

POLÍTICA
CAMBIARIA
Y AUTONOMÍA
DEL
BANCO CENTRAL

Javier Santillán

POLÍTICA CAMBIARIA Y AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL (*)

Javier Santillán

(*) Este trabajo es una versión revisada de la ponencia presentada en la XXXII reunión de técnicos de bancos centrales del continente americano, organizada por el CEMLA y celebrada en el Banco Central de la República Dominicana, en noviembre de 1995.

Banco de España - Servicio de Estudios
Documento de Trabajo nº 9631

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.

ISSN: 0213-2710

ISBN: 84-7793-518-1

Depósito legal: M. 38091-1996

Imprenta del Banco de España

RESUMEN

Este trabajo plantea una discusión sobre la elección del régimen cambiario, sus efectos sobre la estabilidad de precios, y su relación con la autonomía del banco central. Se repasan los principales argumentos para la elección del régimen cambiario y las experiencias de las últimas décadas, y se comenta la evidencia de que se dispone sobre la eficacia de la adopción de objetivos cambiarios más o menos estrictos para importar estabilidad de precios. Por último, se plantean la viabilidad y la utilidad de la autonomía del banco central en un contexto de objetivos cambiarios y elevada movilidad del capital. Se concluye que, pese a la aparente pérdida de relevancia que puede tener, en un contexto de objetivos cambiarios, la autonomía del banco central, pueden seguir siendo válidos los argumentos favorables a la misma.

1. INTRODUCCIÓN

En este trabajo se aborda una discusión sobre la elección del régimen cambiario y su relación con la autonomía del banco central. Para ello, en primer lugar se repasan los argumentos clásicos sobre la elección del régimen cambiario más adecuado, tanto con una perspectiva global, es decir, desde el punto de vista del funcionamiento del sistema monetario internacional, como atendiendo a los argumentos particulares con los que se enfrenta cada país al adoptar un determinado régimen. A continuación se plantean algunas implicaciones de la integración financiera para esa discusión. En el último punto, a partir de los argumentos presentados antes, se consideran las razones que han llevado a optar por una u otra vía para la consecución de la estabilidad de precios, así como los logros alcanzados con la fijación de reglas cambiarias y la autonomía del banco central, y se discute la posible convivencia de ambos elementos.

2. ELECCIÓN DEL RÉGIMEN CAMBIARIO

La discusión sobre los posibles efectos de la elección de un determinado régimen cambiario, revitalizada a partir de la ruptura del sistema de paridades fijas a principios de los años setenta, sigue siendo un motivo de controversia en la actualidad, y lo es más aún a raíz de algunos episodios recientes de marcada inestabilidad cambiaria, que han contribuido a avivar la discusión. La diversidad de opiniones que existe a la hora de valorar uno u otro régimen cambiario tiene su origen, en buena medida, en la complejidad del estudio de la economía abierta y, especialmente, de los aspectos microeconómicos de la misma y de los mecanismos de transmisión de las variaciones del tipo de cambio nominal.

El comportamiento del tipo de cambio ha sido objeto de especial atención, además, por dos motivos que tienen su origen en la idiosincrasia de los mercados financieros en general y de los cambiarios en particular: la elevada volatilidad y la tendencia a los desalineamientos sostenidos, dos cuestiones sobre cuyo origen y consecuencias se ha producido una abundante literatura, y respecto a las cuales tiene implicaciones evidentes el régimen cambiario elegido. En general, se argumenta que un régimen

cambiario diferente a la flotación pura puede corregir la tendencia a los desalineamientos a la que a menudo conduce esta, y el establecimiento de objetivos específicos, siempre que estos sean acordes con el resto de las magnitudes macroeconómicas, puede contribuir a reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal; pero estas cuestiones siguen siendo controvertidas. En este apartado se presentan, muy someramente, los argumentos clásicos que se utilizan en la discusión sobre el régimen cambiario, y se resumen los que han llevado a los distintos países a optar por uno u otro régimen.

Una primera aproximación a las implicaciones que puede tener la elección de un régimen cambiario determinado, podría concluir que, si se supone que los mercados de bienes y los financieros funcionan sin ninguna rigidez y con información perfecta, y el comportamiento de los agentes es completamente racional, la elección de uno u otro régimen cambiario tenderá, a largo plazo, a ser irrelevante. Los estudios empíricos que tratan de establecer, con una perspectiva temporal amplia, los efectos de los distintos regímenes cambiarios sobre una economía determinada, no proporcionan, en general, conclusiones nítidas. En el apartado 4 se comentan las conclusiones de algunos estudios recientes a este respecto.

Sin embargo, en el mundo real, es un hecho que la estructura de los mercados condiciona la forma en que se transmite la evolución del tipo de cambio nominal a las variables reales; y que existen muchas fuentes de rigidez en los mercados de bienes y de trabajo, así como imperfecciones en la disponibilidad de información. Además, el comportamiento de los agentes participantes en los mercados financieros con frecuencia es difícil de modelizar, y, a menudo, no encaja en las definiciones implícitas en las versiones puras de los modelos de expectativas racionales. La existencia de elementos que alejan el funcionamiento de los mercados del ideal, y la estructura específica de cada economía, determinan que las variaciones en el tipo de cambio nominal se trasladen, en grado desigual, pero por lo general elevado, al tipo de cambio real; que afecten de forma heterogénea a los distintos sectores productivos; y que, en determinadas circunstancias, esos efectos sean en algún grado permanentes, dando lugar a la generación de histéresis. Todo lo cual implica que la evolución del tipo de cambio nominal puede ser relevante para el comportamiento de

los niveles de precios y, en determinadas circunstancias, también para la evolución de algunas magnitudes reales -aunque resulte difícil establecer las relaciones de causalidad y cuantificar esos efectos-.

En general se acepta que, si bien la evolución del tipo de cambio no tiene una relación clara con el nivel del output de la economía, sí puede afectar tanto al nivel de precios como a su variabilidad, como consecuencia de las rigideces nominales aludidas; es en este aspecto de la cuestión -en la capacidad de los regímenes cambiarios para generar estabilidad nominal- en el que, como se verá, se ha centrado la mayor parte de la discusión, y el que está en relación directa con la cuestión de la autonomía del banco central, que se aborda en el último punto de este trabajo.

2.1. El tipo de cambio como mecanismo de coordinación de políticas: una perspectiva global.

Un aspecto previo importante para la discusión que se plantea aquí es el papel que debe desempeñar el tipo de cambio desde el punto de vista sistémico, es decir, en cuanto a su función como mecanismo de coordinación de políticas, lo que necesariamente remite la discusión al ámbito más general del diseño del sistema monetario internacional. La cuestión, sobre la que aquí solo se consideran los principales argumentos es, en esquema, la siguiente: dado el elevado -y creciente- grado de interacción de las políticas económicas de unos países sobre otros, y la facilidad con la que se transmiten los shocks reales y financieros, ¿qué régimen cambiario es más adecuado para proporcionar un mecanismo de ajuste eficaz y propiciar, en lo necesario, la coordinación de políticas?.

La respuesta a esta pregunta, ha merecido, en los últimos años, una atención frecuente desde un punto de vista teórico¹ con objeto de definir

^[1] Krugman (1991) atribuye al funcionamiento de los tipos de cambio flexibles, como mecanismo de ajuste internacional, una mayor eficacia de lo que se puede sostener a la vista de los problemas que han planteado en términos de desalineamientos. La cuestión de la coordinación de políticas, se ha enfocado desde el punto de vista de la Teoría de Juegos [(véase Kenen, (1994)].

el régimen cambiario óptimo con una perspectiva global. Este tipo de discusión suele concluir que la coordinación de políticas constituye una opción más adecuada (superior) que la no coordinación, y sus implicaciones prácticas conducirían a tratar de implantar una u otra versión de la adopción de zonas-objetivo, en las cuales el tipo de cambio desempeña un importante papel en la coordinación de políticas económicas. La plasmación práctica de estos principios ha sido más bien limitada. Con la excepción de algunos episodios más o menos puntuales, limitados, básicamente, a una serie de intervenciones concertadas en los mercados de cambios, -acuerdos del Plaza y del Louvre y, en cierta medida, otros acuerdos más recientes del G7- la coordinación ha sido escasa, de hecho, entre los grandes países industrializados.

A pesar de que algunos estudios teóricos, que han analizado los efectos potenciales de un mayor grado de coordinación de políticas, señalan el carácter positivo de estos, parecen haber tenido más peso las razones contrarias a la misma, que incluyen desacuerdos sobre el comportamiento económico y la adecuación de determinadas combinaciones de políticas, limitaciones de tipo político o incluso constitucional, o problemas derivados de la escasa credibilidad de los acuerdos. El hecho de que estos obstáculos a la coordinación hayan prevalecido, en general, sobre otros argumentos, parece indicar, en todo caso, que los gobiernos de los grandes países industrializados suelen atribuir mayor importancia relativa a la autonomía de sus políticas económicas.

Desde el punto de vista de las funciones de la política cambiaria como instrumento de coordinación, se puede concluir, por tanto, que su uso ha sido escaso, y, en los casos en que se ha producido, ha sido inducido por un deseo de evitar situaciones cambiarias extremas, en el sentido de que la magnitud de los desalineamientos entre las principales monedas alcanzaba límites difíciles de tolerar, sin que los mercados diesen muestras de invertir esas tendencias. Aunque se han dado situaciones de cooperación cambiaria efectiva, en la medida en que esta ha afectado a la coordinación de políticas, lo que se ha producido ha sido, en general, una tendencia a situaciones asimétricas, en las que existe un país ancla a cuya pauta monetaria se adhieren, en uno u otro grado, otros países. En consecuencia, la elección del régimen cambiario se ha constituido en una

decisión esencialmente individual por parte de cada país.

2.2. Aspectos idiosincráticos en la elección del régimen cambiario.

La posible adopción de objetivos cambiarios más o menos estrictos por parte de un país determinado, se basa, tradicionalmente, en la combinación concreta de los siguientes argumentos: el tamaño del país y su grado de diversificación productiva; su grado de apertura económica e integración con un país o un área determinada; su grado de exposición a shocks de origen interno o externo, de tipo real o financiero; y la importancia que, en cada contexto, se atribuya a la necesidad de importar estabilidad de precios, por la vía de la ganancia de credibilidad que se puede obtener mediante la adhesión a un régimen cambiario más o menos estricto; este último aspecto de la discusión es el que tiene mayor interés desde el punto de vista que se aborda en este trabajo, tanto como planteamiento general, como desde el punto de vista de las implicaciones que tiene el contexto institucional de diseño y ejecución de la política monetaria.

Con respecto a los primeros argumentos mencionados, el significado del tamaño es claro, en el sentido de que para un país pequeño el tipo de cambio tiende a ser un factor más relevante que para un país grande, debido a la mayor dependencia del exterior; aunque el grado de diversificación de la estructura productiva es, a este respecto, un factor muy relevante. A su vez, la especialización, junto a otra serie de factores estructurales y de política comercial, determinan el grado de apertura de una economía, cuyos efectos sobre la elección del régimen cambiario son muy importantes. No obstante, si se considera en combinación con otros argumentos, la apertura comercial puede implicar conclusiones contradictorias respecto a la opción cambiaria más adecuada. En principio, cabe pensar que para un país comercialmente muy abierto puede ser importante fijar el tipo de cambio con el fin de evitar la importación de volatilidad que puede inducir un sistema flexible para las variables nominales de la economía; sin embargo, en función de la intensidad y la naturaleza de los shocks que afecten al país -y también de su estructura productiva-, puede ser aconsejable un sistema cambiario relativamente

más flexible.

En lo que se refiere al origen y naturaleza de los shocks, el seguimiento de un objetivo cambiario más o menos estricto será aconsejable siempre que los shocks domésticos predominantes sean de tipo monetario -en cuyo caso la elección de un tipo fijo ayudará a estabilizar el output, ya que el peso del ajuste recaerá en las variaciones del nivel de reservas exteriores sin trasladarse a las variables reales-; si los shocks domésticos son, principalmente de tipo real, en principio es aconsejable un régimen cambiario más flexible, que permita trasladar a la demanda exterior, por la vía del tipo de cambio, las perturbaciones domésticas. Igualmente, en la medida en que se considere que los shocks son predominantemente de origen externo, la mejor forma de aislar la producción interna de dichas perturbaciones sería adoptar un régimen cambiario flexible. A su vez, todos estos argumentos se pueden ver cualificados en función del grado de integración financiera y de sustituibilidad de instrumentos financieros.

Dada la complejidad de la estructura de la mayor parte de las economías nacionales, y la variedad de la naturaleza de los shocks que las afectan, de la combinación de los argumentos anteriores resultará un diagnóstico que, en la mayoría de los casos, difícilmente será nítido.

Además de los argumentos referidos, es necesario tener en cuenta algunos aspectos microeconómicos, que se relacionan con algunas características institucionales de las economías, y que son esenciales para determinar la transmisión de los efectos del régimen cambiario a las variables nominales y reales de la economía; así, la estructura del mercado de trabajo, el grado de indiciación de salarios y precios, la proporción de producción de bienes comerciables frente a los no comerciables, el grado de competencia efectiva en los distintos mercados o las políticas comerciales de las empresas transnacionales, cuya importancia se refleja en la abundancia de estudios sobre el grado de transmisión a los precios internos de las fluctuaciones cambiarias o *pass-through*².

² Faruquee (1995) analiza el comportamiento de las empresas exportadoras y resalta la importancia a este respecto de las prácticas empresariales de segmentación de mercados, por la vía de "pricing to

El último de los argumentos mencionados al principio -la posibilidad de importación de estabilidad nominal mediante una fijación más o menos estricta del tipo de cambio- es el que, en la práctica, ha tenido más importancia en las decisiones de adopción de uno u otro régimen. A ello han contribuido diversos factores, además de la relativa complejidad que puede implicar el diagnóstico basado en los argumentos reseñados antes. En primer lugar, tras la ruptura del sistema de Bretton-Woods, se hizo necesaria la posibilidad de contar con alguna forma exógena de anclaje nominal, especialmente para economías pequeñas y medianas; además, los episodios inflacionistas generalizados de los años setenta y la hiperinflación que han sufrido algunos países, han contribuido a incentivar el recurso a las restricciones externas en la lucha por la estabilidad de precios, ya sea mediante procedimientos relativamente flexibles y permanentes o a través de acuerdos más o menos drásticos, ligados a planes estrictos de ajuste, y con una aplicación temporal más limitada.

3. EXPERIENCIA CON REGÍMENES FIJOS Y FLEXIBLES

A partir de la experiencia acumulada en los últimos años, es posible extraer algunas conclusiones sobre los efectos contrastados de la elección de uno u otro régimen cambiario. En este apartado, se trata de resumir algunas de estas conclusiones, en los siguientes términos: en qué medida incide la elección de uno u otro régimen en la volatilidad nominal del tipo de cambio, y hasta qué punto la volatilidad nominal se traslada a la real; a la vista de esta discusión, en el último apartado del trabajo, se planteará la cuestión de la incidencia de la política cambiaria para la configuración de un contexto de expectativas de estabilidad nominal.

En lo que se refiere a la incidencia de la elección del régimen cambiario sobre la estabilidad del tipo de cambio nominal, en general, parece clara la

market", es decir, la absorción de las variaciones del tipo de cambio por parte de las empresas exportadoras, lo que permite no modificar los precios en el país de destino en concordancia con las variaciones cambiarias.

posibilidad de lograr una menor volatilidad de este, mediante la adopción de objetivos cambiarios, siempre que se de una combinación de políticas coherente con los objetivos cambiarios, y en ausencia de perturbaciones imprevistas de cierta entidad. A este respecto, la experiencia del Sistema Monetario Europeo (SME), resulta ilustrativa (véase gráfico 1). La volatilidad observada en el tipo de cambio de las monedas integradas en su mecanismo de cambios es, en todos los casos, muy inferior a la que registraban antes de su pertenencia a dicho mecanismo y, además, en los casos de monedas que lo han abandonado, se observó un aumento considerable de la volatilidad tras su salida (véanse los casos de la libra esterlina y la lira).

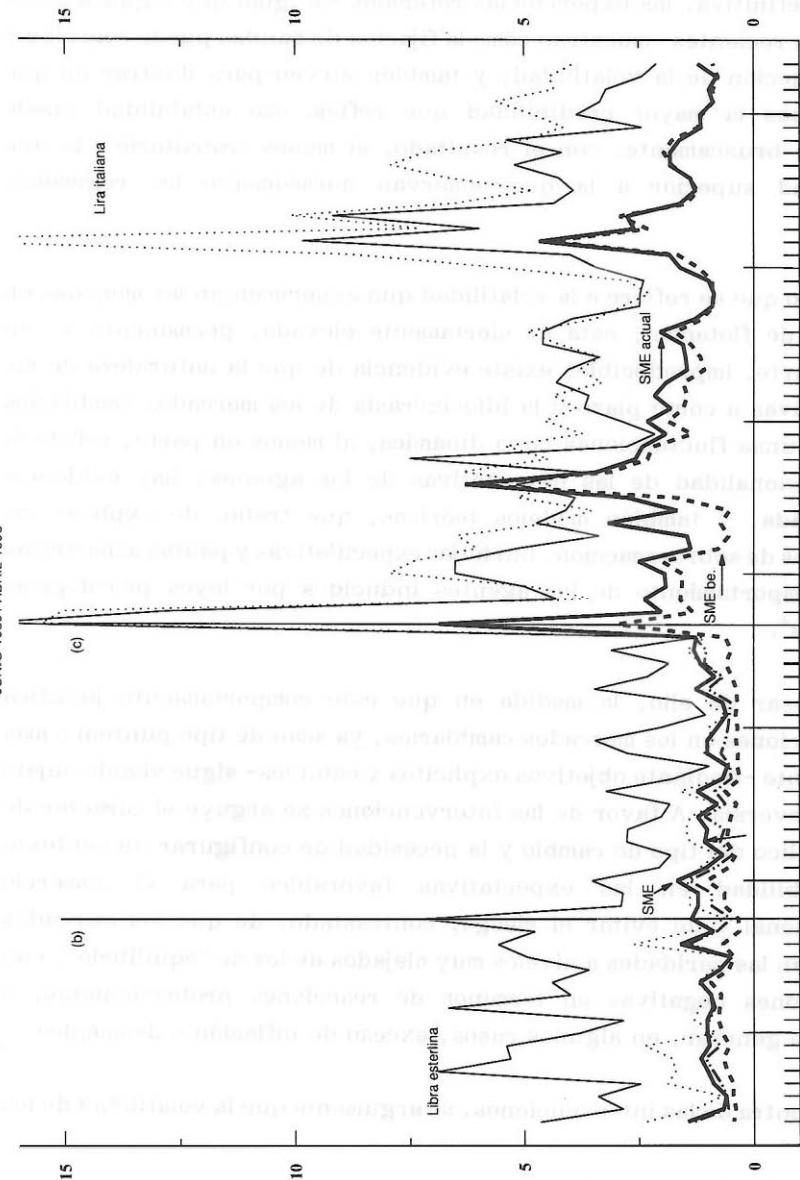
Por tanto, la experiencia del SME respalda la idea de que, si se dan las condiciones adecuadas, la implantación de objetivos dentro de unas bandas produce un efecto credibilidad que tiende a reducir la volatilidad³. Asimismo, la experiencia reciente del SME es ilustrativa sobre los límites dentro de los cuales las bandas tienden a reducir la volatilidad y a partir de los que puede producirse el efecto contrario, como ha ocurrido en diversos episodios especulativos en los últimos años.

En distinta medida, el éxito de algunos de los ataques de los especuladores contra las paridades del mecanismo de cambios ha resultado de la combinación de tres tipos de factores: algunas perturbaciones de gran entidad -como la reunificación alemana o los sucesos ocurridos en torno a los referendos de aprobación del Tratado de la Unión Europea-; una combinación de políticas en algunos casos inadecuada, en el sentido de que puso en exceso el peso de la disciplina antiinflacionista en la política monetaria; y fenómenos del tipo expectativas autoconfirmadas, que, como es conocido, en determinadas circunstancias, pueden conducir a realineamientos injustificados por los fundamentos económicos, incluso

^[3] Ayuso, Pérez Jurado y Núñez (1995), proporcionan evidencia sobre el efecto de credibilidad de las bandas a lo largo de las distintas situaciones por las que ha atravesado el SME. A partir del análisis de la volatilidad condicional de las monedas del Mecanismo de Cambios del SME, concluyen que la pertenencia al mismo disminuye el riesgo cambiario percibido por los agentes; otra conclusión interesante es que el establecimiento de objetivos cambiarios demasiado ambiciosos puede incidir negativamente en la credibilidad de los mismos.

Gráfico 1

VOLATILIDAD DEL SME FRENTE AL MARCO (a)
JUNIO-1989 / ABRIL-1996



Fuente: Banco de España
 (a) Desviación típica multiplicada por mil de la primera diferencia del logaritmo natural de los tipos de cambio de mercado de cada moneda frente al marco.
 SME=franco francés, florín holandés, corona danesa, peseta, escudo portugués, chelín austriaco, libra esterlina y lira italiana.
 (b) 8-10-1990 Entrada en el SME de la libra esterlina.
 (c) 17-9-1992 Salida del SME de la libra esterlina y la lira italiana.

en la acepción más amplia de estos.

En definitiva, las experiencias referidas -al igual que algunos otros episodios recientes- muestran cómo la fijación de bandas puede contribuir a la reducción de la volatilidad; y también sirven para ilustrar en qué condiciones la mayor credibilidad que refleja esa estabilidad puede perderse bruscamente, con el resultado, al menos transitorio, de una volatilidad superior a la que observan normalmente los regímenes flexibles.

Por lo que se refiere a la volatilidad que experimentan las monedas en régimen de flotación, esta es ciertamente elevada, permanente y, en buena parte, impredecible; existe evidencia de que la naturaleza de las expectativas a corto plazo y la idiosincrasia de los mercados cambiarios produce unas fluctuaciones cuya dinámica, al menos en parte, refuta la plena racionalidad de las expectativas de los agentes; hay evidencia contrastada, y también modelos teóricos, que tratan de explicar los fenómenos de sobrereacción, burbujas especulativas y pautas asimétricas en el comportamiento de los agentes inducidos por leyes psicológicas complejas⁴.

A pesar de ello, la medida en que este comportamiento justifica intervenciones en los mercados cambiarios, ya sean de tipo puntual o más permanente -mediante objetivos explícitos y estables- sigue siendo objeto de controversia. A favor de las intervenciones se arguye el carácter de bien público del tipo de cambio y la necesidad de configurar un contexto de estabilidad en las expectativas favorables para el comercio internacional y de evitar el riesgo, contrastado, de que los mercados conduzcan las paridades a niveles muy alejados de los de "equilibrio", con implicaciones negativas en términos de reacciones proteccionistas, o riesgo de generar, en algunos casos, exceso de inflación o desempleo.

En contra de las intervenciones, se argumenta que la volatilidad de los

⁴ Por ejemplo, los episodios de depreciación "explicables" suelen ser seguidos por otros "no explicables", a corto plazo, con una cierta recuperación posterior. Véase Takagi, (1990).

mercados de cambios es similar a la de otros mercados financieros; que esta responde, a menudo, a las conductas erráticas de las autoridades y que, en consecuencia su corrección no se logra con intervenciones puntuales; y que la evidencia ambigua de los efectos que tiene la volatilidad cambiaria sobre el comercio internacional, en cierta medida pone en cuestión el carácter de bien público que justificaría la necesidad de intervención. A ello se añade la dificultad de definir el comportamiento deseable del tipo de cambio⁵. Por último, se plantean, razonablemente, dudas sobre la eficacia de las intervenciones esterilizadas en los mercados de cambios.

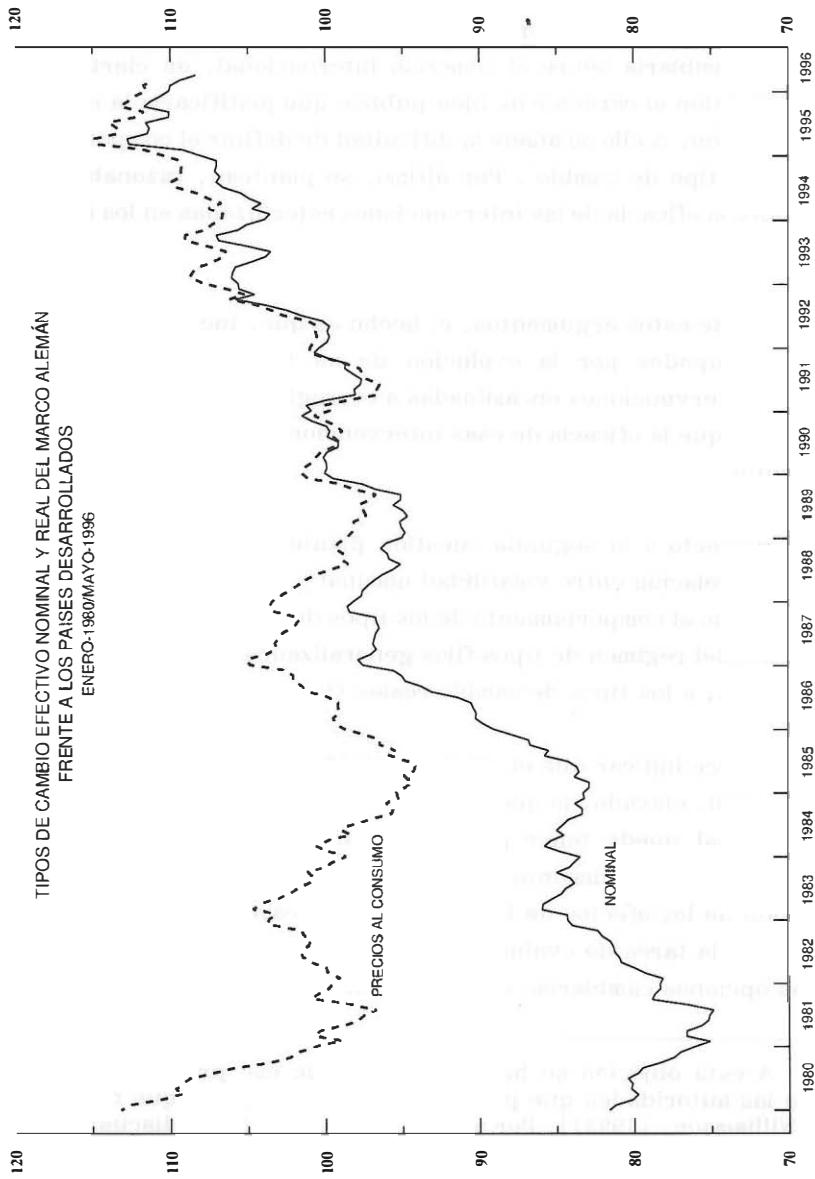
A pesar de estos argumentos, el hecho es que, incluso en los países menos preocupados por la evolución de su tipo de cambio, se han producido intervenciones encaminadas a corregir desviaciones excesivas del mismo, y que la eficacia de esas intervenciones, en algunos casos, ha sido patente.

Con respecto a la segunda cuestión planteada al principio de este epígrafe -la relación entre volatilidad nominal y real del tipo de cambio-, el hecho es que el comportamiento de los tipos de cambio nominales, desde el abandono del régimen de tipos fijos generalizados se ha trasladado, en buena medida, a los tipos de cambio reales (véanse gráficos 2, 3 y 4).

Esto parece indicar que el grado de rigidez nominal de las economías es, en general, elevado, lo que implica que el comportamiento del tipo de cambio nominal puede tener gran importancia. No obstante, como se reseñó antes, el conocimiento sobre los mecanismos microeconómicos de transmisión de los efectos de las fluctuaciones cambiarias es limitado, lo que dificulta la tarea de evaluar con rigor los costes y beneficios de las distintas opciones cambiarias en aquellas situaciones en que se plantean

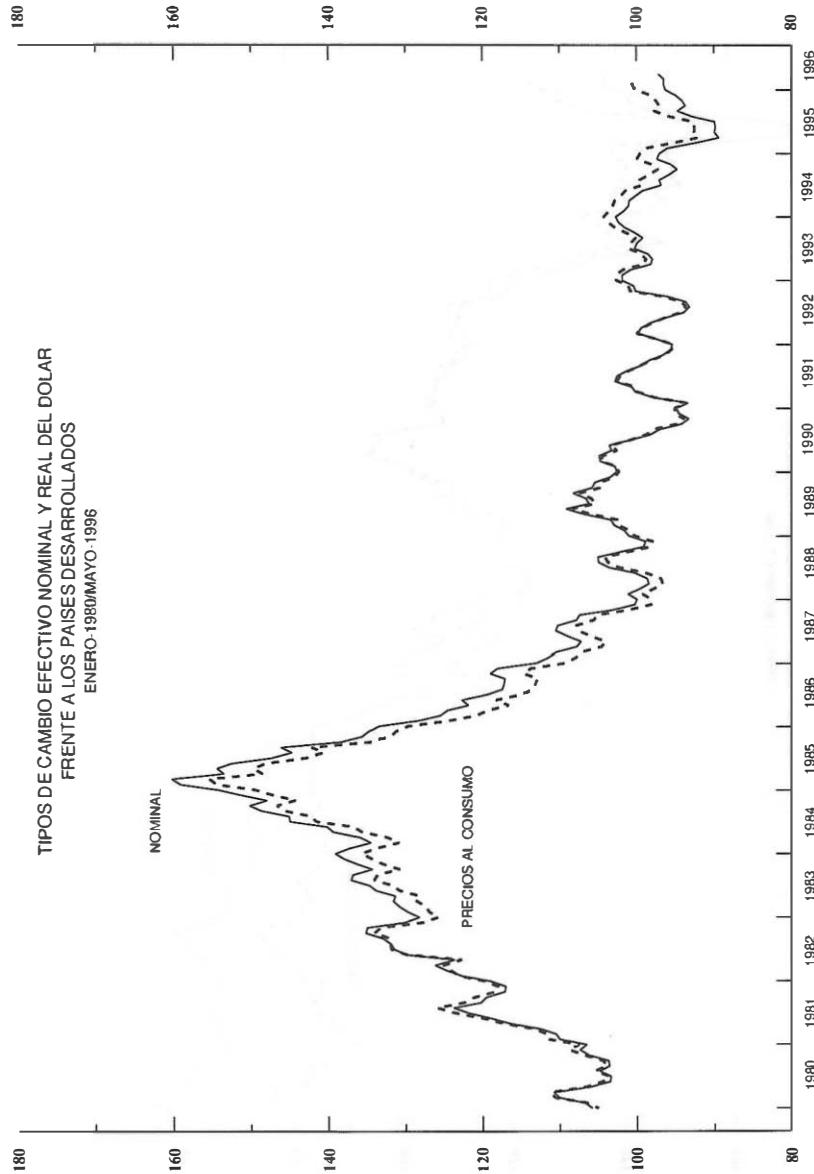
^[5] A esta objeción se ha respondido que ese problema facilita la tarea de las autoridades que pretenden intervenir, más que dificultarla [véase Williamson, (1993)]. Por otra parte, respecto a la discusión sobre la metodología más adecuada para determinar un tipo de cambio de equilibrio, se tiende a aceptar la solución propuesta por Williamson en su modelo de equilibrio interno/externo [véase Clark et al. (1994)]. Una versión nueva de la idea de Williamson es el "tipo de cambio real natural" [véase Stein, (1995)].

Gráfico 2



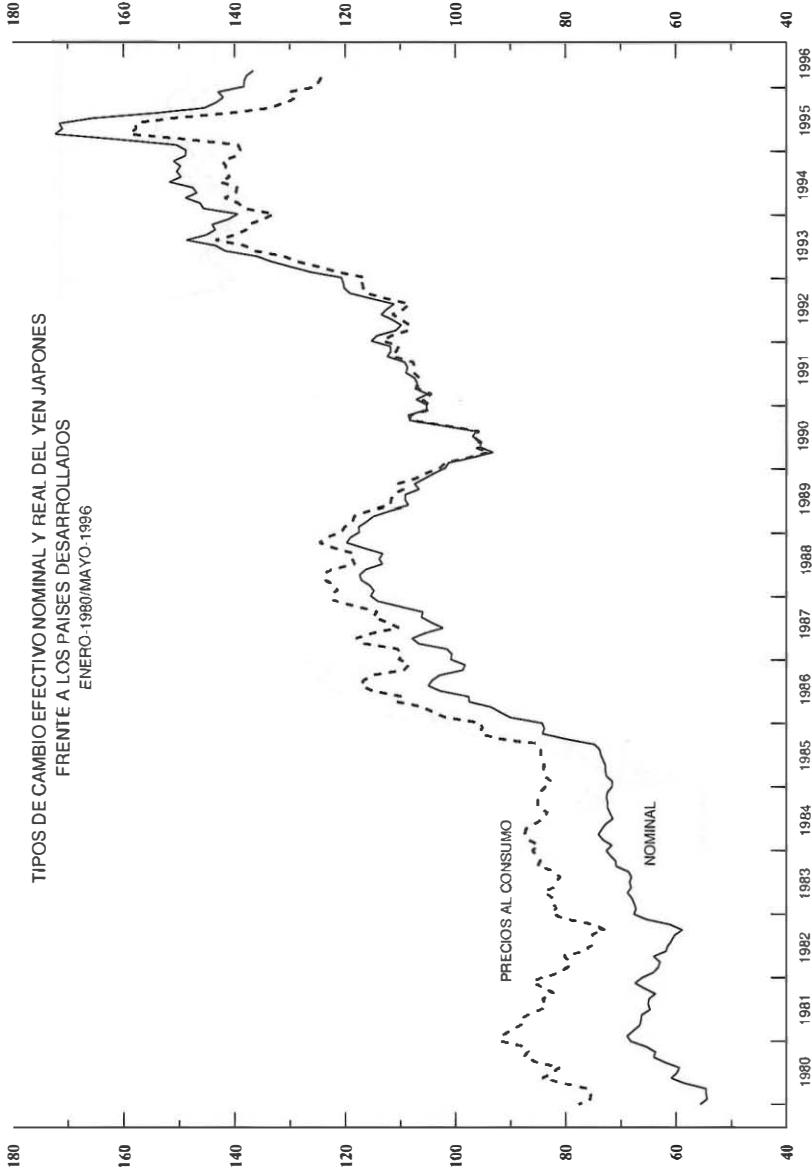
Fuente: Banco de España

Gráfico 3



Fuente: Banco de España

Gráfico 4



Fuente: Banco de España

dilemas de política [véase Krugman, (1993)].

En cuanto a la última de las cuestiones planteadas al principio de este apartado, el papel de la política cambiaria en la generación de estabilidad nominal, el hecho es que, como se señaló antes, este ha sido el principal argumento que han esgrimido, en los últimos años, la mayoría de los gobiernos que han adoptado objetivos cambiarios más o menos estrictos. Esta cuestión se abordará en el último apartado de este trabajo.

4. ALGUNAS IMPLICACIONES DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA

Antes de discutir los efectos de la integración financiera sobre la elección del régimen cambiario, y sobre la gestión de la política monetaria, conviene preguntarse por el nivel que ha alcanzado esa integración, ya que, en ocasiones, se hacen planteamientos simplificadores, que parecen suponer que se ha pasado de la segmentación financiera a una integración total, lo que dista de ser real.

Después de veinte años de desregulación financiera, y con el desmantelamiento de los controles de capital, la liberalización de los flujos de capital es casi completa en los países de la OCDE, y ha avanzado bastante en otros países, aunque subsisten distintas restricciones, de alcance desigual. En consecuencia, el grado de integración financiera que se ha alcanzado en el mundo, si bien es aún heterogéneo, es en todo caso elevado, como señalan los indicadores disponibles, tanto en cuanto a los distintos flujos financieros como en cuanto a la evolución conjunta de los precios de los instrumentos financieros.

Sin embargo, numerosos estudios, a raíz del trabajo inicial de Feldstein y Horioka (1980), han resaltado las limitaciones que subsisten a dicha integración; los distintos estudios sobre la correlación entre el ahorro y la inversión nacionales siguen mostrando que, incluso en los países más liberalizados, esa correlación es elevada, lo que contrasta con los resultados obtenidos entre regiones dentro de un mismo país. Estos resultados sugieren que las fronteras nacionales siguen siendo muy importantes para determinar la intensidad y movilidad de los flujos

financieros. Otros trabajos, a partir del estudio de la diversificación de las carteras de inversión, confirman esta idea; dicha diversificación es muy limitada en términos de activos internacionales, si se compara con lo que cabría esperar a partir de consideraciones de diversificación óptima de riesgos, lo que indica que sigue existiendo un marcado sesgo nacional en las decisiones de inversión.

Se han apuntado distintas explicaciones para esta situación. Una de las más relevantes es el hecho de que los gobiernos continúan operando con objetivos más o menos implícitos de balanza de pagos, al menos en mayor medida de lo que permitiría la financiación de los déficit corrientes en el mercado internacional, y que ello se refleja en las políticas fiscales; otras explicaciones apuntan a la imperfección de los mecanismos de cobertura de riesgo de cambio, a diferencias en el tratamiento fiscal de los instrumentos financieros, o a las rigideces de salarios y precios, que determinan diferencias en los tipos de interés reales [véase Crockett, (1993)].

En cualquier caso, a los efectos que interesan aquí, cabe destacar dos hechos: por una parte, que efectivamente la integración financiera ha aumentado mucho en los últimos años y, aunque el proceso es lento y más complejo de lo que se podría pensar, dicha integración continuará aumentando en los próximos años, y con ella, la magnitud de los flujos financieros internacionales; en todo caso la intensidad que actualmente pueden alcanzar estos a corto plazo es enorme; y, por otra parte, que, a pesar de ello, las autoridades monetarias y cambiarias nacionales conservan un importante margen de maniobra para lograr sus objetivos. Dado que, ciertamente, el contexto actual implica mayores dificultades e incertidumbres para el desempeño de esas funciones, se hace más importante aún adoptar un diseño institucional y una formulación de políticas que gocen de credibilidad.

A partir de estas consideraciones, se pueden extraer algunas implicaciones más específicas para la discusión que aquí se plantea. En general, la mayor integración financiera aumenta la interdependencia de los distintos países, y la posibilidad de transmisión de efectos se multiplica, como han demostrado recientemente numerosos episodios en los

distintos mercados financieros; ello hace más necesario establecer mecanismos de cooperación, si bien, por las razones que se mencionaron antes, dicha cooperación sigue siendo, en general, muy limitada. También con carácter general, se puede decir que tiende a aumentar la volatilidad de los mercados financieros, y entre ellos la de los mercados cambiarios, y el riesgo de episodios indeseables de fluctuaciones bruscas de los precios de mercado; en consecuencia, la búsqueda de estabilidad cambiaria se hace más difícil, debido al mayor riesgo de volatilidad y al mayor número de variables de las que depende dicha estabilidad, algunas de las cuales están fuera del control de las autoridades nacionales.

La existencia de estas dificultades, desde el punto de vista de la gestión de un sistema de objetivos cambiarios, implica una mayor complejidad, y limita las posibilidades de éxito de tales sistemas, o, alternativamente, implica una mayor exigencia en cuanto a los requisitos para su éxito, en términos de adecuación en la combinación de políticas y de idoneidad de los tipos de cambio defendidos. Además, incluso en condiciones adecuadas en estos aspectos, subsiste un cierto riesgo de que los mercados, por razones relacionadas con su propia idiosincrasia y con los mecanismos de la especulación, pongan en peligro la defensa de paridades razonables, como han demostrado algunos episodios recientes. Pero al mismo tiempo, experiencias como la obtenida tras la ampliación de bandas del SME, sirven para demostrar que, incluso en el contexto actual, es posible perseguir determinados objetivos cambiarios con éxito, en el sentido de que sean capaces de afectar a las expectativas y reducir la volatilidad cambiaria.

En lo referente a la política monetaria, son bien conocidas las dificultades que implica la integración financiera para su diseño y su gestión. Sin embargo, por las razones referidas antes, las dificultades y las incertidumbres que la integración y la innovación financieras introducen en la transmisión de la política monetaria, no significan que aquella pierda su eficacia; más bien implican unos requisitos más exigentes para dicha eficacia, al igual que en el caso de la política cambiaria. Además, la estrecha conexión entre las políticas monetaria y cambiaria tiende a acentuarse más con la desaparición de los controles de capital, de forma que la coherencia en la formulación de objetivos

cambiarios y monetarios se hace aún más necesaria.

De lo anterior, cabe extraer, sobre todo, una conclusión, y es que en un contexto de elevada integración financiera, y de gran poder de los mercados financieros, el proceso de formación de expectativas adquiere una mayor importancia, y los mecanismos de que disponen las autoridades para contribuir a esa formación de expectativas pierden parte de su poder. Esa pérdida relativa de eficacia de las herramientas tradicionales y la mayor sensibilidad de las variables financieras a cualquier modificación en las expectativas, hacen que sea más importante configurar un marco coherente y adecuado a cada situación para el diseño de las políticas monetaria y cambiaria, que contribuya a dotarlas de credibilidad.

5. RÉGIMEN CAMBIARIO Y RÉGIMEN MONETARIO

La discusión sobre el esquema más adecuado de política monetaria y cambiaria para alcanzar la estabilidad de precios, está condicionada por las cuestiones que se plantearon anteriormente, sobre las razones que aconsejan la elección de uno u otro régimen cambiario, en función de las características de cada economía, y hasta qué punto la estabilidad cambiaria constituye un objetivo en sí misma. Admitiendo dicho condicionamiento, la cuestión se centra en la función específica que pueden llevar a cabo las políticas cambiarias y monetarias como determinantes de la estabilidad de precios.

Con respecto a esta cuestión, el punto de partida viene dado por la ausencia de un marco de referencia global, es decir, de un régimen cambiario basado en la cooperación multilateral que determine una regla monetaria para los países adheridos a él. El patrón oro y el sistema de Bretton-Woods fueron dos esquemas de este tipo; la situación de flotación generalizada que existe desde los primeros años setenta representa el esquema opuesto, si bien la coexistencia de distintos regímenes cambiarios permite establecer comparaciones para este periodo.

La ausencia de un sistema global de referencia plantea a cada país la necesidad de optar por un régimen cambiario determinado y,

consecuentemente, por un grado de condicionamiento para la política monetaria, que puede ir desde la anulación de todo margen de autonomía para esta hasta la situación opuesta: ausencia de toda restricción externa para su formulación. En este caso, a su vez, caben distintos esquemas institucionales, que se definen por el grado de autonomía que se confiere al banco central en la definición y ejecución de la política monetaria, y por la estrategia específica que este siga, que puede basarse en reglas fijas o en un esquema más o menos discrecional.

En una situación en la que cada país puede optar por un régimen cambiario y por un esquema monetario determinados, es necesario preguntarse sobre el apoyo que proporcionan la teoría y la evidencia disponible en cuanto a la relación entre dicha elección y la estabilidad de precios. En lo referente a la teoría, en general se puede decir que es más conocida la relación que existe entre la formulación de objetivos monetarios y el comportamiento de los precios que la relación de estos con los objetivos cambiarios. Ello es debido, básicamente, a la complejidad de los canales de transmisión de los tipos de cambio a los precios, a la que se aludió antes. Por su parte, la relación entre los agregados monetarios y los precios internos es más sencilla de formular, al menos en países que han alcanzado un determinado grado de desarrollo financiero y de estabilidad en sus agregados monetarios. En muchos de estos países, las estimaciones de las funciones de demanda de dinero han presentado un comportamiento relativamente estable, aunque la liberalización financiera y la innovación asociada a ella, junto con la apertura de las cuentas de capital, han complicado la definición de los agregados monetarios que pueden ser utilizados como objetivos o indicadores en las decisiones de política monetaria. Dicha evolución ha contribuido, por una parte, a aumentar el grado de discrecionalidad en la formulación y el seguimiento de las reglas monetarias y, por otra, a fomentar una mayor autonomía en el diseño institucional de los bancos centrales.

A partir de estas ideas básicas, en lo que sigue se plantean someramente las cuestiones de la incidencia del régimen cambiario sobre la estabilidad de precios, la incidencia, al respecto, de la independencia de los bancos centrales y las posibles combinaciones de ambos elementos.

5.1. Régimen cambiario y estabilidad de precios

En el apartado 3 se discutieron las implicaciones de la elección de un régimen cambiario, y se concluía que, a menudo, la discusión arroja resultados poco determinantes, que, en buena medida, la remiten a la posible consecución de una cierta estabilidad cambiaria, y a los efectos disciplinarios sobre los precios del régimen cambiario. No obstante, se advertía que la evidencia a este respecto tampoco es excesivamente clara.

Los trabajos que tratan de obtener conclusiones generalizables sobre la incidencia de los distintos regímenes cambiarios en la lucha contra la inflación, tropiezan con la dificultad de las situaciones estructurales, excesivamente heterogéneas, de los países que se comparan. Esto ocurre tanto en los trabajos históricos, que pretenden analizar para un país la incidencia de los distintos regímenes cambiarios, con una perspectiva temporal dilatada -que implica importantes cambios estructurales dentro y fuera del país o países que se analicen-, como en los trabajos que comparan el comportamiento de muchos países en un período de tiempo más limitado. El problema es, probablemente, más serio en el primer caso, ya que en el segundo tipo de trabajos se pueden identificar, al menos, grupos de países relativamente homogéneos que permitan establecer comparaciones con alguna fiabilidad.

Con respecto a las comparaciones "históricas", éstas suelen constatar una mayor estabilidad en las variables macroeconómicas bajo los regímenes del tipo cooperativo o global que bajo los regímenes discretionales, y especialmente, en la etapa del patrón-oro. En líneas generales, la mayor estabilidad se refiere tanto al producto como a los tipos de interés y a los precios. No obstante, la casuística es muy variada, y es difícil establecer conclusiones precisas. Algunos estudios centrados en el análisis histórico de un país determinado, tienden a respaldar la idea de la neutralidad del régimen cambiario a largo plazo, salvo, quizás, en lo referente a la estabilidad de precios⁶.

^[6] Por ejemplo, Mills y Wood (1993) obtienen esa conclusión para el Reino Unido. Según ellos, históricamente, en dicho país, el régimen cambiario no ha sido una fuente de volatilidad para las principales

Desde un punto de vista práctico, tiene probablemente más interés el estudio contemporáneo de los resultados obtenidos en distintos países. Gosh et al. (1995), analizando un período de 30 años y un conjunto de 100 países, concluyen que, aquellos que adoptan objetivos cambiarios más o menos estrictos, obtienen mejores resultados que aquellos con objetivos cambiarios más laxos o en flotación, tanto en términos de tasas de inflación como de su variabilidad, lo que atribuyen al efecto credibilidad del régimen cambiario, que identifican como generador de estabilidad de precios. Una importante cualificación de sus conclusiones es que el régimen cambiario de hecho, y no el nominal, es el que determina esa relación, lo que, en otras palabras, significa que, si se quieren obtener resultados en términos de reducción de la inflación, no basta adoptar un objetivo cambiario, sino que es preciso evitar reajustes frecuentes. Ello sugiere la idea de que el comportamiento de otras áreas de política económica y el proceso de formación de precios y salarios son fundamentales para la consecución del objetivo cambiario. El trabajo de Quirk (1994) obtiene conclusiones menos claras sobre la incidencia de los regímenes fijos en la lucha contra la inflación, y sugiere también que su éxito está condicionado al funcionamiento de otras áreas de la política económica⁷.

Con un enfoque diferente, pero analizando una muestra igualmente amplia de países, Cottarelli y Giannini (1995) al comparar los regímenes cambiarios y monetarios de países con episodios exitosos de desinflación, en los últimos 25 años, concluyen que la mayor parte de los mismos se produjeron sin adoptar objetivos cambiarios estrictos. Los autores enmarcan esta conclusión en su argumento de que, para obtener éxito en la lucha contra la inflación, existen vías diferentes del uso de reglas

variables macroeconómicas. Concluyen que el único argumento para la adopción de un tipo de cambio fijo en el Reino Unido sería el tradicional de la importación de estabilidad de precios.

[7] A este respecto, son ilustrativos los casos de Estonia y Letonia, dos países que han alcanzado un éxito en la reducción de sus hiperinflaciones con regímenes cambiarios opuestos: el primero, con una caja de conversión (currency board), y el segundo con flotación. El factor común a ambos ha sido la disciplina fiscal [Hernández Catá, (1995)].

estrictas, lo que no es incompatible con la noción de que, en general, la fijación del tipo de cambio ayuda a obtener resultados positivos en la lucha contra la inflación.

Existe una amplia gama de factores que pueden condicionar el éxito de un compromiso cambiario, y su traslación a los precios internos. A este respecto, el trabajo de Cukierman et al. (1994) intenta identificar los factores determinantes del grado efectivo de compromiso adquirido mediante la fijación del tipo de cambio, en los programas de ajuste puestos en práctica en Sudamérica en estos últimos años; según sus conclusiones, entre dichos factores, que condicionan el éxito de los objetivos, estarían: el coste político percibido de su renuncia; la probabilidad y la forma de los shocks que sufre la economía; el grado de aversión a la inflación; la reputación del gobierno, y el nivel de independencia del banco central. Este último argumento, viene a resaltar la importancia del condicionamiento mutuo que existe entre el régimen cambiario y el status del banco central.

En todo caso, el hecho de que hayan existido numerosas experiencias en las que los objetivos cambiarios han contribuido positivamente al logro de objetivos antiinflacionistas, indica que puede ser un elemento importante en el diseño de esas políticas, si bien, su eficacia y los costes de la desinflación dependerán de un conjunto amplio de factores. De cualquier forma, el estudio de la política cambiaria como mecanismo de creación de expectativas de estabilidad nominal, no puede separarse del contexto en el que se diseña la política monetaria, y de la discusión sobre las pautas de comportamiento del banco central.

5.2. Teoría y evidencia sobre la autonomía de los bancos centrales

En los últimos años, el papel de los bancos centrales ha tendido a cobrar mayor relevancia, a medida que se les ha dotado de un mayor grado de autonomía. Una de las razones que explican esa evolución se encuentra en la búsqueda de un contexto institucional capaz de proporcionar la estabilidad monetaria deseable, en un contexto de flotación generalizada, en el que la autonomía del banco central puede constituir una alternativa

a la fijación de una regla cambiaria.

Como consecuencia de los desarrollos teóricos, que se aludieron antes, en el campo de la teoría de las expectativas, de la consistencia temporal de políticas y de la teoría de juegos aplicada al estudio de los efectos de la política monetaria, se ha producido una abundante literatura en este campo, que ha resaltado las ventajas potenciales de otorgar a los bancos centrales una elevada autonomía para el diseño de la política monetaria. Además de los desarrollos teóricos referidos, los estudios aplicados a contrastar la relación entre el grado de independencia de los distintos bancos centrales y el comportamiento de determinadas variables macroeconómicas, por lo general han respaldado las conclusiones que ha sugerido la teoría, lo cual ha conducido a una generalización de las reformas legales tendentes a atribuir autonomía formal, en el diseño de la política monetaria, a los bancos centrales de numerosos países que carecían de esa competencia.

Los modelos aplicados a discutir esta cuestión, parten de los efectos limitados que puede tener la política monetaria, una vez que los agentes racionales se adaptan a un régimen monetario determinado, y resaltan la necesidad de que las autoridades actúen de una forma consistente con sus objetivos para ganar una reputación entre los agentes que haga más probable la consecución del objetivo de estabilidad de precios y reduzca el coste de la misma. El aislamiento del diseño de las políticas monetarias del ciclo político, traerá consigo una supresión o limitación del riesgo de inconsistencia temporal de las políticas, y evitará el sesgo inflacionista de dicha inconsistencia. En consecuencia, un banco central independiente en el diseño de la política monetaria, y que tenga encomendada como tarea prioritaria la estabilidad de precios, constituirá el contexto más adecuado para luchar contra la inflación. Por lo tanto, es previsible que se produzca una correlación negativa entre la independencia del banco central y la tasa de inflación y la variabilidad de la misma⁶, sin que por

^[6] En principio, estos modelos no establecen una relación positiva entre la independencia del banco central y el output real, aunque algunos trabajos sí la encuentran para los países industrializados [véase Froyen y Wand, (1995)].

ello se reduzca el crecimiento.

La contrastación práctica de la relación entre la independencia del banco central y los resultados macroeconómicos que le atribuye la teoría, resulta compleja, sobre todo por la dificultad de definir con precisión el grado de independencia efectiva. De hecho, los estudios que han definido clasificaciones de la independencia de los distintos bancos centrales, difieren bastante en sus resultados. Además, parece razonable suponer que, con un mismo grado de independencia legal o estatutaria, se puede dar una gran variedad de comportamientos efectivos⁹. De hecho, cuando se ha intentado analizar comparativamente la función de reacción de los distintos bancos centrales en los últimos años, se ha encontrado que, efectivamente esta es compleja; que depende de numerosas variables, entre las cuales las externas desempeñan un papel muy importante -como reflejo de la elevada integración financiera-; y, sobre todo, que el grado de independencia efectiva, desde este punto de vista, no siempre coincide con la independencia legal.

Al margen de estas cuestiones, el hecho es que los estudios empíricos presentan un consenso relativamente amplio sobre la correlación positiva entre la independencia del banco central y los resultados obtenidos en la lucha contra la inflación.

Conviene resaltar, no obstante, que, como han señalado diversos estudios, aunque la existencia de un banco central autónomo puede constituir un instrumento eficaz en la persecución de la estabilidad de precios, por sí mismo no garantiza su éxito, ya que este depende de muchos otros factores, y además, es importante que el diseño específico del estatuto legal sea adecuado, en particular en cuestiones que han mostrado en algunos casos ser determinantes: se ha destacado la relevancia de aspectos tales como la duración efectiva del mandato del gobernador y el procedimiento previsto, en su caso, para la resolución de

^[9] Para una revisión sobre estos estudios, véase Fernández de Lis (1995). Johnson y Siklos (1994) analizan la función de reacción de un amplio conjunto de bancos centrales; algunas de sus conclusiones se comentan más adelante.

conflictos con otras instancias nacionales. El tema de la rotación del gobernador es uno de los factores que determinan más claramente la independencia efectiva y la eficacia de ésta respecto a sus objetivos (ver Johnson y Siklos, 1995); en cuanto a los procedimientos de resolución de conflictos, es evidente la importancia de éstos para garantizar que el banco central podrá hacer prevalecer su criterio. Dentro, eso sí, de un ámbito razonable, que permita un cierto margen de flexibilidad respecto al objetivo de estabilidad de precios, en función de circunstancias extraordinarias¹⁰.

5.3. Combinación entre objetivos cambiarios e independencia del banco central

Entre los factores que condicionan el grado de independencia efectiva de un banco central dotado de independencia legal, además de los que se acaban de mencionar -que atañen al desarrollo concreto de su estatuto- existen otros dos, cuyos efectos se han comentado antes, y que son de vital importancia: el régimen cambiario y el grado efectivo de integración financiera con el exterior. El establecimiento de objetivos cambiarios estrictos limita, y puede llegar a anular, el margen de maniobra de la política monetaria, especialmente con plena libertad de movimientos de capital.

Sin embargo, dada la variedad de combinaciones posibles entre el grado de restricción que supone una determinada política cambiaria y un diseño concreto de la política monetaria, es importante considerar los posibles efectos de dichas combinaciones, y preguntarse por los argumentos que aconsejan poner el énfasis en uno u otro aspecto.

Con una perspectiva teórica, la discusión entre la elección del régimen

^[10] Algunos autores [véase Doyle y Weale, (1995)] se muestran partidarios de un grado de independencia del banco central elevado, pero no completo, de forma que, en situaciones excepcionales que lo aconsejen, esa independencia se pueda ver limitada. También han señalado los costes potenciales de la falta de coordinación entre las políticas monetaria y fiscal como un posible inconveniente de la independencia del banco central.

cambario y el tipo de diseño del estatuto del banco central presenta elementos comunes, en el sentido de que ambas cuestiones se centran, básicamente, en la configuración de un contexto de credibilidad, que incorpore a las expectativas de los agentes los objetivos asumidos por las políticas de estabilización de precios. De hecho, los estudios teóricos que analizan ambos problemas han utilizado técnicas similares centradas en argumentos como la reputación, y los costes relativos del abandono de un compromiso.

Sin embargo, es evidente que, a pesar de que existen argumentos comunes en la discusión, existen otros muy importantes que determinan que no sea irrelevante elegir uno u otro esquema. En primer lugar, porque, como se señaló antes, el diseño de la política cambiaria tiene unos condicionantes específicos muy importantes, que, en determinados casos, aconsejan que se preste una atención especial a la evolución del tipo de cambio, ya sea debido a factores estructurales de la economía, a restricciones de balanza de pagos, o a shocks externos de cualquier índole. Además, en el caso de países con un grado limitado de desarrollo financiero, puede resultar inviable tratar de adoptar una regla monetaria diferente al tipo de cambio, por la ausencia de una relación estable y conocida entre las magnitudes monetarias y el comportamiento de los precios. A este respecto, el grado de apertura de la economía será también determinante. Estos elementos, en ciertos casos, se traducen en la necesaria adopción de objetivos cambiarios como un elemento de mayor visibilidad y de más fácil implantación, y con implicaciones más conocidas que la adopción de esquemas monetarios más sofisticados.

Argumentos como estos pueden constituir un condicionante para la discusión sobre el esquema más adecuado, con un grado de importancia muy variable de unos países a otros, que hace difícil obtener conclusiones generales. En cualquier caso, a partir de unos condicionantes dados para la política cambiaria, la elección de uno u otro esquema para alcanzar la estabilidad de precios se basará en la eficiencia que hayan demostrado los distintos esquemas experimentados en los últimos años.

A este respecto, la discusión de los puntos anteriores induciría a un optimismo matizado respecto a la utilidad de adoptar objetivos cambiarios

para obtener reducciones de inflación, y algo similar podría decirse de la independencia del banco central, en el sentido de que, adecuadamente combinadas con la política fiscal, y con un diseño institucional correcto, ambos pueden ser elementos que contribuyan a dicho objetivo.

La pregunta que cabe plantearse entonces es hasta qué punto la fijación de objetivos cambiarios y la autonomía del banco central deben ser considerados instrumentos alternativos o complementarios para lograr la estabilidad de precios. A partir de los argumentos anteriores, habría que decir, en primer lugar que, en determinadas circunstancias, en que la política cambiaria sea muy relevante por razones del tipo de las que se han mencionado, la fijación de objetivos cambiarios resultará prioritaria y la independencia del banco central tenderá a ser irrelevante.

Sin embargo, cuando los argumentos "de índole cambiaria" referidos aconsejan adoptar objetivos más o menos precisos para el tipo de cambio, se puede pensar que la independencia del banco central, adecuadamente diseñada, puede constituir un refuerzo para la consecución de los objetivos cambiarios. En primer lugar, ello tenderá a aumentar la credibilidad del compromiso cambiario. El riesgo de ruptura o de modificación brusca de un compromiso cambiario, con toda probabilidad, se verá reducido si se cuenta con un banco central independiente, siempre que su independencia legal sea también efectiva; e, incluso en el caso de ruptura definitiva de un compromiso cambiario, la independencia del banco central tenderá a amortiguar los costes de dicha ruptura.

A estos argumentos hay que añadir que, en general, la implantación de un régimen de autonomía para el banco central constituye una decisión de mayor trascendencia que la adopción de un determinado régimen cambiario, dado que requiere un ámbito institucional de decisión superior que esta, por lo que el grado de compromiso que supone será normalmente superior a la adhesión a un régimen cambiario concreto.

Cabe plantearse si, en determinadas circunstancias, la función de reacción de un banco central independiente puede ser perturbada por el seguimiento de objetivos cambiarios, posibilidad que no cabe descartar. En la medida en que el objetivo estatutario del banco central en cuestión

sea la estabilidad de precios, e independientemente de que para ello siga reglas monetarias relativamente estrictas o establezca objetivos directos de inflación, se pueden llegar a plantear conflictos. Sin embargo, por una parte, es presumible que los objetivos cambiarios, en el medio y en el largo plazo, sean compatibles con los objetivos monetarios del banco central; y, por otra parte, en la medida en que puedan surgir conflictos puntuales a corto plazo entre ambos objetivos, un diseño adecuado del estatuto del banco central deberá tener prevista la resolución de los mismos.

En todo caso, es razonable pensar que, a pesar de la aparente pérdida de relevancia que tiene la autonomía del banco central en un contexto de tipos de cambio semi-fijos, dicha autonomía puede constituir un complemento adecuado, que aumente las probabilidades de éxito respecto a los objetivos cambiarios y atenúe los costes de una posible renuncia a los mismos no deseada.

6. CONCLUSIÓN.

De la discusión que se ha presentado, se puede concluir que, en la elección del régimen cambiario, un factor fundamental es la contribución de este a la generación de disciplina contra la inflación. En este sentido, es clara la coincidencia de objetivos entre la política cambiaria y la política monetaria. En un contexto en el que se tiende a dotar de autonomía a los bancos centrales, parece lógico preguntarse por la influencia mutua entre la elección de un régimen cambiario determinado y la existencia de un banco central independiente.

Algunas de las conclusiones que se pueden extraer de los argumentos que se han planteado aquí son las siguientes: en un contexto de integración financiera elevada, aunque parcial, se hace más importante una formulación adecuada y coherente de las políticas monetaria y cambiaria, dado que aumentan los costes potenciales de formulaciones inadecuadas; un elemento importante a este respecto puede ser la autonomía del banco central. En un régimen de objetivos cambiarios más o menos estrictos, y sin restricciones a los movimientos de capital, cabe

pensar que dicha autonomía puede llegar a ser irrelevante; sin embargo, la independencia del banco central es importante en la medida en que puede contribuir al éxito de los objetivos cambiarios y, en caso de abandono o flexibilización de estos, constituye una garantía de carácter estable en la lucha contra la inflación, que tenderá a minimizar los posibles costes asociados a la modificación del régimen cambiario.

BIBLIOGRAFÍA

- **Ayuso, J; Pérez Jurado, M; y Núñez, S. (1996):** "Volatility in Spanish financial markets: the recent experience". Banco de España. Documento de Trabajo 9601 .
- **Clark, P; Bartolini, L.; Bayoumi, T. y Symansky, S. (1994):** "Exchange rates and economic fundamentals". Occasional Paper nº 115, IMF.
- **Cottarelli, C. y Giannini, C. (1995):** "Credibility without rules? Monetary frameworks in the post-Bretton Woods era", 1995. Paper presented at the Xth World Congress of the International Economic Association. Túnez, 18-22 diciembre.
- **Crockett, A. (1993):** "Monetary policy implications of increased capital flows". Bank of England Quartely Bulletin, Noviembre.
- **Cukierman, A.; Kiguel, M. y Liviatán, N. (1994):** "How much to commit to an exchange rate rule: balancing credibility and flexibility". En "Varieties of monetary reforms". P. Siklos, (editor).
- **Doyle, C y Weale, M. (1995):** "Do we really want an independent central bank?. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 10. Nº 3 .
- **Faruquee, H. (1995):** "Pricing to market and the real exchange rate", Working Paper nº 95/12, IMF.
- **Feldstein, M. y Horioka, C. (1990):** "Domestic saving and international capital flows". Economic Journal, Junio.
- **Fernández de Lis, S. (1995):** "Las clasificaciones de los bancos centrales según su autonomía; una revisión crítica de la literatura". Información Comercial Española. Enero.

- **Froyen, R. y Wand, R.N (1995):** "Central bank independence and the output-inflation tradeoff". *Journal of economics and business*. V.47. Mayo.
- **Gosh, A.R.; Gulde, A.H.; Ostry, J.D. y Wolf, H.C. (1995):** "Does the nominal exchange rate matter?". *IMF Working Paper* nº 95/121.
- **Hernández Catá, E. (1995):** "Algunas lecciones de la crisis reciente para las políticas macroeconómicas". Ponencia de la XXXII reunión de técnicos de bancos centrales organizada por el CEMLA. Noviembre.
- **Johnson, D. y Siklos, P. (1994):** "Political effects on central bank behavior: some international evidence". En "Varieties of monetary reforms". P. Siklos, (editor).
- **Kenen, P. (1994):** "The coordination of macroeconomic policies". En "Exchange rates and the monetary system".
- **Krugman, P. (1991):** "Has the adjustment process worked?". Institute for International Economics.
- **Krugman, P. (1993):** "What do we need to know about the international monetary system". Institute of International Economics.
- **Mills, T.C. y Wood, G.E. (1993):** "Does the exchange rate regime affect the economy?". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. Julio/Agosto.
- **Quirk, P.J. (1994):** "Fixed or floating exchange regimes: does it matter for inflation?". *IMF Working Paper* nº 94/134.
- **Stein, J.L. (1995):** "The fundamental determinants of the real exchange rate of the U.S. dollar relative to other G-7 currencies". *IMF Working Paper* nº 95/81.
- **Takagi, S. (1990):** "Exchange rate expectations: a survey of survey studies". *IMF Working Paper* nº 90/52.

DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 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 dasagregaciones 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. Ballabriga 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.
- 9528 **Gabriel Quirós:** Mercados financieros alemanes.
- 9529 **Juan Ayuso Huertas:** ¿Existe un *trade-off* entre riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés? (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9530 **Fernando Restoy:** Determinantes de la curva de rendimientos: hipótesis expectacional y primas de riesgo.
- 9531 **Juan Ayuso y María Pérez Jurado:** Devaluaciones y expectativas de depreciación en el SME. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9532 **Paul Schulstad and Ángel Serrat:** An Empirical Examination of a Multilateral Target Zone Model.
- 9601 **Juan Ayuso, Soledad Núñez and María Pérez-Jurado:** Volatility in Spanish financial markets: The recent experience.
- 9602 **Javier Andrés e Ignacio Hernando:** ¿Cómo afecta la inflación al crecimiento económico? Evidencia para los países de la OCDE.
- 9603 **Barbara Dluhosch:** On the fate of newcomers in the European Union: Lessons from the Spanish experience.
- 9604 **Santiago Fernández de Lis:** Classifications of Central Banks by Autonomy: A comparative analysis.
- 9605 **M.ª Cruz Manzano Frías y Sofía Galmés Belmonte:** Políticas de precios de las entidades de crédito y tipo de clientela: efectos sobre el mecanismo de transmisión. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9606 **Malte Krüger:** Speculation, Hedging and Intermediation in the Foreign Exchange Market.
- 9607 **Agustín Maravall:** Short-Term Analysis of Macroeconomic Time Series.
- 9608 **Agustín Maravall and Christophe Planas:** Estimation Error and the Specification of Unobserved Component Models.
- 9609 **Agustín Maravall:** Unobserved Components in Economic Time Series.
- 9610 **Matthew B. Canzoneri, Behzad Diba and Gwen Eudey:** Trends in European Productivity and Real Exchange Rates.
- 9611 **Francisco Alonso, Jorge Martínez Pagés y María Pérez Jurado:** Agregados monetarios ponderados: una aproximación empírica. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9612 **Agustín Maravall and Daniel Peña:** Missing Observations and Additive Outliers in Time Series Models.
- 9613 **Juan Ayuso and Juan L. Vega:** An empirical analysis of the peseta's exchange rate dynamics.
- 9614 **Juan Ayuso :** Un análisis empírico de los tipos de interés reales *ex-ante* en España.
- 9615 **Enrique Alberola Ila:** Optimal exchange rate targets and macroeconomic stabilization.

- 9616 **A. Jorge Padilla, Samuel Bentolila and Juan J. Dolado:** Wage bargaining in industries with market power.
- 9617 **Juan J. Dolado and Francesc Martíol:** Efficient estimation of cointegrating relationships among higher order and fractionally integrated processes.
- 9618 **Juan J. Dolado y Ramón Gómez:** La relación entre vacantes y desempleo en España: perturbaciones agregadas y de reasignación.
- 9619 **Alberto Cabrero y Juan Carlos Delrieu:** Elaboración de un índice sintético para predecir la inflación en España.
- 9620 **Una-Louise Bell:** Adjustment costs, uncertainty and employment inertia.
- 9621 **M.ª de los Llanos Matea y Ana Valentín Regil:** Indicadores de inflación a corto plazo.
- 9622 **James Conklin:** Computing value correspondences for repeated games with state variables.
- 9623 **James Conklin:** The theory of sovereign debt and Spain under Philip II.
- 9624 **José Viñals and Juan F. Jimeno:** Monetary Union and European unemployment.
- 9625 **María Jesús Nieto Carol:** Central and Eastern European Financial Systems: Towards integration in the European Union.
- 9626 **Matthew B. Canzoneri, Javier Vallés and José Viñals:** Do exchange rates move to address international macroeconomic imbalances?
- 9627 **Enrique Alberola Ila:** Integración económica y unión monetaria: el contraste entre NorTEAMérica y Europa.
- 9628 **Víctor Gómez and Agustín Maravall:** Programs TRAMO and SEATS.
- 9629 **Javier Andrés, Ricardo Mestre y Javier Vallés:** Un modelo estructural para el análisis del mecanismo de transmisión monetaria: el caso español.
- 9630 **Francisco Alonso y Juan Ayuso:** Una estimación de las primas de riesgo por inflación en el caso español.
- 9631 **Javier Santillán:** Política cambiaria y autonomía del Banco Central.

(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