

# *El Sistema Monetario Europeo (1985-1992): España y la devaluación de la peseta*

JOSÉ RAMÓN DE LA OSA BONILLA  
Alumno de Tercer Curso  
Escuela Universitaria de Estudios Empresariales  
Universidad Complutense de Madrid

## **1. INTRODUCCION**

En 1970 se produjo el primer intento de crear una Unión Monetaria en Europa plasmada en el Informe Werner, que establecía un Plan para implementar en Europa un sistema de tipos de cambio fijos-ajustables. Este proyecto fracasó, debido al difícil momento en que se encontraba la economía mundial ante las expectativas de ruptura del Sistema Monetario Internacional establecido en Bretton-Woods. Tras un período de estancamiento, en 1972 los Acuerdos de Basilea señalaban el comienzo de la primera etapa del Informe Werner, estableciendo unas bandas de fluctuación del  $\pm 2,25\%$ . Además se creaba el FECOM cuyo objeto era coordinar y facilitar las intervenciones de los Bancos Centrales en los mercados de cambios.

La insuficiencia de estos mecanismos y la crisis de la economía mundial, determinaron el fracaso de la «Serpiente Monetaria Europea». Varios países se retiraron de ella, quedando ésta como un área del Marco. La integración europea se había paralizado, por no hablar de la convergencia de las respectivas economías.

En 1978 nació el Sistema Monetario Europeo como fruto del acuerdo entre Francia y Alemania para crear una zona de estabilidad cambiaria, que ayudase a controlar el marasmo producido por la ruptura de los Acuerdos de Bretton-Woods, por la crisis del petróleo y por la paralización del proceso de Unidad Europea. El núcleo central del acuerdo era la cesión de soberanía de la política monetaria francesa al Bundesbank, para garantizar una cierta estabilidad de precios ante la poca eficacia de las medidas de Francia para contener la inflación, aportando Alemania a cambio su credibilidad cambiaria. Este pacto se hacía extensivo al resto de países miembros.

A lo largo de sus 14 años de existencia podríamos afirmar que el SME ha cumplido su principal objetivo, esto es: el control de la inflación. Todos los países miembros han aceptado la rigidez del marco como moneda-áncla, sobre la cual han girado sus políticas monetarias en orden a mantener la estabilidad cambiaria y de precios. Alemania ha irradiado al resto de sus

socios el rigor de sus políticas anti-inflacionistas, donde la independencia del Bundesbank ha jugado un papel de primer orden.

Ciertamente esto se ha logrado, pero también es cierto que otros países de fuera del área del SME, con tipos de cambio flexibles han logrado un mayor crecimiento económico.

Por otro lado no debemos olvidar, que lo válido para Alemania no tiene por que ser válido para otros países, como por ejemplo España. Alemania es un país con una renta per cápita mucho mayor que la nuestra, con una población en crecimiento cero y baja presión demográfica, y donde un modesto incremento del PIB permite aumentar la renta per cápita, mientras que España para crear empleo necesita una tasa de crecimiento superior. Alemania ha conseguido a cambio de dirigir la política monetaria de sus socios europeos, evitar una apreciación del marco aumentando de esta forma la competitividad de su economía, encareciendo sus importaciones y mejorando su saldo de la balanza comercial.

Otro éxito importante del SME ha sido la reducción de la volatilidad de los tipos de interés y los tipos de cambio, fruto de la mayor convergencia de las políticas económicas de los países miembros. El SME ha permitido la reducción de la inflación, aún cuando este éxito no sea únicamente mérito suyo, pues lo más probable es que si cada país hubiera actuado por su cuenta, los costes de reducir la inflación habrían sido mayores.

La Tormenta Monetaria del pasado mes de Septiembre, ha producido efectos devastadores en Italia y en el Reino Unido que se vieron forzados a retirarse del sistema, dejando sus divisas en libre flotación. Otros países se han visto obligados a devaluar sus monedas, como España, Portugal e Irlanda y otros se han visto fuertemente atacados por la especulación, como Francia y Dinamarca. Este fenómeno ha agudizado las críticas al SME sobre los costes que suponía para las economías reales de los países peor situados, la convergencia nominal exigida para mantener las paridades del tipo de cambio. Volviéndose a la polémica tipos de cambio fijos o tipos de cambio flexibles.

Frente a los beneficios del proceso de integración monetaria (reducción o eliminación del riesgo de cambio en las transacciones comerciales y financieras, y disminución o eliminación en los costes de transacción entre divisas), se han levantado voces críticas tendentes a recuperar la soberanía nacional sobre la política monetaria y ajustar ésta a los problemas específicos de las economías, alejándose de la ortodoxia del Bundesbank y estableciendo en definitiva políticas económicas divergentes. (Como así lo está haciendo el Reino Unido). Los partidarios de los tipos de cambio flexibles argumentan que las economías de ciertos países no podrán sostener su pertenencia al SME sino con excesivos sacrificios: altos tipos de interés, tipo de cambio normalmente sobrevalorado, y elevados niveles de desempleo.

Debemos recordar que la transmisión de las crisis económicas a nivel internacional se produce de manera más intensa con tipos de cambio fijos debido a la renuncia a usar el tipo de cambio como instrumento de políti-

ca económica y tener subordinada la política monetaria al mantenimiento del tipo de cambio, siendo por tanto más dura la recesión.

## **2. EL SME Y LAS POLITICAS MONETARIAS**

Tradicionalmente ha habido tres pivotes sobre los cuales ha girado la política monetaria: algún agregado monetario, tipos de interés, tipo de cambio. Y un cuarto complementario, que son los controles al crédito. Los dos primeros permiten realizar una política monetaria activa en la lucha contra la inflación, mientras que el tercero subordina la política monetaria al mantenimiento del tipo de cambio, perdiendo gran parte de su eficacia en la lucha contra la inflación.

Hay diversas razones técnicas que desaconsejan la utilización de los agregados monetarios como objetivo intermedio de política monetaria, debido en primer lugar a la multiplicación de activos financieros con un elevado grado de liquidez y altamente rentables y de los nuevos medios de pago, fruto de la innovación financiera y de los procesos de desintermediación. Por otro lado existe también la dificultad de manejar los tipos de interés como objetivo intermedio debido a las presiones de que son objeto por amplios sectores de la sociedad, o por lo condicionados que están por la financiación de la Deuda Pública. En cuanto a los agregados crediticios, se trata de una opción o complemento solamente válida para países con un sistema financiero fuertemente intervenido por el Estado, cuando no con una Banca Pública dominante.

Ante esto las autoridades monetarias han elegido el tipo de cambio como objetivo intermedio de la política monetaria, quedando los anteriores supeditados a la obtención de este. Por tanto la soberanía nacional en política monetaria se cede al Banco Central emisor de la moneda dominante. De manera que si este país sube sus tipos de interés, el resto de países deberá subirlos también para evitar tensiones en el mecanismo de cambios del SME.

Además existen otros factores que disminuyen notoriamente la eficacia de la política monetaria y que en los años 80 han tenido un enorme protagonismo en la escena económica internacional, entre los cuales podríamos destacar los cambios en la velocidad de circulación del dinero. Podríamos sintetizar los efectos de un incremento en la velocidad de circulación del dinero de la siguiente forma: un incremento de los tipos de interés, provocado por una escasez de dinero (consecuencia de una política monetaria restrictiva), hará disminuir los saldos ociosos, aumentando entonces la velocidad de circulación del dinero. Este incremento en la velocidad de circulación del dinero contrarresta los efectos de la subida de los tipos de interés, siendo muy probable que se tomen de nuevo medidas restrictivas. Se trata de un concepto sumamente complejo y difícilmente predecible, que puede hacer en determinadas ocasiones que la política monetaria pier-

da su efectividad, al incrementar la incertidumbre que pesa sobre ella y modificar sus efectos sobre los objetivos finales de política económica.

### **3. LA LIBERALIZACION DE LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES**

A lo largo de estos años el SME ha logrado la estabilidad cambiaria, a pesar de los diversos ritmos de convergencia de los países miembros. En cinco años no se ha producido ningún realineamiento si exceptuamos el pase a la banda estrecha de la Lira, lo que ha concedido gran credibilidad al sistema, determinando «que los tipos de cambio estén más en función de los diferenciales de tipos de interés que de los principales fundamentos macroeconómicos<sup>1</sup>. Aunque no cabe duda que esto ha sido posible gracias a la existencia de los controles de cambios, pues sin ellos los diferenciales de inflación que han mantenido muchos países miembros, habrían forzado a realizar un gran número de realineamientos en la parrilla de paridades centrales, lo cual habría mermado sensiblemente su credibilidad.

La firma del Acta Unica con el establecimiento de un Mercado Interior y la Unión Económica y Monetaria, ha producido un progresivo desmantelamiento de los controles de cambios en todos los países miembros, (excepto Grecia). Una de las reglas de oro de este proceso debería haber sido que el ritmo de la liberalización de los movimientos de capitales, fuera paralelo al ritmo de convergencia macroeconómica de los distintos países, porque de lo contrario una excesiva liberalización de los movimientos de capitales se convertiría en una fuente de desestabilización del sistema. Por todo ello, hasta que todos los países no tengan unos fundamentos económicos más o menos estables y similares, los controles de cambios serán un mal necesario del sistema.

Estos razonamientos han sido excluidos del proceso de Unión Monetaria, que se ha basado en criterios voluntaristas totalmente ajenos a la realidad y nos han conducido al actual estado de crisis. Pues no debemos olvidar que la eliminación de los controles de cambios disminuye notoriamente el poder de intervención de los Bancos Centrales en los mercados de divisas, a la hora de frenar la especulación desestabilizadora. En un futuro inmediato sería conveniente analizar de manera realista las distintas situaciones coyunturales y estructurales de cada país, estudiando las divergencias tolerables para cada país para cuyo mantenimiento es muy probable que algunos estados necesiten de los controles de cambios para permanecer en el SME.

En España se liberalizaron totalmente, (solo con requisitos de índole fiscal e informativa) el 1 de Febrero de 1992, aún cuando la fecha tope permitida era el 31 de Diciembre de 1992. Además se liberalizaron para todas las divisas cuando la normativa europea solo lo exigía para las divisas de sus países miembros. Este ha sido un factor esencial que ha hecho inútil la

---

<sup>1</sup> Boletín Económico del Banco de España de Enero de 1993, «La Crisis del SME».

defensa de la paridad central de la peseta por el Banco de España, aún perdiendo 50.000 millones de dólares en reservas<sup>2</sup>. La liberalización ocasionó un espectacular incremento de los pasivos nominados en moneda extranjera, ante lo atractivo de endeudarse a tipos de interés muy inferiores a los españoles. Este fenómeno de «deslocalización del crédito» ha facilitado la acción especuladora en la reciente crisis, suponiendo un importante incremento de los costes de la devaluación. Convendría recordar para el futuro que el establecimiento de ciertos controles de cambios sobre operaciones especulativas tras la primera devaluación, consiguió mantener el tipo de cambio a pesar de la brutal especulación de que fue objeto la peseta.

#### 4. COOPERACION VERSUS ASIMETRIAS

Los mecanismos de intervención del sistema han pecado a lo largo de su existencia de insuficientes, y sobre todo de asimétricos. El peso de la intervención recae principalmente sobre el país de moneda débil, independientemente de la razón por la cual esa moneda se esté depreciando.

El principal problema es que la moneda de un país puede tener una débil situación en el sistema, no sólo por su situación macroeconómica sino por la fortaleza intrínseca de la moneda fuerte. Este ha sido uno de los fenómenos que ha transmitido y amplificado la reciente «Tormenta Monetaria». La fortaleza del marco ha hecho débiles al resto de monedas del SME sin diferenciar para nada su verdadera situación. Así podríamos citar como ejemplo los casos de España y Francia, el primero con un tipo de cambio sobrevalorado, que respondía a una economía que había vivido por encima de sus posibilidades y el segundo con una situación estable, incluso con un diferencial de inflación negativo con respecto a Alemania. La presión ha caído sobre los dos. En el caso de España ha sido mas intensa debido a su peor situación económica, habiendo necesitado devaluar su divisa tres veces en ocho meses. Sin embargo la situación de Francia no indicaba esa tendencia y sólo ha conseguido evitar la devaluación gracias al apoyo masivo y unilateral del Bundesbank, por otro lado no extensible a otras monedas del sistema. Esta situación se ha visto acentuada ante la resistencia que siempre ha mostrado el Bundesbank a permitir una apreciación del marco, cuando los indicadores básicos así lo han señalado.

Esto implica, como señala José Villaverde Castro<sup>3</sup>, que «al caer la carga del ajuste en el país de moneda débil y al mantener este su moneda sobrevalorada, imprime un rasgo deflacionista a todo el sistema». Luego una parte del diferencial de inflación de los países más estables será a costa de un mayor déficit comercial del resto de países.

---

<sup>2</sup> Estimación de Mayo de Analistas Financieros Internacionales, descontando de las reservas de divisas las posiciones a plazo del Banco de España.

<sup>3</sup> Tomado de la revista del IEE, n.º 2 de 1989 monográfico sobre el SME. pp. 58-67.

Además el sistema no sólo es asimétrico en la carga de los ajustes, sino también en los beneficios de la pertenencia al sistema y en el grado de independencia de la política monetaria, pues como vimos anteriormente, el Bundesbank lo que hace es prestar su credibilidad anti-inflacionista al resto de sus socios, a cambio de dirigir la política monetaria europea conforme a sus necesidades internas.

Se hace vital por tanto una reforma en profundidad del mecanismo de intervención que refuerce notablemente la cooperación entre los países miembros del sistema. Se deberían ampliar de forma significativa las reservas disponibles para la intervención de los países con moneda débil, o formalizar un compromiso de ayuda para las monedas débiles por todos los Bancos Centrales, como el efectuado en Abril en ayuda de la peseta. En definitiva de lo que se trata es de mejorar la cooperación en el sistema, para lo cual será necesario ceder soberanía que es donde radica el principal problema.

Aunque como afirma Cristian de Boissieu<sup>4</sup>, «algunos países no cooperan porque están mejor en el equilibrio no cooperativo que en el equilibrio cooperativo, siendo esto fuente de asimetrías». Luego será necesario eliminar las fuentes de asimetrías, para que así se produzca una mayor cooperación, rompiendo de esta forma el círculo vicioso antes comentado.

## **5. SITUACION ECONÓMICA ESPAÑOLA: PRINCIPALES DESEQUILIBRIOS**

España comenzó en 1985 uno de los períodos de mayor expansión de su economía en su más reciente historia. Nunca el empleo había crecido tan intensamente como lo va a hacer en este período, la tasa de incremento del PIB era la mayor de todos los países de la OCDE. Además todo esto se consiguió tras una modélica Transición Política que coincide con la mayor crisis económica a nivel mundial desde la Gran Depresión.

En este período, España se integró como miembro de pleno derecho en la CEE, lo cual va a marcar profundamente su política económica. El estadio anterior al período aquí analizado(1985-1992) se había caracterizado por un estancamiento de la demanda interna, debido a la política de ajuste practicada por el primer gobierno socialista. Ello empujó a muchas empresas a dirigir su actividad productiva hacia los mercados exteriores, produciéndose de esta forma una reasignación de los recursos productivos a favor de los sectores económicos de bienes comercializables. Las exportaciones registraron un gran aumento que junto a la moderación de las importaciones y la caída del precio del petróleo, llevaron nuestra balanza de bienes y servicios a un poco habitual superávit en 1986 (cuadro 1).

---

<sup>4</sup> Tomado de la revista del IEE, n.º 2 de 1989 monográfico sobre el SME. pp. 83-88.

**CUADRO 1**  
**Balanza de pagos**  
 (Datos en miles de millones de pesetas)

	<b>Balanza bienes y servicios</b>	<b>Balanza por cta. corriente</b>	<b>Inversión directa</b>	<b>Inversión en cartera</b>	<b>Inversión en inmuebles</b>
1986	553,7	692,2	284,2	235,0	190,5
1987	-124,7	175,3	321,5	434,8	221,4
1988	-784,1	-348,8	521,1	246,2	267,3
1989	-1.888,3	-1.367,6	667,3	732,7	303,2
1990	-2.077,1	-1.592,0	1.073,1	450,8	244,4
1991	-2.381,5	-1.758,9	898,2	559,9	160,3
1992	-3.065,5	-2.514,1	738,9	320,2	104,5

*Fuente:* B. Estadístico del Banco de España.

Sin embargo, este marco de actuación va a cambiar radicalmente con la incorporación de España a la CEE, con un giro de la política económica nacional. El desarme arancelario progresivo que supuso nuestra entrada en el Mercado Común en un país como España poco competitivo industrialmente, generó una avalancha de importaciones sobre su mercado interior. Además, la política económica giró de un modo espectacular, pues si anteriormente se había producido un duro ajuste propiciado por políticas monetarias y fiscales restrictivas que habían contado con el apoyo de una contención salarial, la salida del gobierno de Miguel Boyer supone la victoria de las tesis del llamado sector guerrista del PSOE, materializándose en un aumento descontrolado del gasto público y mayores incrementos salariales. Se determinaba así un modelo de crecimiento económico basado en el impulso de la demanda interior. La economía española responde a ello olvidándose de los mercados exteriores y basando su crecimiento en la demanda interna, no siendo capaz por otro lado de abastecerla, provocándose un impresionante déficit comercial a partir de entonces.

El modelo económico conjugaba por tanto: un alto crecimiento del empleo y de la producción, contención en las tasas de inflación y un fuerte déficit comercial, que al financiarse con entradas masivas de capitales aumentaba nuestras reservas de divisas apreciándose artificialmente el tipo de cambio de la peseta. La sobrevaloración del tipo de cambio reforzaba la redistribución de los recursos productivos hacia los sectores protegidos de la competencia exterior, convirtiéndose en una poderosa arma anti-inflacionista en manos del gobierno al abaratar aún más los precios de importación, ya de por sí más bajos que los precios españoles en los sectores de bienes comercializables. De esta manera la incapacidad del gobierno para atajar la inflación en su génesis, debilitó aún más al tejido industrial español acentuando el deterioro del sector exterior. Aparentemente todo marchaba sobre ruedas, sin embargo seguían latentes los dos principales desequilibrios estructurales de la economía española.

**CUADRO 2**  
**Tipos de interés**  
 (1985-1991. Tasas del mercado monetario)

	Tipo medio	Diferencial con España	Tipo interés real	Diferencial con España
Reino Unido .....	11,67	-1,59	5,73	-1,16
Portugal.....	14,72	1,46	3,22	-3,67
Países Bajos .....	6,58	-6,68	4,92	-1,97
Italia .....	12,67	-0,59	6,96	0,07
Irlanda.....	10,56	-2,70	7,29	0,40
Francia .....	8,79	-4,47	5,60	-1,29
España.....	13,26	—	6,89	—
Dinamarca .....	9,81	-3,45	6,15	-0,74
Alemania.....	5,82	-7,44	3,60	-3,29
Bélgica .....	7,18	-6,08	4,52	-2,37

Fuente: FMI Estadísticas Financieras Internacionales.

Por un lado, el deterioro de la balanza por cuenta corriente debido al enorme crecimiento del déficit comercial, fruto de la incorporación a la CEE y a una notoria falta de competitividad industrial que ya no podía compensarse con los ingresos del turismo, que más tarde comenzarían a caer como consecuencia de la falta de competitividad de la economía española. Este déficit se compensó con creces con la masiva entrada de capitales (tanto de inversión productiva como especulativa), atraída por el boom de la Bolsa y del mercado inmobiliario y por el enorme potencial de crecimiento de la economía española junto con los altos tipos de interés de la Deuda Pública. Esto ocasionó un incremento espectacular de las reservas de divisas del Banco de España que llegaron a sobrepasar los 70.000 millones de dólares, siendo España uno de los países del mundo con mayor nivel de reservas. Consecuencia de tal fenómeno fue el incremento del componente autónomo de la base monetaria que dificultó el manejo de la política monetaria, introduciendo tensiones inflacionistas que ante la laxitud de la política fiscal y la ausencia de una política de rentas forzaban a subir aún más los tipos de interés, que unidos a la prima de riesgo por nuestro diferencial positivo de inflación implicaban la necesidad de mantener elevados tipos de interés reales, lo que apreciaba continuamente el tipo de cambio de la peseta (cuadro 2).

El otro desequilibrio básico era la inflación. España tradicionalmente ha tenido un diferencial positivo de inflación respecto al resto de países comunitarios, sobre todo con los más desarrollados incluidos en la banda estrecha del SME (cuadro 3). Tras años de doloroso ajuste con una pérdida de alrededor de un millón de empleos, la inflación española se había reducido drásticamente aunque sin llegar a las tasas de nuestros socios del SME. Hasta ese momento la lucha contra la inflación había sido el principal objetivo de la política económica, aunque basándose exclusivamente en los

**CUADRO 3**  
**Indices de precios**  
 (Período 1985-1991)

	Tasa acumulada	Diferencial con España	Tasa media	Diferencial con España
Reino Unido .....	41,2	-3,7	5,93	-0,40
Portugal.....	90,3	45,4	11,32	4,94
Países Bajos.....	7,7	-37,2	1,25	-5,10
Italia .....	40,1	-4,8	5,77	-0,60
Irlanda .....	21,4	-23,5	3,28	-3,10
Francia .....	20,0	-24,9	3,08	-3,30
España.....	44,9	—	6,38	—
Dinamarca.....	24,1	-20,8	3,66	-2,70
Alemania.....	10,7	-34,2	1,71	-4,60
Bélgica.....	14,6	-30,3	2,29	-4,00

Fuente: FMI Estadísticas Financieras Internacionales.

costes salariales y en la manifestación monetaria del fenómeno, forzando la política monetaria y olvidando que la inflación más que cualquier otro *desequilibrio es un indicador de la incapacidad de la oferta para satisfacer a la demanda interior*, que a nuestro juicio ha sido y sigue siendo el principal problema de la economía española, pues denota:

- Falta de competitividad y déficit comercial.
- Ineficiente asignación de recursos.
- Falta de ahorro, bajo stock de capital, bajo nivel de empleo.

Todos estos rasgos fueron acentuados con el giro de la política económica de 1985 ya comentado. Se abandonaron las reformas estructurales y en vez de realizar una política industrial que situara a nuestra industria en sectores viables, lo que se hizo fue un maquillaje de las pérdidas de empresas públicas sin futuro, aplazando el problema.

También se puede observar como este incremento de precios no se puede imputar al conjunto de la economía, sino a los sectores protegidos de la competencia exterior que tienen capacidad para transmitir costes a precios mediante la aplicación de un margen fijado de antemano sobre sus costes (mark up). Esto lo podemos observar claramente al comparar los índices de precios de productos industriales con el IPC, o mejor aún con los índices de precios del sector servicios (cuadro 4). Todo ello nos lleva a una inflación de beneficios en los sectores protegidos, lo que hace demandar mayores incrementos salariales que debido al sistema de negociación colectiva, se traslada de forma ineficiente a los costes del sector industrial, generando una ineficiente asignación de los recursos productivos basada en abastecer a la demanda nacional en sectores no abiertos a la competencia exterior, lo que implica fuertes tensiones en los precios y un abandono del sector industrial con menos capacidad de generar beneficios a corto plazo.

**CUADRO 4**  
**Indices de precios sectoriales**

	General 100%	Alimentos no elab. 15,46%	Alimentos elab. 17,56%	Industriales 25,74%	Energía 7%	Servicios 34,24%	Ipsene 77,54%
1988	5,8	7,0	5,9	4,4	-1,8	7,5	6,1
1989	6,9	6,3	8,6	3,7	6,2	8,7	7,1
1990	6,5	7,2	3,7	4,8	11,3	8,4	6,1
1991	5,5	2,0	4,4	4,8	1,6	8,8	6,5
1992	5,4	-3,5	5,7	5,1	10,1	8,6	6,9

*Fuente:* Banco de España.

Sin embargo desde el gobierno se enfoca el tema de una manera muy distinta, trasladando toda la responsabilidad a los excesivos incrementos salariales. Siendo estos no la causa, sino una acomodación de los salarios a las expectativas de precios en alza, olvidándose del importante incremento de los beneficios empresariales. El gobierno centra su discurso en la contención salarial e intentar un aumento del ahorro desplazando la responsabilidad en este asunto al excesivo consumo privado, hablándose de que vivimos por encima de nuestras posibilidades y manteniendo su «indisciplina fiscal». Materializa su política anti-inflacionista en una dura política monetaria centrándose otra vez en la manifestación monetaria del fenómeno y eludiendo actuar sobre sus auténticas causas con un enfoque integrado de política económica.

## 6. DEL INGRESO DE ESPAÑA EN EL SME A LA TORMENTA MONETARIA

España ingresa en el mecanismo de cambios del SME en 1989 según Viñals<sup>5</sup>, «para consolidar los frutos de su política anti-inflacionista y converger con los países centrales del SME». Al converger la inflación, tenderían a converger los tipos de interés reduciéndose o anulándose la prima de riesgo de la economía española, que ganaría en credibilidad ante el sector exterior. La bajada de los tipos de interés (siempre que no lo impidiera el déficit público) aumentaría la inversión y el empleo.

Se cede el control de nuestra política monetaria al Bundesbank. Hasta ese momento el objetivo intermedio de política monetaria había sido los ALP, pasando a serlo ahora el tipo de cambio y quedando los ALP al igual que los tipos de interés como variables de referencia. Desde su entrada hasta la primavera de 1992, la peseta había sido una de las monedas más fuertes del sistema, colocándose en la parte superior de su banda a pesar de

<sup>5</sup> Documento de Trabajo n.º 8804 del Banco de España.

contar con un diferencial positivo de inflación y una elevada prima de riesgo que compensaba con altos tipos de interés. Este fenómeno (paradoja varias veces repetida en el seno SME), ha limitado aún más el margen de actuación de la política monetaria española. Así por ejemplo durante 1992 el Banco de España tuvo que proceder a relajar sus tipos de interés cuando la situación interior no lo recomendaba (por las tensiones inflacionistas), para evitar salirse de la banda y tener que revaluar la peseta. España ha contado con un tipo de cambio sobrevaluado y la imposibilidad de ajustar su tipo de cambio le ha producido una importante pérdida de competitividad, mientras la peseta continuaba siendo una de las monedas fuertes del sistema. Esto se ha producido a pesar del déficit por cuenta corriente, a la masiva entrada de capitales atraídos por las expectativas de la economía española, siendo reforzado por la dureza de la política monetaria implementada por el Banco de España para contener la inflación ante la «indisciplina» de la política fiscal.

Según avanzaba el año 1992 los mercados han ido perdiendo la poca credibilidad y confianza que tenían en el gobierno para sacar adelante el Plan de Convergencia y cumplir los requisitos exigidos en Maastricht. La incertidumbre se ha extendido por toda Europa, pues sólo Luxemburgo cumplía todos los requisitos exigidos por el Tratado de Maastricht, viéndose reforzado este fenómeno por la resistencia a ceder soberanía a Bruselas. La incertidumbre política desatada por el rechazo de Dinamarca a ratificar Maastricht en referéndum, su no aprobación en el Reino Unido y su apurado triunfo en el referéndum francés, terminaron por desatar la Tormenta Monetaria y la crisis mas fuerte del SME desde su constitución en 1979.

La pérdida de competitividad acumulada ha sido muy fuerte, dependiendo su cuantificación del periodo analizado y los índices utilizados. Nosotros hemos elegido como fecha base 1985 por diversas razones, entre las que destacan contar con una balanza de pagos equilibrada y coincidir con nuestra entrada en la CEE. Comparando los diversos índices que se pueden tomar como precios al consumo o costes laborales, la pérdida de competitividad no baja en ningún caso del 25%. Ante esto el tipo de cambio central ha pasado de 65 pesetas por marco a 79,117 pesetas, siendo 84,006 y 74,512 sus límites de fluctuación. Este realineamiento recupera practicamente toda la pérdida de competitividad acumulada debiendo ser suficiente para que la peseta recupere su nivel de equilibrio, siempre que la situación política no lo impida y sean implementados los necesarios ajustes estructurales<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> En la última devaluación el porcentaje solicitado por el Banco de España al Comité Monetario fué del 10%, siendo concedido tan solo un 8% debido a la oposición de Francia y el Reino Unido, que entendían que era excesiva y perjudicaba sus intereses comerciales.

**CUADRO 5**  
**Estructura de las importaciones (%)**

	<b>Productos energéticos</b>	<b>Bienes intermedios</b>	<b>Bienes de consumo</b>	<b>Bienes de capital</b>
1986	18,82	50,80	14,78	15,58
1987	16,16	47,31	17,81	18,70
1988	11,30	47,35	20,19	21,06
1989	11,79	46,49	20,77	20,85
1990	11,81	45,42	21,79	20,95
1991	10,82	44,56	24,03	20,53
1992	10,03	44,32	27,74	17,89

*Fuente:* Banco de España.

## 7. LA DEVALUACION COMO GIRO DE LA POLITICA ECONOMICA

Las dos devaluaciones de la peseta (la fecha de cierre de este artículo es el 25 de mayo), no han producido un aumento de los precios debido a la recesión en que entró la economía española en el cuarto trimestre de 1992, con un incremento nulo del PIB. Esto ha impedido que las empresas repercutieran en sus precios de venta el incremento de sus costes reduciendo aún más sus márgenes.

En relación a la balanza de pagos en el cuarto trimestre de 1992, la demanda exterior ha tenido una aportación positiva al crecimiento del PIB. Aunque este dato puede ser engañoso ya que la moderación de las importaciones se ha producido no por el efecto devaluación, sino por la caída de la tasa de inversión que ha reducido drásticamente las importaciones de bienes de capital y una moderada reducción en los últimos meses del año en las importaciones de bienes de consumo producida por la situación recesiva de la economía y que se ha acentuado en el primer trimestre del año (CUADRO 5). Otro factor que ha ayudado a moderar el incremento de las importaciones han sido los recortes de precios de los productos importados en sus mercados de origen, producidos por la situación depresiva del comercio internacional. Donde se ha notado más claramente el efecto de las dos devaluaciones, ha sido en las exportaciones, que han crecido gracias a la ganancia de competitividad aportada por la depreciación del tipo de cambio.

El riesgo de que un incremento salarial anule las ganancias de competitividad producidas por la devaluación es un riesgo presente en la economía española, aunque moderado por la imposibilidad de las empresas de repercutir sus incrementos de costes en los precios finales. Debemos tener presente que con una inflación del 5,5% en 1992 la subida salarial ha estado en torno al 7,5%, siendo el incremento final de los costes salariales del orden del 9%<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Informe Trimestral sobre la Economía Española del Banco de España. Boletín Económico de Enero de 1993.

**CUADRO 6**  
**Financiación de la balanza de pagos**  
 (Datos en miles de millones de pesetas)

	Total inversión	Créditos largo plazo	Total financ. largo plazo	Bal. por cta. corriente
1986	716,8	-574,3	142,5	692,2
1987	996,5	241,8	1.238,3	175,3
1988	1.063,5	407,6	1.471,1	-348,8
1989	1.730,1	102,8	1.832,9	-1.367,6
1990	1.845,5	146,4	1.991,9	-1.592,0
1991	1.601,7	665,5	2.267,3	-1.758,9
1992	1.163,6	947,0	2.110,6	-2.514,1

*Fuente:* Bolétin estadístico del Banco de España.

Esto ha acentuado el duro ajuste producido en el nivel de empleo, alcanzándose la cifra de tres millones trescientos mil parados según el dato del primer trimestre de la EPA. Las perspectivas son difíciles, haciéndose necesaria una reforma global del mercado de trabajo y no una simple contención salarial.

El grado de apertura de la economía española es inferior al de la CEE, sobre todo en cuanto a exportaciones se refiere. Para las empresas españolas la exportación no deja de ser una actividad secundaria, ello determina que un menor porcentaje de la economía española esté abierto a la competencia, con los consiguientes efectos en los incrementos de precios a los que nos hemos referido anteriormente. Para ilustrar este aspecto conviene retomar las palabras del Banco de España sobre el deterioro del sector exterior, «La erosión de los saldos comerciales tras 1986 puede explicarse no solo por el crecimiento de la demanda final, sino por una pérdida de competitividad en sentido más amplio que la medida por el diferencial de costes y precios y que viene determinada por el diseño y la calidad del producto, por la existencia de redes comerciales y servicios postventa y por el dinamismo de la oferta y su capacidad para adaptarse a los cambios de la demanda»<sup>8</sup>.

Otro rasgo esencial en el sector exterior de la economía española es el cambio que se está produciendo en la financiación del déficit por cuenta corriente. En los años pasados se financió más que sobradamente por la inversión extranjera, haciendo crecer de un modo vertiginoso las reservas del Banco de España. Pero esto está cambiando ya que la inversión directa alcanzó el máximo histórico en 1990 de un billón de pesetas, comenzando a decaer desde entonces (CUADRO 6). Este cambio en la Balanza Fundamental no es coyuntural sino estructural, como veremos posteriormente.

Se hace necesario un giro en la política económica, si antes hemos crecido a altas tasas gracias al empuje de la demanda interna, la afluencia ma-

<sup>8</sup> Informe Anual del Banco de España 1991.

siva de capital extranjero y el deterioro del sector exterior, la devaluación pone fin a este modelo de crecimiento económico. Principalmente porque no podemos seguir creciendo a cambio de una mayor inestabilidad en nuestros desequilibrios estructurales (inflación y déficit comercial), al crecer de forma no competitiva estando integrados en un mercado libre. Además la inversión extranjera no nos va a seguir financiando en tan alto porcentaje nuestro déficit comercial, por muy diversas razones entre las que destacan las siguientes: El déficit de ahorro a nivel mundial y la aparición o reforzamiento de países más atractivos que España para la inversión extranjera, como por ejemplo los países del Este de Europa, Latinoamérica, NPI Asiáticos. España no va a estar de moda como en años anteriores, la mano de obra se ha encarecido y este aumento no está siendo compensado vía incremento de productividad. Además se ha producido una pérdida de credibilidad de la Política Económica del gobierno.

Este profundo cambio en la estructura productiva más centrada en el crecimiento vía exportación, implicaría la necesidad de modificar las pautas de consumo-ahorro de la economía, necesitando el país mayores tasas de ahorro interno que financien un mayor porcentaje de nuestra inversión, antes financiada de forma masiva por el sector exterior. Siendo muy conveniente que esta apertura se convierta en un rasgo estructural y no en una vía de escape a la debilidad de la demanda interna. Aquí es donde debe ser realmente importante la actuación de las autoridades económicas con un enfoque integrado de política económica que contemple la política industrial centrándose en los sectores de demanda fuerte y media con posibilidades de ser competitivos. Por todo ello y según se ha formulado a lo largo del presente estudio, la opción más válida en estos momentos es permanecer en el SME, basar nuestro crecimiento futuro más en la demanda exterior y proceder a realizar los necesarios ajustes estructurales.

Ante esto surge principalmente una opción defendida por muy diversos sectores sociales, que en líneas generales consistiría en establecer una política económica divergente respecto a nuestros socios comunitarios rechazando los compromisos de Maastricht y ciertos aspectos de la Unión Europea, solicitando nuestra salida del SME aduciendo que ante la imposibilidad de converger con el SME en términos reales, nuestra convergencia en términos nominales produce excesivos costes. De esta forma se recuperaría la autonomía de la política monetaria, que tomaría un carácter expansivo mediante la reducción de los tipos de interés que haría crecer la inversión y el empleo. Otras voces claman pidiendo una política fiscal expansiva como medida de choque para frenar el desempleo, opción que a nuestro entender no creemos necesario refutar ante lo descabellado de la misma. Si bien es cierto que algunas de estas medidas podrían tener efectos beneficiosos a corto plazo, a medio-largo plazo serían inviables, además de alejar a España de su entorno económico natural, la convergencia con sus socios europeos. La salida del SME podría alentar de algún modo la actividad económica a corto plazo, pero solo sería una huida hacia ade-

lante de las cuales la economía española ha tenido varias experiencias en otros tiempos.

Llegados a este extremo convendría recordar las palabras de Iacocca<sup>9</sup>, «La demanda de capital, está más en función de la estabilidad del tipo de interés, que del descenso cualitativo del tipo de interés» (Nota 7). Será mejor que el interés descienda regularmente a que lo haga con mayor intensidad pero regularmente, pues el empresario necesita estabilidad para planificar la inversión, y credibilidad y confianza en la Política Económica factor que ahora está por los suelos. Debemos recordar que la política monetaria vía tipo de interés, es ineficaz en la cima del ciclo y en el fondo de la recesión.

En los momentos de crisis, cuando ningún tipo de políticas parecen tener efecto suele acudir-se a la política de rentas. Ni que decir tiene que esta debería de jugar un papel de vital importancia en la actualidad. España es un país fuertemente indiciado, en 1992 con una fuerte caída del empleo los salarios crecieron muy por encima de la inflación y de los aumentos de productividad. Otro tipo de políticas complementarias que deberían reforzar las antes citadas serían unas moderadas dosis de economía de la oferta. Si bien estas políticas han fracasado en EEUU y el Reino Unido debido esencialmente a su exceso de protagonismo. En España hay ciertos rasgos diferenciales que harían muy conveniente su puesta en práctica con moderación, acompañadas de unas política de rentas que moderen la ilusión monetaria. La existencia de un importante fraude fiscal superior al del resto de Europa, es un rasgo a tener en cuenta a la hora de plantear la política tributaria. Por último, la necesidad de desregular ciertos sectores protegidos, herencia del tradicional aislamiento e intervencionismo de que ha hecho gala la economía española a lo largo de su historia.

## **8. EL FUTURO DEL SISTEMA MONETARIO EUROPEO**

El futuro del SME pasa inevitablemente por un cambio de rumbo en la política europea. El Tratado de Maastricht ha impuesto un calendario para la Unión Económica y Monetaria voluntarista y alejado de la realidad económica. Imprime una gran velocidad a dicho proceso al margen de la voluntad del ciudadano de a pie y de muchas e importantes instituciones, que se resisten a ceder soberanía a la burocracia de Bruselas. El seguir en esta línea nos conduce a aumentar el rechazo popular al proceso de Unión Europea, reforzando los argumentos de quienes achacan a Bruselas ser la causa de nuestros problemas económicos.

El SME a lo largo de su trayectoria ha supuesto para sus países miembros una importante apuesta política. Subordinar mayores incrementos de

---

<sup>9</sup> HUSTON MC CULLOCH (1980): *Dinero e Inflación*, Madrid, Rialp.

la producción interior en aras de una mayor estabilidad monetaria, implica probablemente la principal opción de política económica que puede tomar un país. En esta decisión pesan no solo factores económicos, sino también políticos que apuestan por una Europa unida.

Si nos fijamos en la historia podremos observar que en los periodos de crisis, todos los países tienden a encerrarse en sí mismos olvidándose de los grandes proyectos. Por esta razón es imprescindible una revisión del ritmo de la Unión Europea que asiente lo ya conseguido, evitando lanzarse precipitadamente hacia la Unión Monetaria (como algunas voces reclaman), que lo que conseguiría sería una Europa fragmentada con países fuera del SME, convirtiéndose este en una Area del Marco. Luego siempre será mejor una Europa a distintas velocidades como la ya existente, que no una Europa fragmentada. Otro factor de riesgo que acompañaría a una Unión Monetaria en el momento actual y que incrementaría el peligro de una Europa fragmentada, sería el señalado por Martin Feldstein<sup>10</sup>, pues «dada la baja movilidad del factor trabajo, la inflexibilidad de los salarios reales y las rigideces de los mercados de trabajo, los países de la CE distan mucho de ser un área monetaria óptima». Dentro de una Unión Monetaria ya no se podrían adaptar las diferencias de competitividad mediante realineamientos de los tipos de cambio.

También es importante resaltar que se ha hablado mucho de los grandes beneficios de la Unión Europea, pero no se ha dicho como va a ser el reparto de los mismos. Los estudios acerca de la distribución de todos estos recursos son escasos debido probablemente a que los gobiernos de los distintos estados no se han preocupado excesivamente de este tema, al partir del convencimiento de que cada uno iba a estar en el grupo de los países mas beneficiados.

Es de vital importancia asentar el SME de una forma realista que no incite a realizar políticas económicas divergentes. Consolidar un sistema de tipos de cambio fijos-ajustables puede transmitir una crisis con mayor virulencia, pero ya que estamos en ella es mejor resistir que dejarse llevar por la idea de que con tipos de cambio flexibles las economías nacionales se adaptarían mejor. Esto que podría ser válido para casos determinados, si fuera tomado por un conjunto de países nos llevaría probablemente a la senda de las «devaluaciones competitivas». Convendría recordar que algunos análisis indican la posibilidad de que la Libra Esterlina se encuentre en estos momentos excesivamente depreciada. Además su salida del SME provocó la devaluación de la Libra Irlandesa. Francia y el Reino Unido se opusieron frontalmente a la tercera devaluación de la peseta, por entender que se solicitaba un porcentaje de devaluación excesivo que perjudicaba sus intereses comerciales, consiguiendo reducir la devaluación solicitada por España, confirmando el riesgo antes comentado.

---

<sup>10</sup> ISSING OTMAR (1993): *La Unión Monetaria y su Futuro*, Madrid, IEE.

Aquí entramos en un tema complejo y sumamente espinoso, tanto desde el punto de vista político como el técnico-económico. La frecuencia óptima de los realineamientos es un tema que por delicado no deja de ser crucial, así como el papel que pudieran tener en determinadas situaciones los controles de cambios. La mejora de la coordinación encaminada a reducir las asimetrías, sería otros de los ejes cartesianos sobre los cuales debería girar la reforma.

El otro núcleo del problema es el modelo económico alemán. El shock producido por la reunificación no es solo un problema coyuntural como a veces se ha puesto de manifiesto, sino un problema estructural que debe ir acompañado de un cambio en su modelo de crecimiento. Alemania ha perdido el rigor anti-inflacionista y el incremento de su déficit público, ha forzado un aumento en sus tipos de interés que ha modificado los flujos de capitales internacionales, que han terminado por dislocar al SME. Hasta aquí podríamos hablar de rasgos coyunturales que la economía alemana sería capaz de digerir, una vez haya remontado la recesión en la cual se encuentra. Pero es que en el futuro a la nueva Alemania no le va a servir el binomio estabilidad de precios y moderado crecimiento, porque está sufriendo ya una mayor presión demográfica. La antigua RDA tenía una población mucho más joven, aparte del paro y de la entrada masiva de emigrantes del Este de Europa. Todos estos factores hacen que en el futuro Alemania no pueda seguir siendo el ancla del SME en las condiciones que hasta ahora lo ha sido. Por esta razón y por las otras mencionadas anteriormente, se hace necesaria una revisión y reforma en profundidad del SME que tenga en cuenta el nuevo orden internacional y los riesgos a que nos conduce la actual situación de inestabilidad.

## **9. CONCLUSIONES**

En estos momentos hacer balance de la permanencia de España en el SME se torna en un asunto sumamente polémico y complejo. Si bien es cierto que se ha reducido el diferencial de inflación principalmente en los dos primeros años, en 1992 este no se ha debido a una reducción de la tasa de inflación española, sino a un repunte de la inflación en Europa (especialmente en Alemania). Solamente la recesión y el ajuste en el nivel de empleo han logrado evitar la repercusión en el nivel de precios de las dos primeras devaluaciones, el fuerte incremento de los costes laborales y el incremento de la imposición indirecta. De lo que no cabe duda es que no se ha conseguido atajar la inflación en su génesis, es decir la inflación estructural producida en los sectores protegidos de la competencia exterior.

El déficit comercial sigue siendo un grave problema sin atisbos de solución a pesar de su reducción, hasta que no se tomen medidas efectivas para incrementar los recursos productivos dedicados al sector exterior, que hagan que nuestra economía sea mas competitiva que es el principal problema de fondo. Al mismo tiempo estas políticas ayudarían a reducir la inflación estructural, al

**CUADRO 7**  
**Tipos de cambio nominales**  
 (Medias de cifras diarias)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Libra esterlina	219,38	205,27	201,83	207,10	194,06	181,36	183,29	179,90
Escudo	99,94	93,47	87,37	80,79	75,21	71,49	71,93	75,79
Florín	51,40	57,27	60,92	58,96	55,84	55,98	55,58	58,22
Lira	8,92	9,41	9,52	8,96	8,64	8,51	8,38	8,32
Libra irlandesa	180,50	187,65	183,40	177,50	167,91	168,59	167,31	174,05
Franco francés	19,00	20,22	20,53	19,57	18,57	18,72	18,42	19,34
Corona	16,10	17,32	18,04	17,31	16,20	16,48	16,24	16,96
Marco	57,98	64,61	68,65	66,35	62,98	63,06	62,64	65,55
Franco belga	287,34	313,93	330,53	317,01	300,63	305,04	304,23	318,40
Dolar USA	170,04	140,01	123,54	116,62	118,53	102,02	104,10	102,12
ECU	129,30	137,45	142,26	137,61	130,32	129,65	128,57	132,19

Fuente: Banco de España. Pésetas por unidad o cien unidades.

estar sometido un mayor porcentaje de la economía al sector exterior.

Por tanto, trasladar la responsabilidad del fracaso de nuestra política económica a nuestra permanencia al SME es un intento de eludir la auténtica naturaleza los problemas de la economía española. Cuando España ingresó en el SME ya se estaban comenzando a desbordar sus tradicionales desequilibrios estructurales la inflación y el déficit comercial, evidenciándose la falta de competitividad de la economía española. En ese momento lo adecuado hubiera sido realizar un cambio en la política económica, sin embargo se optó por agotar el modelo de crecimiento aparando las necesarias reformas estructurales, lo que unido a nuestro ingreso en el SME iba a agudizar aún más nuestros problemas.

Salir del SME y permanecer en el Mercado Interior también obliga a converger aunque sea de otra manera menos costosa, pero sin contar con ciertas ventajas que concede la permanencia en el SME. La autonomía de nuestra política monetaria habría sido mayor pero tampoco podría haber sido mucho más expansiva, pues también nos seguiría afectando lo acontecido en el SME, a lo cual deberíamos sumar las limitaciones impuestas por las tensiones inflacionistas y los volúmenes de Deuda Pública a financiar, siendo esta autonomía mas nominal que efectiva. Al estar fuera del SME, España perdería gran parte de su influencia en el proceso de Unión Económica y Monetaria, al ser un país mediano y periférico, acarreando nuestra salida del mecanismo de cambios importantes problemas para volver a entrar, porque lo que es indiscutible es que el escenario político y económico de España en el futuro pasa por Europa. Por lo que España debe permanecer en el SME, ya que su salida acompañada de una política económica divergente si bien pudiera tener efectos beneficiosos a corto plazo, a largo plazo solo sería una huida hacia delante.

España necesita estabilidad, siendo un país que necesita más tiempo

**CUADRO 8**  
**Tipo de cambio real efectivo de la peseta**  
 Índice frente a países desarrollados (precios al consumo)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Libra esterlina	100	93,97	94,1	101,3	101,4	105,5	107,4	104,2
Escudo	100	100,7	99,5	100,4	104,9	112,0	119,9	130,1
Florín	100	105,4	107,2	104,5	100,2	101,8	100,6	103,2
Lira	100	107,5	111,0	109,4	112,4	118,1	118,2	117,0
Libra irlandesa	100	105,0	103,0	100,4	98,5	102,1	99,4	101,8
Franco francés	100	104,3	106,1	103,2	100,9	105,3	101,5	104,1
Corona	100	107,4	113,1	112,3	109,6	114,9	110,2	111,8
Marco	100	107,3	111,5	108,3	105,1	108,4	105,9	110,1
Franco belga	100	104,5	107,8	104,6	102,7	106,9	105,4	106,6
Dolar USA	100	80,4	71,5	67,9	71,7	67,8	67,2	65,8

Fuente: Banco de España. Sobre 100 perd. de competitividad.

**CUADRO 9**  
**Principales datos macroeconómicos**  
 Datos acumulados 1985-1991(- es deprec. peseta) (%)

	Salarios	PIB	Precios	Diferencial con España	Apreciación tipo cambio
Reino Unido	64,0	14,65	41,2	3,7	19,69
Portugal	76,0	25,55	90,3	-45,4	37,55
Países Bajos	12,7	14,20	7,7	37,2	N.D.
Italia	47,9	17,85	40,1	4,8	6,44
Irlanda	33,4	23,89	21,4	23,5	7,88
Francia	25,2	17,95	20,0	24,9	3,14
España	60,3	27,49	44,9	—	—
Dinamarca	38,3	9,21	24,1	20,8	-0,86
Alemania	30,2	20,25	10,7	34,2	-8,03
Bélgica	22,3	17,90	14,6	30,3	-5,87

Fuente: FMI Estadísticas Financieras Internacionales.

que el resto de su entorno para adaptarse a las crisis, lo que hace que las recesiones sean más duraderas y más costosas que en otros países. Esto hace que cuando los demás países están saliendo de la recesión nosotros sigamos en ella, desincronizándonos del ciclo económico internacional. La recuperación produce en nuestro país un crecimiento más intenso que viene acompañado de nuestros tradicionales desequilibrios, que nos conducen de nuevo al punto de partida. El SME debería ser el instrumento que aporte la estabilidad necesaria para lograr un crecimiento sostenido, que sea capaz de dar respuesta a nuestras necesidades de empleo. En cualquier caso deberemos basar nuestro crecimiento en factores reales y no monetarios, para intentar aislarnos lo más posible de la burbuja especulativa en que nos vimos inmersos en años pasados.

**BIBLIOGRAFIA**

BANCO DE ESPAÑA:

- a) *Informe anual* 1991.
- b) *Boletín Económico* (varios números).
- c) *Boletín Estadístico* (varios números).

CHACHOLIADES, M. (1992): *Economía Internacional*, Santa Fe de Bogota, Colombia, Ed. Mc Graw Hill.

DORNBUSCH/FISCHER (1990): *Macroeconomía*, Madrid, Ed. Mc Graw Hill.

FERNÁNDEZ DÍAZ, PAREJO GÁMIR, RODRÍGUEZ SÁIZ (1991): *Teoría y Política Monetaria*, Madrid, Ed. AC.

HUSTON MC CULLOCH (1980): *Dinero e inflación*, Madrid, Ed. Rialp.

ISSING OTMAR (1993): *La Unión Monetaria y su futuro*, Madrid, IEE.

ONTIVEROS, BERGES, MANZANO (1991): *Mercados Financieros Internacionales*, Madrid, Ed. Espasa Calpe.

PAMPILLÓN OLMEDO, R. (1993): *Análisis Económico de Países*, Madrid, Ed. Mc Graw Hill.

ROJO, L. A. (1986): *Renta, Precios y Balanza de Pagos*, Madrid, Alianza Editorial.

ROJO, L. A. (1989): *El SME y el Futuro de la Cooperación en la CEE*, Madrid, Ed. Espasa Calpe.

SAMPEDRO, J. L. (1989): *La Inflación, Prótesis del Sistema*, Barcelona, Ed. Montesinos.

VARIOS AUTORES (1989): *Revista IEE*, n.º 2 Monográfico sobre el SME, Madrid.

VIÑALS, J. (1988): *El SME, España y la Política Macroeconómica*, Madrid, Documento de Trabajo 8804 del Banco de España.