen cambiario del área -al menos, en teoría- mucho más cerca del modelo de flotación, rompiéndose así la tendencia hacia una progresiva estabilidad cambiaria que había caracterizado los veinte años anteriores, y que debía conducir a estos países hacia la unión monetaria.

Como consecuencia de estos cambios, la transición hacia la moneda única exige ahora un planteamiento diferente, más discontinuo, en el que es necesario, en algún momento del proceso, un cambio de régimen, una ruptura con el sistema anterior.

Un salto cualitativo, como el que ahora se plantea, para la transición a la unión monetaria, comporta tres tipos de problemas: en primer lugar, ciertos riesgos de desestabilización de los mercados de cambios en vísperas de la fijación irrevocable de las paridades; en segundo lugar, problemas de credibilidad de la propia irrevocabilidad de tal decisión; y, por último, la necesidad de un trabajo preparatorio mucho más cuidadoso, que permita pasar de un régimen a otro sin problemas de adaptación.

Los problemas mencionados son superables, aunque conviene, para ello, identificarlos y afrontarlos con la suficiente antelación. En un proceso como el de la unión monetaria -que entraña una ganancia neta para

el conjunto del área, pero cuyo reparto depende de numerosos factores, entre ellos, de manera destacada, de las reglas que se apliquen en la transición-, se corre el riesgo de que se adopten soluciones resultantes de comportamientos estratégicos de los países, que procuran obtener para sí el máximo beneficio neto, pero que pueden conducir a un precario equilibrio de intereses, escasamente coherentes entre sí; y existe también el riesgo, en vista de estos problemas, de aplazar excesivamente la decisión sobre cuestiones importantes, pero controvertidas, en las que la opción sobre uno u otro modelo condiciona otras decisiones. El peligro de que estos problemas, a la hora de abordar el tránsito hacia la unión monetaria, vayan minando la coherencia de toda la estrategia no es desdeñable. Es, por ello, fundamental que los países europeos tomen conciencia de la necesidad de una estrategia coherente y den los pasos necesarios para garantizarla.

En este trabajo se abordan y se desarrollan las cuestiones señaladas anteriormente. En el punto segundo, se resume, con una perspectiva histórica, la evolución de la integración monetaria europea en los últimos veinticinco años; en el apartado tercero, se señalan brevemente los principales argumentos en favor de la racionalidad de la unión monetaria europea; en el cuarto epígrafe, se abordan las interrelaciones de la libre circulación de capitales y los regímenes cambiarios; en el último apartado, se discute, en fin, cómo todo lo anterior afecta a la estrategia hacia la unión monetaria.

## **2. LA INTEGRACIÓN MONETARIA EN EUROPA: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA**

Desde los primeros años setenta, cuando se produjo el paso a la flotación de los tipos de cambio, tras la ruptura del sistema de Bretton Woods, la historia monetaria de Europa se ha caracterizado por un intento reiterado de mantener una cierta estabilidad cambiaria dentro del área. En un mundo de flotación, los países europeos han buscado desde entonces, a veces de manera desesperada y en circunstancias muy adversas, aislar los tipos de cambio intraeuropeos de las perturbaciones procedentes de un Sistema Monetario Internacional muy propenso a la inestabilidad.

La causa principal de esta obstinación europea por la estabilidad cambiaria debe buscarse en la elevada integración comercial y financiera de estas economías. En efecto: economías pequeñas, muy abiertas y muy interdependientes -como las europeas-, son muy vulnerables al impacto negativo de una volatilidad cambiaria excesiva. Esta vulnerabilidad se manifiesta tanto en la vertiente microeconómica como en la macroeconómica.

Desde un punto de vista microeconómico, las decisiones de los agentes sobre consumo, inversión y ahorro, en economías pequeñas y abiertas, son muy sensibles al tipo de cambio. Una excesiva volatilidad de este, en la medida en que signifique que es menos predecible, o que la cobertura del riesgo de cambio es más compleja, difícil o costosa, se traduce en pérdidas de eficiencia en la asignación de los recursos. Ello es especialmente cierto en lo que atañe a las decisiones a largo plazo, que están, por su propia naturaleza, más expuestas a todo lo que signifique incertidumbre, y en las que, al mismo tiempo, es más difícil la cobertura en los mercados de cambios.

Desde el punto de vista macroeconómico, una variabilidad cambiaria excesiva entraña costes significativos, ya que se transmite con frecuencia, al menos en parte, a variables internas relevantes: precios, agregados monetarios, tipos de interés, etc. Como consecuencia, la política económica de un país puede verse sometida a perturbaciones inesperadas, que induzcan desviaciones respecto a los objetivos o hagan inútiles, inviables o inadecuadas determinadas medidas de política económica.

Por los motivos expuestos, los países europeos reaccionaron a la flotación de los tipos de cambio con intentos de establecer algún vínculo cambiario más estrecho entre sí. En 1973, en medio de las turbulencias desencadenadas por la quiebra del anterior acuerdo monetario internacional y por las incipientes presiones al alza en el precio del petróleo, se estableció la Serpiente Monetaria Europea. En un contexto dominado por las perturbaciones de la década de los setenta y por la escasa coincidencia en los planteamientos de política económica entre los países integrantes, la Serpiente tuvo una historia azarosa. Se produjeron numerosas devaluaciones y revaluaciones, así como salidas y entradas del

mecanismo de estabilidad cambiaria (véase cuadro 1). La Serpiente, concebida inicialmente como un acuerdo entre los países de la entonces Comunidad Económica Europea, se convirtió en un área del marco, integrada por algunos países de dentro y de fuera de la CEE.

En el momento de su desaparición, en 1978, el juicio general era que la Serpiente había fracasado en su objetivo principal: preservar la estabilidad cambiaria entre las principales economías europeas. La Serpiente había traído consigo, en cambio, una consolidación del marco alemán como moneda de referencia para el conjunto de la economía europea, en torno al cual se iba creando un núcleo de monedas "satélites" de países pequeños y cuyas economías se encontraban muy integradas con la alemana.

Tras el fracaso de la Serpiente, no es de extrañar que el nacimiento de su sucesor, el Sistema Monetario Europeo, entre 1978 y 1979, se viera rodeado de un notable escepticismo. Pocos pensaban entonces que el Sistema podía prosperar allí donde había fracasado la Serpiente.

Los primeros años de evolución del Sistema confirmaron este pesimismo: se produjeron notables divergencias en la evolución de los fundamentos y en las políticas económicas, que trajeron consigo numerosos reajustes de los tipos de cambio. Los arreglos cambiarios europeos parecían incapaces de evitar la inestabilidad de los mercados de cambios y de favorecer una convergencia de resultados macroeconómicos.

Sin embargo, las cosas empezaron a cambiar muy gradualmente en los años centrales de la década de los ochenta. El primer signo de cambio fue el giro de la política económica francesa en la segunda etapa de la presidencia Mitterrand, en torno a 1983. Francia -que hasta entonces había mantenido políticas económicas independientes, orientadas hacia objetivos internos, y con una cierta propensión a adoptar un tono excesivamente expansivo, que terminaba induciendo episodios recurrentes de debilidad del franco- comenzó a otorgar prioridad al mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio frente al marco alemán. Se fue forjando un consenso alrededor de la política de "franco fuerte". Otros países europeos fueron, poco a poco, adoptando estrategias similares.

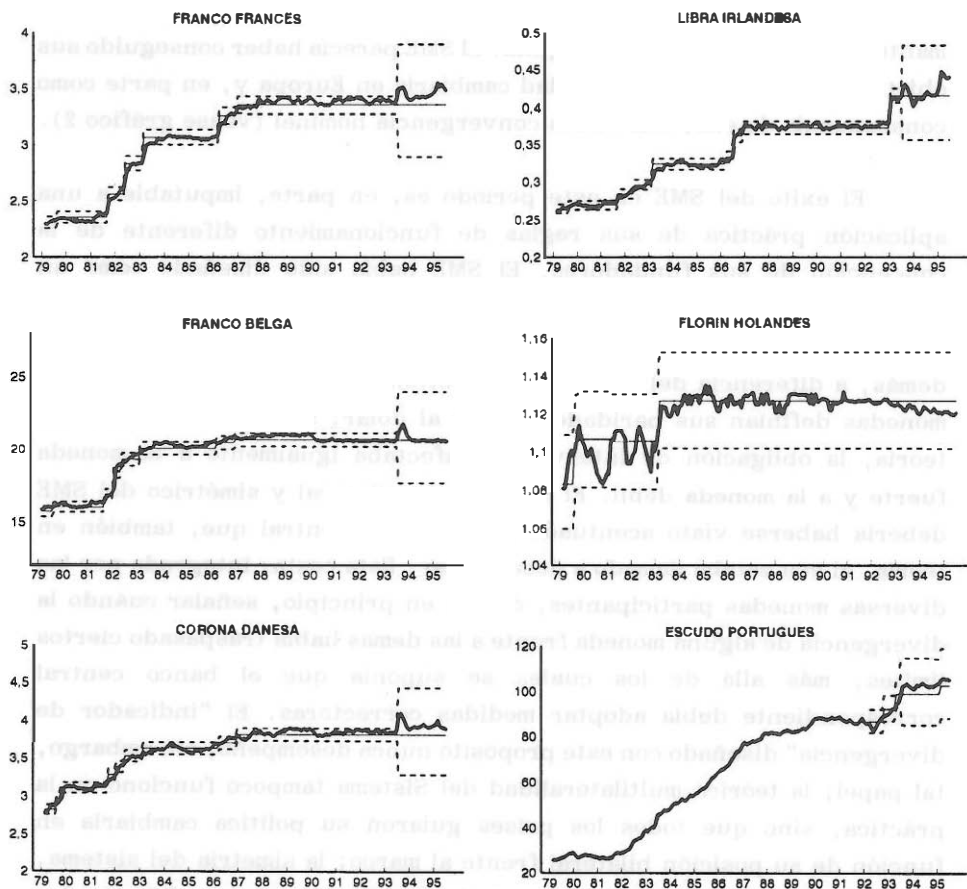
<b>HISTORIA DE LA SERPIENTE MONETARIA EUROPEA</b>		
<b>1972</b>	Abril	El acuerdo de Basilea entra en vigor. Participantes: Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo.
	Mayo	Se incorporan el Reino Unido y Dinamarca, que se retiran en junio, y Noruega se asocia.
	Octubre	Vuelve Dinamarca.
<b>1973</b>	Febrero	Italia se retira.
	Marzo	Transición a la flotación conjunta frente al dólar. El marco se revalúa un 3%. Suecia se asocia.
	Junio	El marco se revalúa un 5,5%.
	Septiembre	El florin se revalúa un 5%.
<b>1974</b>	Enero	Francia se retira, para volver en julio de 1975 y retirarse definitivamente en marzo de 1976.
<b>1976</b>	Octubre	Se devalúan la corona danesa (6%), el florín y el franco belga (2%) y la corona sueca y la noruega (3%).
<b>1977</b>	Abril	Devaluación de las coronas sueca (6%), que se retira en agosto, y danesa y noruega (3% y 5% en agosto).
<b>1978</b>	Febrero	La corona noruega se devalúa un 8%.
	Octubre	Se revalúan el marco (4%), el florín y el franco belga (2%).
	Diciembre	Noruega se retira.

Entre 1983 y 1987, los reajustes de los tipos de cambio se hicieron cada vez menos frecuentes. Las cotizaciones bilaterales frente al marco se estabilizaron progresivamente. Como puede observarse en los gráficos 1.1 y 1.2, entre enero de 1987 y septiembre de 1992, las bandas se mantuvieron sin modificación alguna. El SME parecía haber conseguido sus objetivos: una elevada estabilidad cambiaria en Europa y, en parte como consecuencia de ella, una cierta convergencia nominal (véase gráfico 2).

El éxito del SME en este período es, en parte, imputable a una aplicación práctica de sus reglas de funcionamiento diferente de la concepción de sus fundadores. El SME había sido diseñado como un mecanismo multilateral y simétrico: multilateral, porque la parrilla definía un conjunto de límites de fluctuación de cada moneda frente a todas las demás, a diferencia del esquema de Bretton Woods, en el que todas las monedas definían sus paridades frente al dólar; simétrico, porque, en teoría, la obligación de intervención afectaba igualmente a la moneda fuerte y a la moneda débil. El carácter multilateral y simétrico del SME debería haberse visto acentuado por el papel central que, también en teoría, el ecu estaba llamado a desempeñar. Esta cesta, integrada por las diversas monedas participantes, debía, en principio, señalar cuándo la divergencia de alguna moneda frente a las demás había traspasado ciertos límites, más allá de los cuales se suponía que el banco central correspondiente debía adoptar medidas correctoras. El "indicador de divergencia" diseñado con este propósito nunca desempeñó, sin embargo, tal papel; la teórica multilateralidad del Sistema tampoco funcionó en la práctica, sino que todos los países guiaron su política cambiaria en función de su posición bilateral frente al marco; la simetría del sistema, en fin, tampoco se aplicó en la práctica, sino que se consolidaron dos asimetrías: la derivada del papel de ancla del marco alemán y la derivada de la "presunción de culpabilidad" de la moneda débil, que hizo que, en general, en una situación de tensión, se esperara una reacción de política económica del país cuya moneda tendía a debilitarse, pero no una acción

TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO Y CENTRAL FRENTE AL MARCO  
 CON SUS TIPOS DE INTERVENCIÓN OBLIGATORIA  
 MARZO-1979/JUNIO-1995

Gráfico 1.1



TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO Y CENTRAL FRENTE AL MARCO  
 CON SUS TIPOS DE INTERVENCION OBLIGATORIA  
 MARZO-1979/JUNIO-1995

Gráfico 1.2

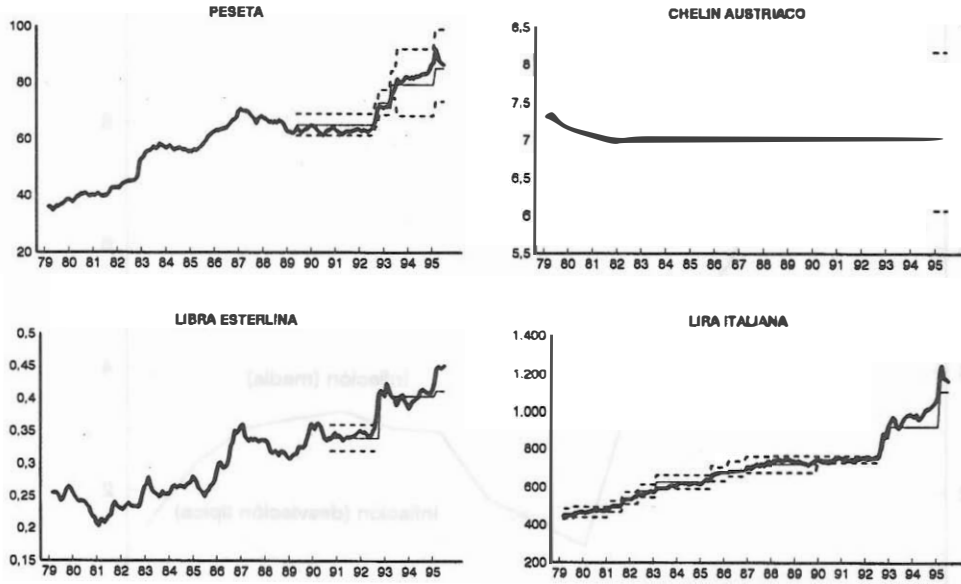
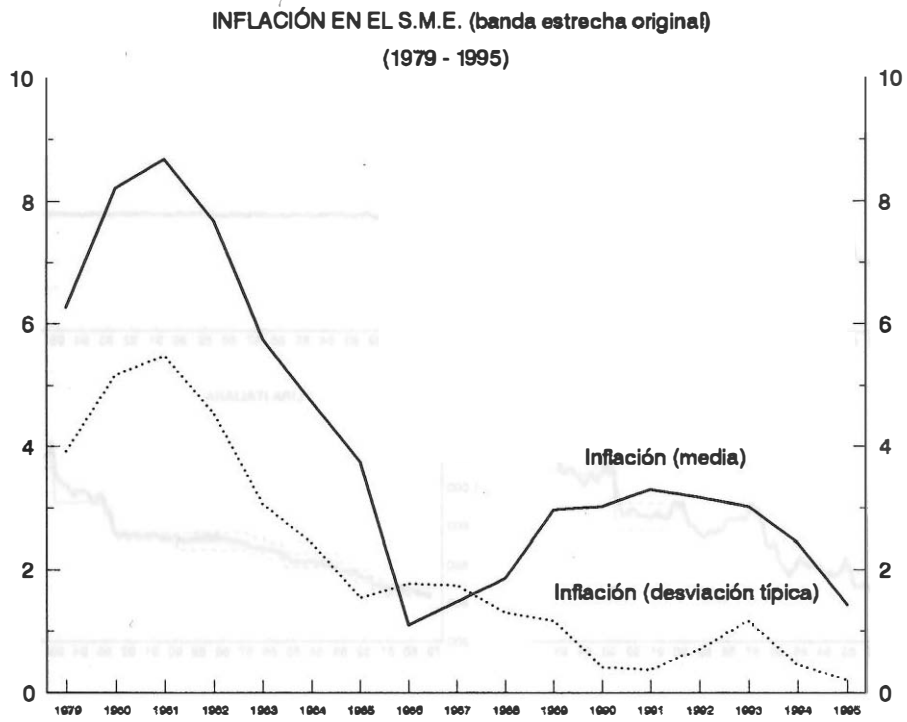




Gráfico 2



similar, de signo contrario, del país cuya moneda tendía a fortalecerse<sup>(1)</sup>.

El SME, para lograr sus objetivos, tuvo, en fin, que traicionar algunos de sus principios. En todo caso, a finales de la década de los ochenta y principios de la de los noventa, los países europeos habían conseguido, aparentemente, crear un islote de estabilidad cambiaria en medio de las turbulentas aguas de la flotación generalizada. Además, el área de estabilidad cambiaria se fue ampliando gradualmente, con la incorporación de nuevos miembros al mecanismo de cambios -España, el Reino Unido y Portugal- y la creación de un grupo de países que, fuera de la UE, establecieron regímenes cambiarios de vinculación unilateral con el ecu -los países escandinavos- o con el marco -Austria-.

Mientras se producía esta consolidación de un área de tipos de cambio estables, los países de la UE daban un paso decisivo hacia su configuración como una zona económica integrada: la creación del mercado único, con libre circulación de bienes, servicios y capitales. A finales de los ochenta, la confluencia de la constatación de los avances hacia la estabilidad cambiaria y la inminencia del mercado único hizo resucitar los viejos planes de creación de una unión monetaria en Europa. Su precedente más próximo -el Informe Werner- había tenido la desgracia de ver la luz en el turbulento período de los primeros años setenta, coincidiendo con la quiebra del sistema de Bretton Woods. A finales de los ochenta, y ante el éxito del SME, el Informe Delors recuperó gran parte de las ideas del Informe Werner y planteó de nuevo la vieja aspiración de una sola moneda para Europa.

---

<sup>(1)</sup> La excepción a esta regla se produjo en situaciones de fortaleza de monedas con tasas de inflación más elevadas y fundamentos más débiles. En tales casos, estos países eran paradójicamente "culpables" de que sus monedas manifestaran una fortaleza indebida. Nótese que, en estas situaciones, el funcionamiento del mecanismo de cambios era perverso, en el sentido de que impedía a países con desequilibrios nominales aplicar políticas monetarias disciplinadas. Esta situación - experimentada, de manera especialmente acusada, por la peseta entre el verano de 1989 y el verano de 1992- recibió la denominación de "paradoja de las monedas débiles".

### **3. LA RACIONALIDAD DE LA UNIÓN MONETARIA**

En el debate que acompañó al relanzamiento de la idea de la Unión Monetaria, sus defensores presentaron dos líneas de argumentación, en cierto modo, curiosamente antitéticas, en el sentido de que una puede calificarse de positiva u "optimista" y otra de negativa o "pesimista".

La argumentación "optimista" en favor de la Unión Monetaria es la que concibe este paso como la coronación del mercado único. La racionalidad del mercado único reside, básicamente, en que permite obtener ganancias de eficiencia en la asignación de los recursos. Los diversos estudios realizados señalan que tales ganancias de eficiencia -y, por tanto, de bienestar- son significativas. Sin embargo, el mantenimiento de diversas monedas nacionales, en un mercado integrado, supone un obstáculo a la mejor asignación de los recursos. Si las fluctuaciones cambiarias no son perfectamente previsibles, ni su riesgo puede ser perfectamente cubierto, las decisiones de consumo, ahorro e inversión no pueden ser óptimas. Los agentes que toman decisiones en este mercado integrado no pueden explotar plenamente las ventajas derivadas de su acceso a un mercado más amplio, puesto que el precio en moneda nacional (extranjera) de los bienes extranjeros (nacionales) dentro del mercado único incorpora un componente de expectativa cambiaria difícil de anticipar, y cuyo riesgo no siempre es posible cubrir (sobre todo, a largo plazo). La existencia de múltiples monedas actúa, en fin, como una barrera al libre comercio. Su eliminación -mediante la implantación de la moneda única- no es sino la culminación del mercado único. Por otra parte, la moneda única no solo eliminaría la incertidumbre cambiaria, sino también los costes de transacción derivados de tener que cambiar unas monedas por otras, de donde se derivaría un ahorro notable, que podría destinarse a usos más eficientes.

La concepción "pesimista" de la Unión Monetaria es la que parte de la constatación de la inestabilidad intrínseca del SME con libre circulación de capitales. De algún modo, de acuerdo con esta filosofía, la unión monetaria es una huida hacia delante poco menos que inevitable, si los pasos ya dados hacia la integración europea se consideran irreversibles. Algunos autores [véase, por ejemplo, Padoa-Schioppa (1990) ] han

planteado este problema como el del "triángulo inconsistente", conformado por tres vértices incompatibles: libre circulación de capitales, tipos de cambio fijos y políticas monetarias soberanas. Es forzoso renunciar a uno de ellos, aunque pueden combinarse dos cualesquiera. Si se acepta, por ejemplo, que la libre circulación de capitales es un componente irrenunciable del mercado único -tema que se discute en el próximo apartado-, los países europeos pueden elegir, de acuerdo con esta idea, entre dos opciones: o bien mantener tipos de cambio fijos, renunciando a la soberanía monetaria y aceptando una regla asimétrica de determinación de la política monetaria, en la que un país actúa como líder y el resto se limita a seguirle; o bien mantener su autonomía monetaria, en un régimen de flotación de los tipos de cambio. Si se acepta esta idea -coherente, por lo demás, con la más elemental lógica económica-, los países europeos, si no quieren renunciar a la libre circulación de capitales y no desean tampoco incurrir en la inestabilidad propia de los tipos de cambio flexibles, se ven abocados a aceptar el liderazgo del país que actúa como ancla.

Sin embargo, el modelo asimétrico, aunque posible a corto plazo, no es una solución sostenible. Por un lado, no es lógico que las condiciones monetarias de un área se dicten en función de la situación económica de un solo país, por importante que este sea (Alemania representa, en la actualidad, algo menos de la cuarta parte del producto de la Unión Europea). Por otro lado, la renuncia a la soberanía en política monetaria, por parte del resto de los países, supone un coste, que será mayor o menor según las circunstancias de cada país y, especialmente, según el grado de simetría de sus shocks respecto del país ancla, pero que en todo caso implica que tal renuncia no puede ser indefinida. Si solo puede haber una política monetaria en el área, lo razonable es que se decida coordinadamente. La unión monetaria constituye, por lo tanto, la superación lógica del conflicto mencionado, si se acepta que es inadecuado o inviable restablecer controles de cambios, que no es aceptable un retorno a los tipos de cambio flexibles y que la asimetría actual del SME no es una solución estable.

Se ha planteado en ocasiones la conveniencia de una mayor coordinación de las políticas monetarias en el Sistema Monetario Europeo.

De alguna manera, se ha defendido el modelo de coordinación como una opción intermedia entre el modelo asimétrico y el modelo de la unión monetaria. Sin ir necesariamente tan lejos como exige la creación de una única moneda para Europa, la coordinación permitiría superar los problemas derivados del funcionamiento asimétrico del SME. Alternativamente, la coordinación parece ser, por lógica, el modelo adecuado para la transición hacia la unión monetaria. Este tema se abordará más en profundidad en la sección 5. Baste señalar aquí que, en la práctica, la coordinación de las políticas monetarias se ha revelado muy difícil, si no inviable: si el país ancla tiene la posibilidad de mantener un "statu quo" que le favorece, no tiene ningún incentivo para alcanzar acuerdos de cooperación; y para que estos prosperen, como enseña la teoría de juegos, es necesario que todas las partes estén interesadas en cooperar.

En la práctica, los defensores de la UEM han combinado ambos tipos de argumentos, positivos y negativos. La Unión Monetaria, de acuerdo con esta posición ecléctica, no solo es deseable, porque aporta ganancias de bienestar al mercado único, sino que es inevitable, si Europa no quiere retroceder en la liberalización de los mercados financieros ni aceptar la volatilidad cambiaria propia de la flotación perfecta.

La crisis del Sistema Monetario Europeo, sin quitar la razón a los optimistas -que pueden seguir defendiendo la racionalidad económica de la moneda única-, ha confirmado, incluso con creces, los peores augurios de los pesimistas. El entramado del mecanismo de cambios, que parecía relativamente próximo al modelo de los tipos de cambio fijos, se ha revelado mucho más vulnerable de lo que se pensaba. Los países que se han mantenido en el SME -como Francia o España- se han visto obligados a aceptar una ampliación sustancial del margen teórico de fluctuación de sus tipos de cambio, al tiempo que los límites a su soberanía monetaria se han hecho patentes de manera más brusca. Otros países, como el Reino Unido o Italia, han concedido prioridad a la recuperación de un cierto margen de autonomía en su política monetaria, lo que les ha obligado a renunciar a la estabilidad cambiaria y pasar a la flotación. Se ha quebrado de manera abrupta la tendencia hacia una progresiva estabilidad cambiaria en Europa, iniciada en los primeros setenta con la Serpiente, continuada

en los ochenta con un SME cada vez más sólido, y cuya gradual consolidación debía conducirnos de manera natural -se pensaba- hacia la Unión Monetaria. La libre circulación de capitales ha alterado, en fin, de manera radical el camino hacia la Unión Monetaria. Pero ¿por qué es tan importante la libre circulación de capitales? ¿Por qué vias restringe la capacidad de actuación de las políticas económicas? ¿No es posible atenuar sus efectos negativos, sin renunciar a sus beneficios? Estas cuestiones se abordarán en el epígrafe siguiente.

#### **4. LA LIBRE CIRCULACIÓN DE CAPITALES Y LA GESTIÓN CAMBIARIA**

##### **4.1. La integración financiera: algunos efectos no deseados**

Un objetivo central en los esquemas de política económica y de reforma financiera a lo largo de las últimas dos décadas ha sido la evolución hacia la libre movilidad internacional del capital. Dentro del contexto, más amplio, de los programas de liberalización financiera, a la implantación de la libre convertibilidad de las transacciones por cuenta corriente sucedió la de las transacciones por cuenta de capital, que, con distintos ritmos, ha terminado por extenderse a la práctica totalidad de estas en casi todos los países de la OCDE, dentro de una tónica que en la actualidad está marcando las reformas en esta misma línea por parte de la mayoría de los países en desarrollo y de las economías del este de Europa.

Las razones que han inspirado estas reformas se pueden resumir en la persecución de los beneficios derivados de la existencia de un mercado de capitales global, que debería permitir la libre afluencia de recursos financieros allí donde la rentabilidad de la inversión sea mayor, sin restricciones administrativas artificiales que dificulten un ajuste global entre la oferta y la demanda de ahorro. Junto a este argumento, hay que esperar que la formulación de políticas económicas, en un contexto de libertad de movimientos de capital, tenderá a verse más disciplinada, con carácter general, en la medida en que los flujos de capital tenderán a primar las políticas financieras saneadas y a penalizar la indisciplina o la incertidumbre. No obstante, las cautelas y los retrasos en la liberalización

de las transacciones con el exterior pueden presentar ciertas ventajas, que provienen de dos tipos de argumentos: por un lado, el temor a la descapitalización de aquellas economías que, por diversas razones, se encuentran en dificultades para competir por la captación de recursos con otras que tienen ventajas comparativas; por otro lado, el temor a la inestabilidad macroeconómica que puede suponer una volatilidad excesiva en la afluencia de capitales exteriores, ya sea episódica o permanente, pero que puede revelarse incompatible con la consecución de objetivos monetarios y cambiarios que persiguen la estabilidad nominal.

En cualquier caso, una vez que el proceso de liberalización es iniciado por una serie de países, con independencia del juicio que las autoridades de cada país puedan hacer sobre la relación entre los costes y los beneficios de elegir uno u otro ritmo de liberalización, dicho ritmo tiende a verse afectado por la evolución global del proceso, en el sentido de que el excesivo retraso en la apertura de los flujos financieros al exterior puede tener un coste añadido, para el país o los países que se signifiquen por ello; lo cual, dicho con otras palabras, implica que, en el proceso de liberalización exterior -como, en cierta medida, también en la interior-, se genera de forma natural una dinámica de competencia entre países que tiende a generalizarlo y a hacerlo irreversible.

Por otra parte, la liberalización de los movimientos de capitales se ha visto precedida por la liberalización de los sistemas financieros nacionales, y ha ocurrido de forma paralela a un salto cualitativo en el ámbito tecnológico que ha contribuido a propiciar una disponibilidad simultánea de la información en todo el mundo y favorecer la interconexión en el ámbito financiero. A ello hay que añadir el proceso de reciente institucionalización del ahorro, como elemento intensificador de la internacionalización de las inversiones. El resultado de la conjunción de estos factores ha sido un cambio del contexto macroeconómico y financiero más acusado de lo que a priori cabría esperar. Entre otras consecuencias más deseables, esa mayor intensidad en el cambio ha traído consigo una serie de episodios de inestabilidad financiera, en los últimos años, que han producido cierta perplejidad y no poco desasosiego entre las autoridades económicas. Episodios como las crisis sucesivas del SME, la crisis del mercado de bonos o la del peso mejicano, han llevado esa

inquietud a muy distintos ámbitos geográficos y han servido para tomar conciencia de la generalidad de los problemas que puede plantear una liberalización e integración financieras en la esfera internacional, que superan el grado de integración comercial, y que conviven con un contexto institucional insuficientemente adecuado a esa globalización y, en ocasiones, con combinaciones de políticas económicas -fiscales, monetarias y cambiarias- poco coherentes [ver Rojo (1995)].

La intensidad de estas perturbaciones, y las dificultades que, a menudo, se han encontrado para explicar su razón de ser, o su relación con los fundamentos económicos, han generado una discusión que ha llevado a replantear la idoneidad de la liberalización de los movimientos de capitales o, al menos, su compatibilidad con la adopción de determinados regímenes monetarios y cambiarios. Sin entrar aquí en una discusión a fondo de estas cuestiones, se puede decir que la magnitud de las perturbaciones ha respondido, en general, a una combinación de tres elementos: por una parte, la existencia de un esquema institucional, entendido en sentido amplio, insuficientemente adecuado al grado de integración financiera alcanzado; en segundo lugar, a la presencia de "anomalías" en los mercados financieros, que inducen excesos de reacción ante modificaciones relativamente menores en los fundamentos; y, en tercer lugar, a la aparición de circunstancias específicas que han actuado como detonantes en cada crisis que se ha producido, pero que suelen tener como elemento común subyacente una combinación inadecuada de políticas económicas.

Con respecto a la primera cuestión, las crisis mencionadas han puesto de manifiesto algunos problemas que desde hace tiempo se vienen discutiendo sobre el esquema de funcionamiento del Sistema Monetario Internacional, la coordinación de las políticas económicas y la evolución de las balanzas de pagos y de los mercados de cambios. En este sentido, la integración financiera no ha hecho sino acentuar algunas de las contradicciones y limitaciones del "no sistema" surgido tras la ruptura de



Bretton Woods<sup>(2)</sup>. Este tipo de diagnóstico del problema, que se puede resumir en la ausencia de mecanismos que garanticen la consistencia global de las políticas económicas de los distintos países y la insuficiencia de los mecanismos internacionales de vigilancia y asistencia financiera, se puede aplicar particularmente al caso de la crisis del peso mejicano, pero, de forma quizás más marginal, también a los otros episodios referidos.

El segundo de los puntos mencionados -el de las anomalías en las reacciones de los mercados financieros- ha merecido una abundante atención en la literatura profesional, dedicada a analizar el grado de eficiencia de los mercados financieros; sin que quepa extraer conclusiones irrefutables al respecto, lo que parece indudable es que existen algunos elementos genuinos en el funcionamiento de los mercados financieros que inducen ese tipo de exceso de reacciones [Ver, por ejemplo, Goldstein et al. (1993) o Froot y Thaler (1990)]. Sin tener en cuenta este factor, es imposible comprender las abruptas fluctuaciones que se han observado en algunos episodios recientes, y que constituyen la amplificación y generalización, como consecuencia de la integración financiera internacional, del comportamiento errático y acusadamente volátil de los mercados financieros -bursátiles y cambiarios- observado durante los años precedentes. La teoría económica ha avanzado poco a poco en la modelización de este tipo de comportamientos: los modelos de burbujas especulativas, de caos, y las aplicaciones de las teorías conductivistas han tratado de explicar la racionalidad individual de la adopción de posiciones que no guardan relación con los fundamentos, o bien de rebajar los supuestos de absoluta racionalidad de los agentes, dentro de un terreno que abre posibilidades más realistas e interesantes para la interpretación del comportamiento de los mercados, aunque, ciertamente, más difíciles de contrastar. En cualquier caso, la probabilidad de este tipo de sobrerreacciones en el comportamiento de los mercados, que se puede considerar, en gran medida, inevitable, se ve ampliada por el proceso de integración financiera, y, por lo tanto, sus consecuencias nocivas en todos los ámbitos constituyen un coste con el que hay que contar en el

---

<sup>(2)</sup> En Guitián (1995) se encuentra un buen resumen sobre los problemas a los que se enfrenta en la actualidad el Sistema Monetario Internacional y las alternativas para resolverlos en el futuro próximo.

proceso de liberalización, cuya magnitud, no obstante, dependerá de la incidencia de los otros dos factores referidos: la adecuación del contexto institucional y la combinación de políticas económicas.

Con respecto a este último punto, hay que decir que es, sin duda, el más obvio como factor detonante de los episodios de crisis. Por referirlo someramente a los tres casos mencionados antes, en las crisis del SME concurren combinaciones, inadecuadas en uno u otro grado, de políticas fiscales expansivas y políticas cambiarias que renunciaron a toda flexibilidad hasta que los mercados decidieron ponerlas a prueba; detrás de la crisis de los mercados de bonos, subyace el exceso de déficit públicos acumulados en los países de la OCDE; y en el caso del peso mejicano se reveló contraproducente el exceso de énfasis en la política de estabilidad cambiaria, insuficientemente acompañado por una política de demanda disciplinada.

En todos estos casos, se ha puesto de manifiesto el hecho de que, en el contexto de integración financiera actual -que, por las razones expuestas antes, hay que esperar que se vea acentuada en los próximos años-, junto con la generación de ventajas indudables, tanto global como individualmente, aparecen una serie de problemas y limitaciones, que pueden verse como el resultado de una adaptación insuficientemente rápida al radical cambio de régimen que supone la libre circulación de capitales. Aunque esta adaptación se está produciendo de manera acelerada, el propio proceso de integración de los mercados de capitales avanza mucho más rápidamente, de modo que las conductas de los agentes -individuos, empresas, instituciones financieras, autoridades nacionales y organismos internacionales- no terminan de ser plenamente consistentes con un marco financiero mundial en constante evolución. Esta asincronía está detrás de algunas de las perturbaciones que se han registrado últimamente, cuya solución depende, en coherencia con el diagnóstico formulado, de una adecuada combinación de políticas y de una evolución del esquema institucional adecuado para el nuevo contexto. Estos problemas atañen, muy especialmente, a la elección de los esquemas cambiarios, tanto en general como en lo referido a los esquemas "regionales".

#### 4.2. Limitaciones a la gestión cambiaria

Si se observa la evolución del régimen cambiario adoptado por los distintos países desde 1973, destaca, especialmente en la última década, la constatación de una tendencia al abandono de los regímenes de tipo de cambio más o menos fijo. Los problemas que presenta la libre flotación -en términos de excesiva volatilidad, de tendencia a los desalineamientos sostenidos o de ausencia de anclaje nominal- no han sido, en general, argumento suficiente para contrarrestar esta tendencia<sup>(3)</sup>.

Las razones que se encuentran detrás de este proceso están, sin duda, relacionadas con la liberalización de los movimientos de capital y la integración financiera, y deben analizarse en el contexto de los argumentos expuestos más arriba: los efectos de dicha integración, en el contexto actual, condicionan en gran medida los márgenes con que cuentan las autoridades económicas para formular sus políticas y, muy especialmente, en sus vertientes monetaria y cambiaria.

Algunos autores han llegado a predecir que, en el próximo siglo, se producirá una polarización de los regímenes cambiarios, de modo que cada país se verá abocado a elegir entre una u otra de sus versiones extremas: o bien la flotación pura o la unión monetaria, rechazando incluso la viabilidad de los esquemas intermedios menos ambiciosos del tipo de las zonas-objetivo<sup>(4)</sup>.

En este sentido, se ha argumentado que la completa liberalización de los flujos de capital tiende a favorecer el funcionamiento y el poder

---

<sup>(3)</sup> Cabría señalar que, en cierto sentido, las experiencias de los "Currency Boards" que últimamente han resultado exitosos, constituirían una excepción a esta tendencia. Sin embargo, ello no contradice la línea argumental que se presenta aquí, dado que, por una parte, las experiencias de "Currency Board" son muy limitadas, y, por otra, constituyen un esquema institucional muy específico, bien diferenciado de los esquemas convencionales de tipo de cambio semifijo. Un buen resumen sobre estas experiencias se encuentra en Bennett (1994).

<sup>(4)</sup> Sobre este punto, Eichengreen (1995) plantea una discusión bastante completa. En Krugman y Miller (1992) se encuentra una defensa de las zonas-objetivo.

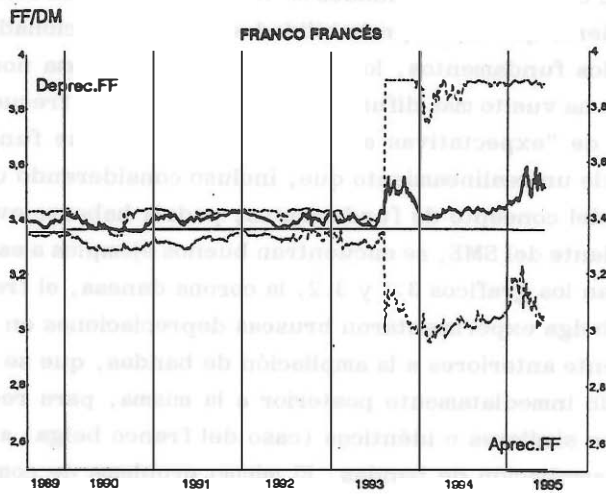
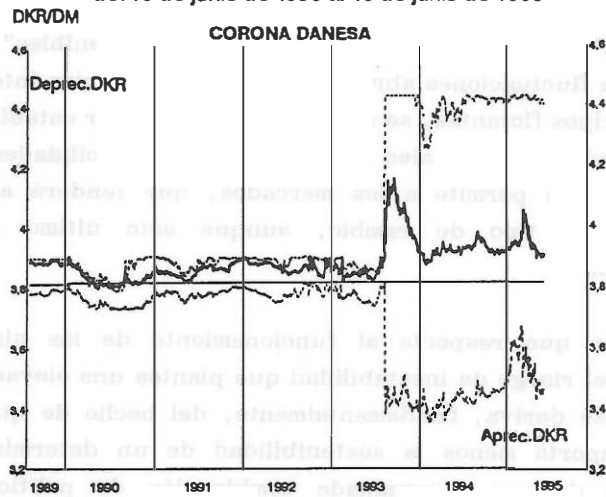
estabilizador de los regímenes cambiarios de tipo fijo o totalmente flexible, pero dificulta el funcionamiento de los regímenes intermedios. Crockett (1994) recoge un buen resumen de esta argumentación: la libre movilidad del capital, bajo tipos fijos, permitirá financiar los déficit corrientes "sostenibles" y presionará para corregir los "insostenibles" sin que ello se refleje en fluctuaciones abruptas del nivel de precios internos. En el caso de los tipos flotantes, se argumenta que el poder estabilizador de la libre circulación de capitales se deriva de las posibilidades de "ajuste suave" que ello permite a los mercados, que tenderá a reducir la volatilidad del tipo de cambio, aunque esto último parece más controvertido.

Por lo que respecta al funcionamiento de los sistemas fijos ajustables, el riesgo de inestabilidad que plantea una elevada movilidad del capital se deriva, fundamentalmente, del hecho de que, para los agentes, importa menos la sostenibilidad de un determinado déficit exterior, o de una determinada combinación de políticas, que la probabilidad de que las autoridades se vean forzadas a un realineamiento. Si bien es cierto que dicha probabilidad se verá condicionada, en buena parte, por los fundamentos, lo cierto es que esta misma noción, en ese contexto, se ha vuelto más difusa, y, en todo caso, con frecuencia son los mecanismos de "expectativas autoconfirmadas" los que funcionan como detonantes de un realineamiento que, incluso considerando una acepción muy amplia del concepto de fundamentos, podría haberse evitado. En la historia reciente del SME, se encuentran buenos ejemplos a este respecto. Como ilustran los gráficos 3.1 y 3.2, la corona danesa, el franco francés y el franco belga experimentaron bruscas depreciaciones en los periodos inmediatamente anteriores a la ampliación de bandas, que se confirmaron en el período inmediatamente posterior a la misma, para recuperar más tarde niveles similares o idénticos (caso del franco belga) a la situación previa a la ampliación de bandas. El mismo problema de comportamiento inconsistente con los fundamentos se encuentra en el último reajuste dentro del SME: la peseta (gráfico 3.2) y el escudo se vieron forzados a modificar sus paridades centrales, por la presión de los mercados, a pesar de que los ajustes de los años anteriores habían conducido a ambas monedas a unas paridades que los analistas consideraban "correctas" o incluso "infravaloradas". El hecho es que la evolución posterior de ambas

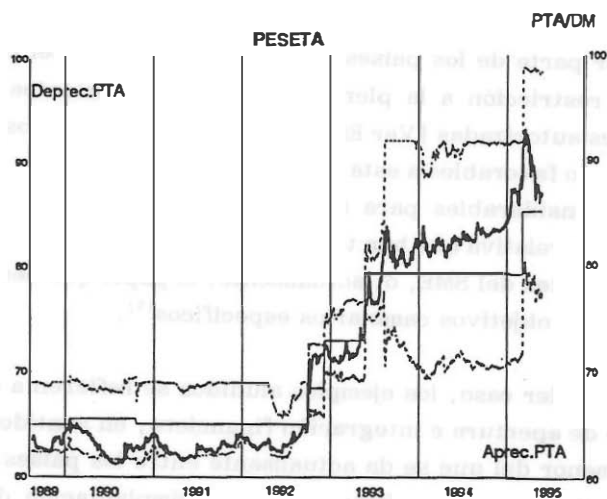
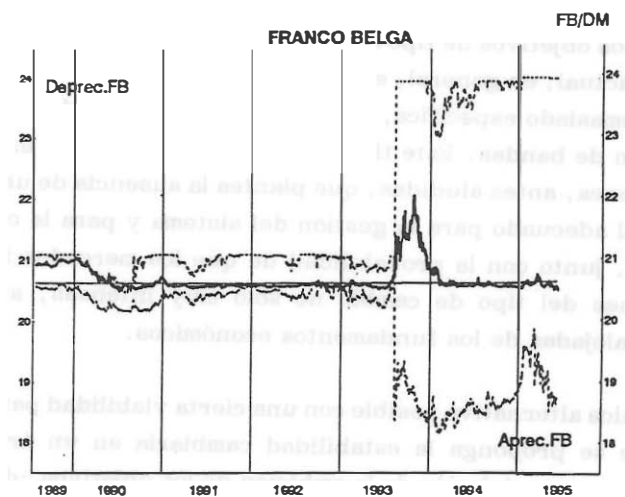
Gráfico 3.1

### POSICIÓN DE CADA MONEDA EN EL S.M.E.

del 19 de junio de 1989 al 19 de junio de 1995



POSICIÓN DE CADA MONEDA EN EL S.M.E.  
del 19 de junio de 1989 al 19 de junio de 1995



monedas ha reconducido sus paridades hacia las vigentes antes del realineamiento.

Con independencia de la adopción de posturas más o menos proclives a los objetivos de tipo de cambio, lo que parece indudable es que el contexto actual, en general, es muy poco propicio a una versión de esos objetivos demasiado específica, del tipo de la situación del SME antes de la ampliación de bandas. Este tipo de configuración puede exacerbar las contradicciones, antes aludidas, que plantea la ausencia de un mecanismo institucional adecuado para la gestión del sistema y para la coordinación de políticas, junto con la probabilidad de que los mercados introduzcan modificaciones del tipo de cambio no solo muy intensas, sino también claramente alejadas de los fundamentos económicos.

La única alternativa posible con una cierta viabilidad para cualquier sistema que se proponga la estabilidad cambiaria en un área concreta consistiría en una relajación de la ambición de los objetivos -del tipo de la experimentada por el SME-, o en la anulación transitoria de alguno de los otros elementos de inconsistencia: ya sea la pérdida total de la autonomía monetaria por parte de los países del área a excepción del país ancla, o bien alguna restricción a la plena libertad de movimientos de capital. Algunas voces autorizadas [Ver Eichengreen, Tobin y Wyplosz (1995)] se han manifestado favorables a esta opción, que, sin embargo, tropieza con dificultades considerables para ser implantada. Se ha invocado en su favor la eficacia relativa que han tenido los controles de capital en algunas etapas precedentes del SME, o, actualmente, el papel que desempeñan en otros países con objetivos cambiarios específicos<sup>(5)</sup>.

En cualquier caso, los ejemplos aludidos se refieren a casos en los que el grado de apertura e integración financiera, en sentido amplio, era o es mucho menor del que se da actualmente entre los países del SME, lo que implica que la posible eficacia de una reimplantación de cualquier restricción a la movilidad del capital en estos países, se vería, con toda

---

<sup>(5)</sup> Entre los casos más recientes, se encuentra el de Chile, donde los controles han desempeñado un papel importante para evitar el contagio de la crisis del peso mejicano.

probabilidad, muy limitada. A este respecto, las experiencias de la primera crisis del SME no parecen avalar la posibilidad de éxito de tales medidas para combatir ataques especulativos<sup>(6)</sup>. En general, el problema de las posibles vías por las que la regulación de los mercados de divisas podría tratar de acotar la volatilidad de los mismos, no reside tanto en una imposibilidad material de concebir medidas administrativas que pudieran ser eficaces al respecto, como en el hecho de que esa eficacia requeriría su implantación generalizada. En este sentido, la dinámica de competencia liberalizadora, a la que se aludió antes, constituye una seria limitación para la viabilidad de adoptar medidas de este tipo, especialmente por parte de países con un cierto grado de desarrollo financiero.

En definitiva, los argumentos que se han repasado configuran un contexto que, desde el punto de vista de la transición hacia la UME, incide en dos sentidos: por una parte, en la medida en que el régimen intermedio es inestable, los argumentos en favor de alcanzar el objetivo final se ven reforzados; por otra parte, los problemas que plantea el período de transición, en estas circunstancias, no parecen desdeñables.

## **5. LA TRANSICIÓN HACIA LA UNIÓN MONETARIA: UN NUEVO ESCENARIO**

Una característica destacable del proyecto de Unión Monetaria es el contraste entre la claridad de su objetivo final -una sola moneda para Europa- y las dudas y la indefinición sobre la mejor manera de alcanzarlo. La fase de transición siempre ha estado rodeada de incertidumbre y ambigüedad; su planteamiento ha evolucionado notablemente en los últimos años, en parte como consecuencia de las discusiones mantenidas entre los estados miembros y, en parte, por la fuerza de los hechos.

---

<sup>(6)</sup> Como es sabido, ante la magnitud de la crisis, Irlanda y Portugal reactivaron algunas medidas de control de capitales que aún no habían suprimido, y España reimplantó, temporalmente, medidas "ad hoc". Ver Alonso y Linde (1994) para una discusión sobre estas medidas.



El Plan Delors estaba imbuido de un espíritu gradualista que llevó a concebir la unión monetaria como un proceso en tres etapas, la segunda de las cuales era, de hecho, una "cuasiunión monetaria". Cuando el Informe Delors se elaboró (1989), esta concepción parecía corresponderse con los hechos: el Sistema Monetario Europeo, cada vez más estable, tendía a configurarse como un mecanismo de tipos de cambio semifijos. Esta concepción gradualista del tránsito a la unión monetaria vino acompañada de la idea de un elevado grado de coordinación de las políticas monetarias como el régimen adecuado a esa fase de transición en la integración monetaria europea.

El Informe Delors, de acuerdo con esta filosofía, preveía que, a lo largo de la segunda etapa, se produciría "una transferencia gradual del poder de decisión al ámbito supranacional". Este planteamiento, sin embargo, era contradictorio con la idea de que, a lo largo de dicha fase, se mantendría "la responsabilidad última en política monetaria en manos nacionales". Los redactores del Informe fueron conscientes de esta contradicción, pero pensaron que se resolvería más adelante, de acuerdo con el espíritu cooperativo que había caracterizado el funcionamiento del SME hasta entonces. El Informe preveía, además, la creación del Banco Central Europeo en la segunda etapa, como mecanismo institucional para favorecer esa mayor cooperación entre los bancos centrales nacionales.

En las discusiones que rodearon el diseño del Plan para la Unión Monetaria se barajaron diversas ideas para concretar esa coordinación de las políticas monetarias. Se avanzaron dos propuestas en este sentido:

Por una parte, los representantes italianos sugirieron algún mecanismo de consulta previa, entre los bancos centrales europeos, de los movimientos de los tipos de interés.

Por otra parte, los representantes franceses propusieron que la coordinación se estableciera en el ámbito de la política cambiaria frente a terceras divisas. Se crearía, de acuerdo con esta idea, un Fondo de Reserva, que se nutriría de aportaciones de todos los bancos centrales, procedentes de sus reservas de divisas, y que se gestionaría por el Banco Central Europeo ya en la segunda fase. La política cambiaria del área

frente al resto del mundo se decidiría, pues, de manera progresivamente centralizada, y ese elemento de centralización se iría incorporando de modo natural a la política monetaria agregada.

Ninguna de estas dos ideas fue aceptada, debido, básicamente, a la negativa alemana a ceder un ápice de su soberanía monetaria antes de que se hubiera entrado en la unión monetaria plena. No obstante, la propuesta francesa figuró como un voto particular en el Informe, y se incluyó, en términos mucho más detallados, en los Anejos de este [véase de Larosière (1989)].

La cuestión del gradualismo y de la coordinación de las políticas monetarias en la fase de transición volvió a abordarse en la Conferencia Intergubernamental que desembocó en el Tratado de Maastricht. En este caso prevalecieron las tesis alemanas, como resulta evidente si se compara el lenguaje del Informe Delors y el del Tratado de Maastricht: donde aquél se refería a "toma de decisiones en común", este señala que "el Instituto Monetario Europeo... normalmente será consultado por las autoridades monetarias nacionales antes de que estas tomen decisiones sobre la orientación de las políticas monetarias". De acuerdo con esta idea, la capacidad de decisión en política monetaria es indivisible; las decisiones se toman, o bien de manera descentralizada, o bien de manera centralizada, pero no cabe la coordinación en el sentido genuino del término, ni caben tampoco, por tanto, planteamientos gradualistas en la transición hacia la UEM.

Este giro en la concepción de la segunda etapa -concepción que algunos han tachado de "fundamentalista" [véase Bini-Smaghi, Papadia y Padoa-Schioppa (93)] -tuvo dos implicaciones importantes: por una parte, se vació de contenido la institución central en la etapa de transición (que pasó a ser el Instituto Monetario Europeo, en lugar del Banco Central Europeo), puesto que no tenía ya funciones operativas<sup>(7)</sup>; por otra

---

<sup>(7)</sup> En la redacción del Tratado, se contempla la posibilidad de que el IME sea el depositario y gestor de una parte de los recursos de divisas de los países miembros. Sin embargo, tal posibilidad no se ha llevado a la práctica.

parte, la segunda fase se convirtió en una prolongación de la primera, más que en una etapa diferenciada entre esta y la tercera. Este replanteamiento de la transición exigía un salto cualitativo al inicio de la tercera etapa.

Cuando se aprobó el Tratado de Maastricht, en diciembre de 1991, no se pensaba, sin embargo, que el nuevo planteamiento de la transición hacia la UEM entrañara riesgos significativos, aunque era ciertamente más rupturista y menos "armonioso" que el plan inicial. Desde los puntos de vista institucional y formal, la transición había dejado de ser suave; pero se pensaba, por otro lado, que la estabilidad del Sistema Monetario Europeo era una garantía de que esa transición suave sí se produciría en el plano -posiblemente más importante- de las políticas y de los resultados macroeconómicos, en particular en el ámbito monetario y cambiario. La crisis del SME pondría de manifiesto, sin embargo, pocos meses después, que el gradualismo y la suavidad tampoco iban a ser posibles en el terreno de las políticas monetaria y cambiaria; que aquí también sería preciso un salto cualitativo hacia la unión monetaria, desde un modelo mucho más próximo a los tipos de cambio flexibles de lo que se había pensado al elaborar el proyecto de Unión Monetaria. Los países europeos se encontraron súbitamente, en fin, mucho más lejos de su objetivo; no solo no habían avanzado hacia él, sino que habían retrocedido.

Durante una serie de meses, cundió el pesimismo en torno al proyecto de Unión Monetaria. La opinión predominante era muy escéptica respecto a sus posibilidades de éxito. Pero, cuando se asimiló la crisis del SME, comenzó a plantearse la posibilidad de una transición diferente de como se había concebido inicialmente, pero quizás factible, desde unos tipos de cambio básicamente flexibles a la Unión Monetaria.

En realidad, es exagerado afirmar que el SME actual, incluso con bandas del  $\pm 15\%$ , está próximo al modelo de flotación de los tipos de cambio. Aunque el margen teórico de fluctuación es muy grande, y aunque ha quedado de manifiesto, en los últimos años, que los bancos centrales apenas disponen de instrumentos para contrarrestar ataques especulativos intensos, los países europeos han continuado conduciendo sus políticas monetarias de manera coherente, en general, con el objetivo de estabilidad

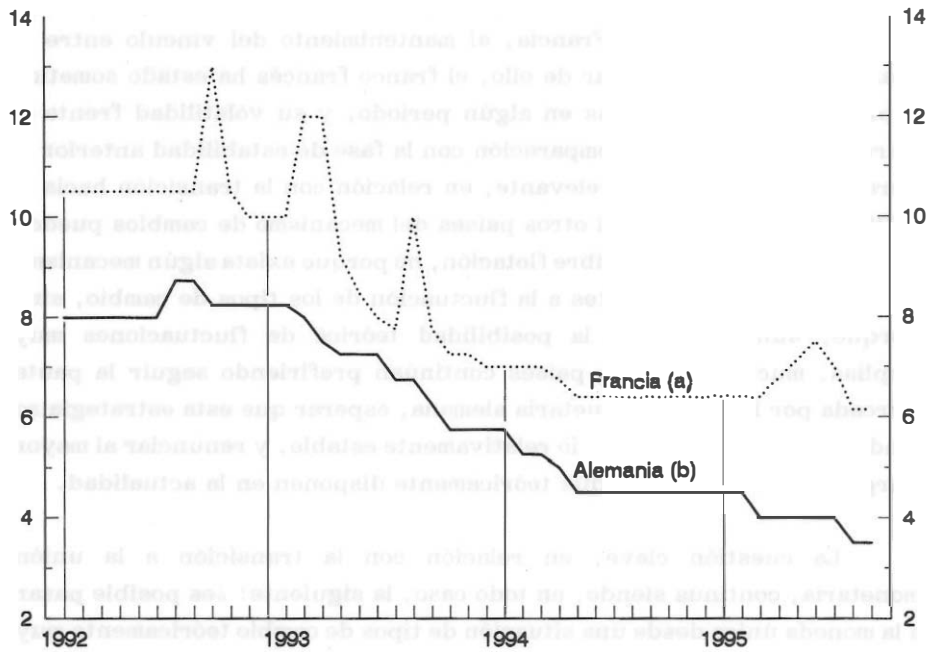
cambiaría. A título de ejemplo, puede observarse, en el gráfico 4, la evolución de los tipos de interés de intervención de los bancos centrales de Alemania y Francia. Se observa que, tras la ampliación de bandas, se ha restablecido una elevada sincronía entre ambas series, reflejo de la alta prioridad otorgada, en Francia, al mantenimiento del vínculo entre el franco y el marco. A pesar de ello, el franco francés ha estado sometido a presiones depreciatorias en algún periodo, y su volatilidad frente al marco ha aumentado en comparación con la fase de estabilidad anterior al verano de 1992. Pero lo relevante, en relación con la transición hacia la UEM, es que ni Francia ni otros países del mecanismo de cambios pueden considerarse ejemplos de libre flotación, no porque exista algún mecanismo externo que imponga límites a la fluctuación de los tipos de cambio, sino porque, aun existiendo la posibilidad teórica de fluctuaciones muy amplias, muchos de estos países continúan prefiriendo seguir la pauta marcada por la política monetaria alemana, esperar que esta estrategia se traduzca en un tipo de cambio relativamente estable, y renunciar al mayor margen de autonomía del que teóricamente disponen en la actualidad.

La cuestión clave, en relación con la transición a la unión monetaria, continúa siendo, en todo caso, la siguiente: ¿es posible pasar a la moneda única desde una situación de tipos de cambio teóricamente muy flexibles? Los problemas asociados a un tránsito a la unión monetaria súbito, mediante un salto cualitativo desde el actual SME, son, básicamente, de tres tipos: en primer lugar, existen riesgos de desestabilización del mecanismo de cambios, como consecuencia de movimientos especulativos en el periodo inmediatamente anterior a la fijación irrevocable de las paridades; en segundo lugar, es posible que se cuestione la propia credibilidad del carácter irrevocable de esta última decisión; y, por último, introduce la necesidad de un trabajo preparatorio mucho más detallado, en la medida en que el cambio de régimen al inicio de la tercera etapa sea más radical.

Por lo que se refiere al primer tipo de problemas, es obvio que, a la luz de la experiencia de los últimos años, el riesgo de ataques especulativos desestabilizadores en la proximidad del paso a la tercera fase no debe ser subestimado. Piénsese que, según la experiencia de la crisis del SME -sobre todo, en el otoño de 1992, pero también en otros

Gráfico 4

TIPOS DE OFICIALES DE INTERVENCIÓN  
(1992 - 1995)



- (a) Repos 5 - 10 días. Suspendidos el 8 de marzo de 1995, sustituidos por préstamos a 1 día. Reintroducidos el 22 de junio, al 7.50 %.
- (b) Tipo de descuento.

episodios-, la existencia de una fecha fija, ante la cual establecer estrategias especulativas, multiplica el potencial desestabilizador de los movimientos de capitales, que aumenta, además, de manera acelerada, conforme se acerca la fecha crítica.

La magnitud de estos riesgos de inestabilidad dependerá, en todo caso, de factores como el grado de ajuste entre los tipos de cambio y los fundamentos, la opinión de los mercados respecto al escenario global de fijación irrevocable de las paridades y el grado de firmeza transmitido por las autoridades nacionales y por las instituciones de la Unión durante este período.

El segundo problema señalado es el relacionado con la credibilidad de la fijación irrevocable de las paridades. Es obvio que este problema no se planteará si, al inicio de la tercera etapa, se produce una rápida sustitución de las monedas nacionales por la moneda única. Pero últimamente se han alzado algunas voces en defensa de una sustitución gradual [ver, por ejemplo, Expert Group on the Changeover to the Single Currency, (1995)]. En tal caso, si persisten los signos monetarios nacionales, cabe también la posibilidad de que los agentes económicos diferencien entre unos y otros, si la confianza en su equivalencia no es total. En relación con este problema, un salto cualitativo al inicio de la tercera etapa, si no viene acompañado de una rápida sustitución de las monedas nacionales por el ecu, puede adolecer de falta de credibilidad: piénsese que, de un día para otro, los agentes económicos tiene que creer que divisas que podían experimentar fluctuaciones muy intensas entre sí - en los mercados de cambios, fluctuaciones del 1% ó 2% en cuestión de horas no son anormales- han pasado a tener paridades absolutamente fijas y a ser sustitutivos perfectos. Desde este punto de vista, el gradualismo del proyecto inicial -en el sentido de que, a lo largo de la etapa segunda, la estabilidad cambiaria fuera cada vez mayor -hubiera tenido, posiblemente, sus ventajas, puesto que habría permitido una adaptación progresiva y natural a la idea de que las cotizaciones intraeuropeas iban siendo gradualmente más fijas. La estrategia del salto cualitativo puede ser razonable, o incluso preferible, si se plantea de una manera completa: tanto en lo que atañe a la capacidad de decisión como en lo relativo a la sustitución de las monedas nacionales por el ecu. Sin embargo, este

modelo -que se ha denominado "big bang"- tiene pocas posibilidades de ser el finalmente elegido [véase Instituto Monetario Europeo (1995) y Comisión Europea (1995)].

Parece claro que el traspaso de la capacidad de decisión al ámbito supranacional deberá ser, forzosamente, un proceso radical. No obstante, la introducción de la moneda única puede ser un proceso más gradual, y posterior, en todo caso, a la centralización de la capacidad de decisión. Se están discutiendo diversas opciones, en las cuales la moneda única se introduciría de manera más o menos rápida y con carácter más generalizado o más selectivo. En cualquiera de los casos, la contradicción entre un inicio de la tercera fase de manera abrupta y un mayor gradualismo o un retraso en la introducción de la moneda única puede plantear numerosos problemas, desde el punto de vista de la credibilidad del proceso.

Por último, el modelo de salto cualitativo de la segunda a la tercera fase exige un trabajo preparatorio mucho más intenso y detallado. En efecto: una transición gradual hubiera permitido ir estableciendo, de manera pausada, algunos aspectos de la unión monetaria, con anterioridad a la fijación irrevocable de las paridades. Hubiera sido posible, incluso, "experimentar" en algunos aspectos, como en la gestión de las reservas, de acuerdo con la propuesta francesa comentada anteriormente. Sin embargo, un paso a la unión monetaria como el que se configura en la actualidad exige que numerosas facetas, conectadas con la política monetaria, estén perfectamente preparadas para entrar en pleno funcionamiento de la noche a la mañana, sin posibilidad alguna de ensayo previo. Entre estas facetas, cabe mencionar: los instrumentos propios de una política monetaria única, cuya armonización debe ser prácticamente total desde el principio de la tercera fase; los aspectos de instrumentación de la política cambiaria, con los que ocurre lo mismo; los sistemas de pagos, que deberían estar totalmente integrados; la armonización contable, de manera que sea posible conocer los flujos de fondos del Sistema Europeo de Bancos Centrales en su conjunto; los sistemas informáticos, que garanticen una adecuada interconexión de los bancos centrales, y de estos con los bancos comerciales con los que operan; y los mecanismos de toma de decisiones en el seno del Banco Central Europeo y

del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que deben funcionar a plena satisfacción desde el primer día.

Los problemas comentados son, ciertamente, superables, pero para ello hay que tenerlos muy presentes en el diseño de la unión monetaria. Tal como se ha señalado, la concepción de la fase de transición ha cambiado bastante radicalmente. Las razones de ese cambio obedecen a una combinación de elementos que vienen a resaltar los problemas que se pueden derivar de alargar excesivamente la fase de transición, en un contexto que requiere, para la estabilidad en los esquemas cambiarios, un entramado de reglas claro. Todo esto obliga a plantear estrategias diferentes de las que se habían concebido inicialmente. Es claro que un objetivo tan ambicioso como la unión monetaria solo es posible si existe la voluntad política de alcanzarlo. En ausencia de esta, no hay planteamientos técnicos capaces de alcanzar el objetivo; y, de manera similar, si la voluntad política es clara, los problemas técnicos son solventables. Pero una inadecuada identificación de estos problemas -o, peor aún, su subestimación- puede introducir dificultades adicionales en un proceso ya de por sí suficientemente complejo. Cabe esperar que los países europeos -que en algunos de los puntos señalados mantienen posiciones discrepantes- sean conscientes de la necesidad de coherencia en las soluciones.





## REFERENCIAS

- Alonso, J. y Linde, L. M. (1993): "Mercados de divisas y crisis cambiarias: una nota a propósito del informe del Grupo de los Diez". Fundación FIES. Cuadernos de Información Económica nº 76-77.
- Bennet, Adam G.G. (1994): "Currency Boards: issues and experiences". International Monetary Fund. PPAA/94/18. Septiembre.
- Bini-Smaghi, Papadia y Padoa-Schioppa (1993): "The transition to EMU: two central issues in the policy history of the Maastricht Treaty", in CEPR: "The monetary future of Europe".
- Comisión Europea (1995): "Green Paper on the practical arrangements for the introduction of the single currency", mayo.
- Comunidades Europeas (1988); Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria. "Informe sobre la Unión Económica y Monetaria de la Comunidad" (Informe Delors), Oficina de las Publicaciones Oficiales de la CE, Luxemburgo.
- Crockett, A. (1994): "Monetary policy implications of international capital flows". En "Changing capital markets: implications for monetary policy". Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Eichengreen, B. (1994): "International monetary arrangements for the 21st century". The Brookings Institution.
- Eichengreen, B.; Tobin, J. y Wyplosz, C. (1995): "Two cases for sand in the wheels of international finance". The Economic Journal. Royal Economic Society. V. 105, nº 128, pp. 162-172. Enero.

- "Expert group on the changeover to the single currency" (1995): "Progress report on the preparation of the changeover to the single european currency". Mayo.
- Froot, K.A., y Thaler, R.H.: "Anomalies: foreign exchange". Journal of Economic Perspectives. Vol 4. Nº 3. Summer.
- Goldstein, M.; D. Folkerts-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suárez y M. Spencer (1993): "International capital markets. Part I. Exchange rate management and international capital flows". International Monetary Fund. Abril.
- Guitián, M. (1995): "El sistema monetario internacional: realismo o ambición". En Economistas. Enero.
- Instituto Monetario Europeo (1995): Informe anual.
- Krugman, P. y Miller, M. (1992): "Why have a target zone?". CEPR Discussion Paper Series, Nº 718. Octubre.
- Larosière, J. de (1988): "First stages towards the creation of a european reserve bank: the creation of a European Reserve Fund", en Comunidades Europeas (1988), op.cit.
- Padoa-Schioppa, T. (1990): "Financial and monetary integration in Europe: 1990, 1992 and beyond", Group of Thirty, Occasional Papers, nº 28.
- Rojo, L.A. (1995): Discurso con motivo de la investidura como Doctor "Honoris Causa" por la Universidad de Alcalá, Banco de España, Boletín Económico, Mayo.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **Pedro Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9106 **Juan Ayuso:** Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9107 **Juan J. Dolado y José Luis Escrivá:** La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9109 **Soledad Núñez:** Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 **Isabel Argimón y José M.ª Roldán:** Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 **José Luis Escrivá y Román Santos:** Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 **Carlos Chuliá:** El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.
- 9113 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 **Miguel Sebastián:** Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 **Pedro Martínez Méndez:** Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 **Ana R. de Lamo y Juan J. Dolado:** Un modelo del mercado de trabajo y la restricción de oferta en la economía española.
- 9117 **Juan Luis Vega:** Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 **Javier Jareño y Juan Carlos Delrieu:** La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 **Juan Ayuso Huertas:** Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 **Juan Ayuso, Juan J. Dolado y Simón Sosvilla-Rivero:** Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 **José M. González-Páramo, José M. Roldán and Miguel Sebastián:** Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.
- 9203 **César Alonso y Samuel Bentolila:** La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 **Cristina Mazón:** Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 **Cristina Mazón:** El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 **Fernando Restoy:** Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 **Fernando Restoy:** Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 **Fernando Restoy and Georg Michael Rockinger:** Investment incentives in endogenously growing economies.

- 9209 **José M. González-Páramo, José M. Roldán y Miguel Sebastián:** Cuestiones sobre política fiscal en España.
- 9210 **Ángel Serrat Tubert:** Riesgo, especulación y cobertura en un mercado de futuros dinámico.
- 9211 **Soledad Núñez Ramos:** Frases, futuros y opciones sobre el MIBOR.
- 9213 **Javier Santillán:** La idoneidad y asignación del ahorro mundial.
- 9214 **María de los Llanos Matea:** Contrastes de raíces unitarias para series mensuales. Una aplicación al IPC.
- 9215 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Ahorro, riqueza y tipos de interés en España.
- 9216 **Javier Azcárate Aguilar-Amat:** La supervisión de los conglomerados financieros.
- 9217 **Olympia Bover:** Un modelo empírico de la evolución de los precios de la vivienda en España (1976-1991). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9218 **Jeroen J. M. Kremers, Neil R. Ericsson and Juan J. Dolado:** The power of cointegration tests.
- 9219 **Luis Julián Álvarez, Juan Carlos Delrieu y Javier Jareño:** Tratamiento de predicciones conflictivas: empleo eficiente de información extramuestral. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9221 **Fernando Restoy:** Tipos de interés y disciplina fiscal en uniones monetarias. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9222 **Manuel Arellano:** Introducción al análisis econométrico con datos de panel.
- 9223 **Ángel Serrat:** Diferenciales de tipos de interés ONSHORE/OFFSHORE y operaciones SWAP.
- 9224 **Ángel Serrat:** Credibilidad y arbitraje de la peseta en el SME.
- 9225 **Juan Ayuso y Fernando Restoy:** Eficiencia y primas de riesgo en los mercados de cambio. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9226 **Luis J. Álvarez, Juan C. Delrieu y Antoni Espasa:** Aproximación lineal por tramos a comportamientos no lineales: estimación de señales de nivel y crecimiento.
- 9227 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad, estructura de mercado y situación financiera.
- 9228 **Ángel Estrada García:** Una función de consumo de bienes duraderos.
- 9229 **Juan J. Dolado and Samuel Bentolila:** Who are the insiders? Wage setting in spanish manufacturing firms.
- 9301 **Emiliano González Mota:** Políticas de estabilización y límites a la autonomía fiscal en un área monetaria y económica común.
- 9302 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and Ricardo Mestre:** On some simple tests for cointegration: the cost of simplicity.
- 9303 **Juan Ayuso y Juan Luis Vega:** Agregados monetarios ponderados: el caso español. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9304 **Ángel Luis Gómez Jiménez:** Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español.
- 9305 **Ángel Estrada y Miguel Sebastián:** Una serie de gasto en bienes de consumo duradero.
- 9306 **Jesús Briones, Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** Evaluación de los efectos de reformas en la imposición indirecta.
- 9307 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** Indicadores de credibilidad de un régimen cambiario: el caso de la peseta en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9308 **Cristina Mazón:** Regularidades empíricas de las empresas industriales españolas: ¿existe correlación entre beneficios y participación?

- 9309 **Juan Dolado, Alessandra Gorio and Andrea Ichino:** Immigration and growth in the host country.
- 9370 **Amparo Ricardo Ricardo:** Series históricas de contabilidad nacional y mercado de trabajo para la CE y EEUU: 1960-1991.
- 9311 **Fernando Restoy and G. Michael Rockinger:** On stock market returns and returns on investment.
- 9312 **Jesús Saurina Salas:** Indicadores de solvencia bancaria y contabilidad a valor de mercado.
- 9313 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo, María Jesús Martín y José María Roldán:** Productividad e infraestructuras en la economía española. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9314 **Fernando Ballabriga, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Interdependence of EC economies: A VAR approach.
- 9315 **Isabel Argimón y M.ª Jesús Martín:** Serie de «stock» de infraestructuras del Estado y de las Administraciones Públicas en España.
- 9316 **P. Martínez Méndez:** Fiscalidad, tipos de interés y tipo de cambio.
- 9317 **P. Martínez Méndez:** Efectos sobre la política económica española de una fiscalidad distorsionada por la inflación.
- 9318 **Pablo Antolín and Olympia Bover:** Regional Migration in Spain: The effect of Personal Characteristics and of Unemployment, Wage and House Price Differentials Using Pooled Cross-Sections.
- 9319 **Samuel Bentolila y Juan J. Dolado:** La contratación temporal y sus efectos sobre la competitividad.
- 9320 **Luis Julián Álvarez, Javier Jareño y Miguel Sebastián:** Salarios públicos, salarios privados e inflación dual.
- 9321 **Ana Revenga:** Credibilidad y persistencia de la inflación en el Sistema Monetario Europeo. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9322 **María Pérez Jurado y Juan Luis Vega:** Paridad del poder de compra: un análisis empírico. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9323 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Productividad sectorial: comportamiento cíclico en la economía española.
- 9324 **Juan J. Dolado, Miguel Sebastián and Javier Vallés:** Cyclical patterns of the Spanish economy.
- 9325 **Juan Ayuso y José Luis Escrivá:** La evolución del control monetario en España.
- 9326 **Alberto Cabrero Bravo e Isabel Sánchez García:** Métodos de predicción de los agregados monetarios.
- 9327 **Cristina Mazón:** Is profitability related to market share? An intra-industry study in Spanish manufacturing.
- 9328 **Esther Gordo y Pilar L'Hotellerie:** La competitividad de la industria española en una perspectiva macroeconómica.
- 9329 **Ana Buisán y Esther Gordo:** El saldo comercial no energético español: determinantes y análisis de simulación (1964-1992).
- 9330 **Miguel Pellicer:** Functions of the Banco de España: An historical perspective.
- 9401 **Carlos Ocaña, Vicente Salas y Javier Vallés:** Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989.
- 9402 **P. G. Fisher and J. L. Vega:** An empirical analysis of M4 in the United Kingdom.
- 9403 **J. Ayuso, A. G. Haldane and F. Restoy:** Volatility transmission along the money market yield curve.
- 9404 **Gabriel Quirós:** El mercado británico de deuda pública.

- 9405 **Luis J. Álvarez and Fernando C. Ballabriga:** BVAR models in the context of cointegration: A Monte Carlo experiment.
- 9406 **Juan José Dolado, José Manuel González-Páramo y José M.ª Roldán:** Convergencia económica entre las provincias españolas: evidencia empírica (1955-1989).
- 9407 **Ángel Estrada e Ignacio Hernando:** La inversión en España: un análisis desde el lado de la oferta.
- 9408 **Ángel Estrada García, M.ª Teresa Sastre de Miguel y Juan Luis Vega Croissier:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés: el caso español.
- 9409 **Pilar García Perea y Ramón Gómez:** Elaboración de series históricas de empleo a partir de la Encuesta de Población Activa (1964-1992).
- 9410 **F. J. Sáez Pérez de la Torre, J. M.ª Sánchez Sáez y M.ª T. Sastre de Miguel:** Los mercados de operaciones bancarias en España: especialización productiva y competencia.
- 9411 **Olympia Bover and Ángel Estrada:** Durable consumption and house purchases: Evidence from Spanish panel data.
- 9412 **José Viñals:** La construcción de la Unión Monetaria Europea: ¿resulta beneficiosa, en dónde estamos y hacia dónde vamos? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9413 **Carlos Chuliá:** Los sistemas financieros nacionales y el espacio financiero europeo.
- 9414 **José Luis Escrivá y Andrew G. Haldane:** El mecanismo de transmisión de los tipos de interés en España: estimación basada en desagregaciones sectoriales. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9415 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentina Regil:** Métodos para la extracción de señales y para la trimestralización. Una aplicación: Trimestralización del deflactor del consumo privado nacional.
- 9416 **José Antonio Cuenca:** Variables para el estudio del sector monetario. Agregados monetarios y crediticios, y tipos de interés sintéticos.
- 9417 **Ángel Estrada y David López-Salido:** La relación entre el consumo y la renta en España: un modelo empírico con datos agregados.
- 9418 **José M. González Mínguez:** Una aplicación de los indicadores de discrecionalidad de la política fiscal a los países de la UE.
- 9419 **Juan Ayuso, María Pérez Jurado y Fernando Restoy:** ¿Se ha incrementado el riesgo cambiario en el SME tras la ampliación de bandas? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9420 **Simon Milner and David Metcalf:** Spanish pay setting institutions and performance outcomes.
- 9421 **Javier Santillán:** El SME, los mercados de divisas y la transición hacia la Unión Monetaria.
- 9422 **Juan Luis Vega:** ¿Es estable la función de demanda a largo plazo de ALP? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9423 **Gabriel Quirós:** El mercado italiano de deuda pública.
- 9424 **Isabel Argimón, José Manuel González-Páramo y José María Roldán:** Inversión privada, gasto público y efecto expulsión: evidencia para el caso español.
- 9425 **Charles Goodhart and José Viñals:** Strategy and tactics of monetary policy: Examples from Europe and the Antipodes.
- 9426 **Carmen Melcón:** Estrategias de política monetaria basadas en el seguimiento directo de objetivos de inflación. Las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá, Reino Unido y Suecia.
- 9427 **Olympia Bover and Manuel Arellano:** Female labour force participation in the 1980s: the case of Spain.

- 9428 **Juan María Peñalosa:** The Spanish catching-up process: General determinants and contribution of the manufacturing industry.
- 9429 **Susana Núñez:** Perspectivas de los sistemas de pagos: una reflexión crítica.
- 9430 **José Viñals:** ¿Es posible la convergencia en España?: En busca del tiempo perdido.
- 9501 **Jorge Blázquez y Miguel Sebastián:** Capital público y restricción presupuestaria gubernamental.
- 9502 **Ana Buisán:** Principales determinantes de los ingresos por turismo.
- 9503 **Ana Buisán y Esther Gordo:** La protección nominal como factor determinante de las importaciones de bienes.
- 9504 **Ricardo Mestre:** A macroeconomic evaluation of the Spanish monetary policy transmission mechanism.
- 9505 **Fernando Restoy and Ana Revenga:** Optimal exchange rate flexibility in an economy with intersectoral rigidities and nontraded goods.
- 9506 **Ángel Estrada y Javier Vallés:** Inversión y costes financieros: evidencia en España con datos de panel. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9507 **Francisco Alonso:** La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español.
- 9508 **Francisco Alonso y Fernando Restoy:** La remuneración de la volatilidad en el mercado español de renta variable.
- 9509 **Fernando C. Ballabriga, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** España en Europa: asimetrías reales y nominales.
- 9510 **Juan Carlos Casado, Juan Alberto Campoy y Carlos Chuliá:** La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea.
- 9511 **Juan Luis Díaz del Hoyo y A. Javier Prado Domínguez:** Los FRAs como guías de las expectativas del mercado sobre tipos de interés.
- 9512 **José M.ª Sánchez Sáez y Teresa Sastre de Miguel:** ¿Es el tamaño un factor explicativo de las diferencias entre entidades bancarias?
- 9513 **Juan Ayuso y Soledad Núñez:** ¿Desestabilizan los activos derivados el mercado al contado?: La experiencia española en el mercado de deuda pública.
- 9514 **M.ª Cruz Manzano Frías y M.ª Teresa Sastre de Miguel:** Factores relevantes en la determinación del margen de explotación de bancos y cajas de ahorros.
- 9515 **Fernando Restoy and Philippe Weil:** Approximate equilibrium asset prices.
- 9516 **Gabriel Quirós:** El mercado francés de deuda pública.
- 9517 **Ana L. Revenga and Samuel Bentolila:** What affects the employment rate intensity of growth?
- 9518 **Ignacio Iglesias Araúzo y Jaime Esteban Velasco:** Repos y operaciones simultáneas: estudio de la normativa.
- 9519 **Ignacio Fuentes:** Las instituciones bancarias españolas y el Mercado Único.
- 9520 **Ignacio Hernando:** Política monetaria y estructura financiera de las empresas.
- 9521 **Luis Julián Álvarez y Miguel Sebastián:** La inflación latente en España: una perspectiva macroeconómica.
- 9522 **Soledad Núñez Ramos:** Estimación de la estructura temporal de los tipos de interés en España: elección entre métodos alternativos.
- 9523 **Isabel Argimón, José M. González-Páramo y José M.ª Roldán Alegre:** Does public spending crowd out private investment? Evidence from a panel of 14 OECD countries.



- 9524 **Luis Julián Álvarez, Fernando C. Ballbriga y Javier Jareño:** Un modelo macroeconómico trimestral para la economía española.
- 9525 **Aurora Alejano y Juan M.ª Peñalosa:** La integración financiera de la economía española: efectos sobre los mercados financieros y la política monetaria.
- 9526 **Ramón Gómez Salvador y Juan J. Dolado:** Creación y destrucción de empleo en España: un análisis descriptivo con datos de la CBBE.
- 9527 **Santiago Fernández de Lis y Javier Santillán:** Regímenes cambiarios e integración monetaria en Europa.

---

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.

**Información:** Banco de España  
Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión  
Teléfono: 338 51 80  
Alcalá, 50. 28014 Madrid