

**Carmen Díaz Roldán\***

# LA POLÍTICA MONETARIA EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECIENTE E IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS

*En este trabajo se ofrece una panorámica de la evolución de la política monetaria en España, distinguiendo dos períodos claramente delimitados por el acontecimiento histórico de la incorporación a la Unión Económica y Monetaria (UEM). Para estudiar cada período, se analiza tanto el diseño e instrumentación de la política monetaria, como sus implicaciones macroeconómicas, mostrando la evidencia empírica más reciente.*

**Palabras clave:** política monetaria, regla de Taylor, inflación, Unión Económica y Monetaria, España.  
**Clasificación JEL:** E52, E58.

## 1. Introducción

En sentido amplio, la política monetaria pretende alcanzar los objetivos de estabilidad en el empleo y en los precios, así como el crecimiento y el equilibrio externo de una economía, controlando las principales variables del sistema monetario: la cantidad de dinero, el nivel y estructura de los tipos de interés y las condiciones que afectan las disponibilidades de crédito.

Dado que es una política de demanda agregada, su efectividad se manifiesta, en última instancia, en su capacidad para controlar el gasto agregado de la econo-

mía a través de la modificación de sus instrumentos. En las economías occidentales las políticas monetarias se han ido orientando, a lo largo de los últimos años, hacia el objetivo de alcanzar la estabilidad de precios a través de la actuación sobre los tipos de interés, en detrimento de la estrategia de control monetario. Concretamente, las economías de la Unión Europea (UE) han ido experimentando cambios de diseño e instrumentación desde que la participación en el mecanismo de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo (SME) obligaba a adquirir un compromiso de estabilidad cambiaria y de reputación antiinflacionista. Más adelante, los acuerdos que se fueron sucediendo para concluir en la formación de la Unión Económica y Monetaria (UEM) fueron configurando la actual política monetaria única, conducida por el Banco Central Europeo (BCE).

El objetivo de este trabajo consiste en ofrecer una panorámica de la evolución de la política monetaria en

---

\* Universidad de Castilla-La Mancha.

La autora agradece la financiación recibida del Ministerio de Educación y Ciencia, a través del proyecto SEJ2005-08738-C02-01; y de la Consejería de Educación y Ciencia de la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha, a través del proyecto PAI07-0021-5148.

España, distinguiendo dos períodos claramente delimitados por el acontecimiento histórico de la incorporación a la UEM. Para analizar cada período, nos centraremos tanto en el diseño e instrumentación de la política monetaria, como en sus implicaciones macroeconómicas, mostrando la evidencia empírica más reciente. Finalmente, para terminar se presentarán las principales conclusiones.

## 2. Política monetaria e inflación antes de la UEM: 1978-1998

El período que podríamos calificar como el de la transición de la política monetaria en España, corresponde a los años previos a la incorporación de la peseta al mecanismo de tipos de cambio del SME. Durante este período, a una etapa de control monetario propia de una economía cerrada (Ayuso y Escrivá, 1997) le sucedió una etapa de transición que concluyó con la incorporación al SME, en 1989.

Desde principios de la década de los setenta, la política monetaria española pasó a entenderse en términos de control de la cantidad de dinero existente en la economía (Aríztegui, 1990), si bien no sería hasta 1978 cuando se anuncia públicamente el objetivo de crecimiento del agregado monetario que se tomó como referente. Este período se va a caracterizar por la aplicación de un esquema de control monetario en dos niveles, siendo el objetivo intermedio la oferta de dinero (en particular, el agregado M3) y la variable instrumental los Activos de Caja del Sistema Bancario (ACSB). Bajo este enfoque tradicional, las alteraciones de la oferta de dinero tenían su origen en la actuación discrecional del Banco de España.

La elección de un agregado monetario como objetivo intermedio implicaba que el Banco de España debía asumir las fluctuaciones en los tipos de interés y en el tipo de cambio que fuesen necesarias, para permitir que tanto dicho agregado, como la variable instrumental se mantuvieran dentro de los márgenes previstos. Asimismo, otro aspecto clave que afectaba a la política mone-

taria era la existencia de importantes controles de capitales que limitaban la integración de los mercados monetarios y de capitales españoles con los del resto del mundo, reforzando la autonomía de la política monetaria pero afectando significativamente al grado de apertura de la economía (Ayuso y Escrivá, 1997).

Es a partir de 1989, durante los años de pertenencia al SME, cuando la política monetaria se centró en el control de la inflación a través de la modificación de la estructura de tipos de interés, al tiempo que se produjo una acentuación del grado de apertura de la economía española; concluyendo este período con la incorporación de España, el uno de enero de 1999, a la UEM.

La restricción exterior que supuso la incorporación de la peseta al SME, con la consiguiente importancia que adoptaba entonces el compromiso de estabilidad cambiaria, introdujo un elemento de disciplina externa, hasta entonces ausente en la política monetaria nacional, al tiempo que forzaba una orientación claramente antiinflacionista de la misma y de la política económica en general, en línea con aquellos países del SME que presentaban una mayor reputación al respecto, concretamente Alemania.

Durante este período, pues, la política monetaria española se dirigió a controlar la inflación. En el momento de la entrada de la peseta en el SME la inflación española era superior a la media de los demás países miembros del SME, y la demanda interna experimentaba un fuerte crecimiento. Pero en un contexto de elevada movilidad internacional de capitales, a pesar de los controles que existían a la entrada de los mismos, la política monetaria restrictiva favorecía la presión apreciativa sobre la peseta y además resultaba insuficiente para hacer compatibles los objetivos interno y externo.

Posteriormente, tras los episodios de inestabilidad experimentados por el SME, entre 1992 y 1993, y la ampliación de las bandas de fluctuación de las monedas participantes, en agosto de 1993, la política monetaria española, al gozar de una mayor flexibilidad respecto a la restricción exterior que suponía el compromiso cambiario, tuvo que optar, como forma de consolidar su reputa-

ción antiinflacionista, por un compromiso explícito de estabilidad de precios. En línea con esta decisión se sitúan la concesión de un estatuto de independencia para el Banco de España y la modificación del esquema de control monetario, que pasa a desarrollarse en un único nivel mediante la fijación de un objetivo explícito en términos de la tasa de inflación, con la finalidad última de alcanzar la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

### Un enfoque basado en reglas

De forma paralela a los cambios efectuados en el diseño e instrumentación de la política monetaria, en los círculos académicos cobró actualidad el debate sobre discrecionalidad frente a reglas de política, gracias a la contribución de Taylor (1993) que mostraba cómo mediante una regla simple de política monetaria, a través de modificaciones del tipo de interés, se podía influir sobre los dos objetivos esenciales asignados a la política monetaria: la estabilización macroeconómica (medida por la desviación de la producción real respecto de su nivel potencial, el llamado *output gap* o brecha de producción) y la estabilidad de precios (medida por la desviación de la tasa de inflación respecto a su objetivo).

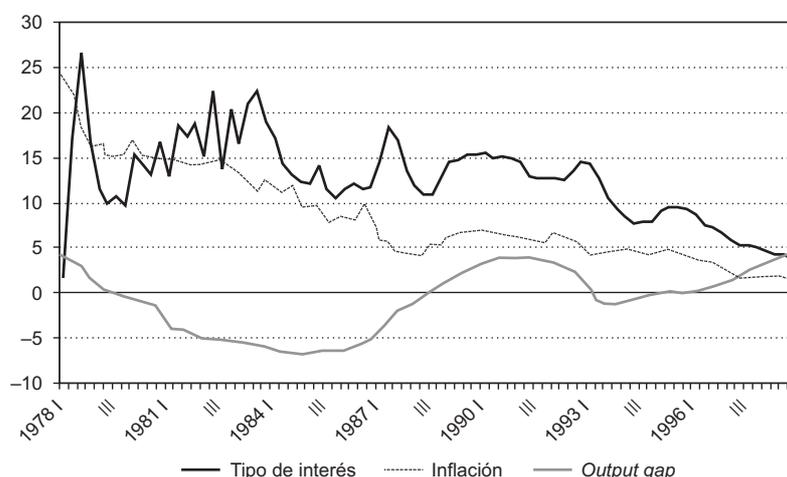
A diferencia del enfoque tradicional, basado en reglas monetarias, las alteraciones de la oferta de dinero se producen de forma automática en respuesta a la evolución de la tasa de inflación y el nivel de actividad, con objeto de alcanzar un determinado valor del tipo de interés en función de la regla seguida por el banco central. De hecho, en la versión original de la regla de Taylor se muestra cómo el tipo de interés nominal debe ser ajustado ante variaciones de la inflación respecto a su objetivo y ante variaciones del *output gap*, de los cuales depende de forma positiva. Por lo tanto, el tipo de interés se elevará ante un proceso inflacionario en el que las tasas de inflación aumenten rápidamente, o ante grandes variaciones de la brecha del PIB. Más aún, la regla de Taylor parte del supuesto de que son los tipos de interés reales los que desempeñan un papel central en la formulación de la política monetaria (véase Taylor, 1993,

para más detalles) y, en este sentido, aunque el instrumento que la autoridad monetaria manipula es el tipo de interés nominal, son los tipos de interés reales los que, en realidad, afectan a la actividad económica en uno u otro sentido. Esto justificaría que el coeficiente que acompañe a la inflación, además de positivo, deba ser mayor que la unidad.

A partir del trabajo pionero de Taylor, han sido abundantes los estudios que han tratado de contrastar si la actuación de los bancos centrales puede caracterizarse mediante una regla simple de política monetaria. Como hemos visto, en el enfoque basado en reglas se concede un papel decisivo a los dos objetivos asignados implícitamente a la política monetaria: la estabilización macroeconómica y la estabilidad de precios. Por ello, los valores obtenidos tras la estimación econométrica de este tipo de reglas ofrecerán información sobre la respuesta de la política monetaria ante las perturbaciones a las que se vean sometidos dichos objetivos. Consecuentemente, las implicaciones de la regla de Taylor con respecto al comportamiento cíclico de la economía dependerán del signo y la magnitud de los coeficientes estimados. Y de ahí que, para que la función de reacción de un banco central pueda ser descrita mediante una regla de Taylor, los coeficientes que acompañan a la inflación y al *output gap* deben ser ambos positivos y, particularmente, el que acompaña a la inflación debe ser mayor que la unidad.

El primer intento de caracterizar mediante una regla la política monetaria seguida por el Banco de España, es el llevado a cabo por Díaz y Montero (2004a). A tal fin estiman una ecuación para el tipo de interés nominal a corto plazo, para el período comprendido entre 1978, año en el que se hace público por primera vez el objetivo de control monetario, y 1998, año previo a la formación de la UEM. La muestra se divide, además, en dos subperíodos en función de las variaciones producidas en el diseño de la política monetaria aplicada por el Banco de España. El primer período (1978:I-1989:II) corresponde a los años en los que en la ejecución de la política monetaria predominan las características de una

GRÁFICO 1

TIPO DE INTERÉS, INFLACIÓN Y *OUTPUT GAP* EN ESPAÑA, 1978-1998

FUENTE: DÍAZ y MONTERO (2007).

«economía cerrada» (Ayuso y Escrivá, 1997), y en el segundo (1989:III-1998:IV) las de una «economía abierta», sujeta a los compromisos cambiarios derivados de la incorporación de la peseta al mecanismo de tipos de cambio del SME.

Los resultados obtenidos para el período previo a la entrada de la peseta en el SME revelan que la evolución de los tipos de interés, y por lo tanto el diseño de la política monetaria por parte del Banco de España durante esos años, no puede caracterizarse mediante una regla del tipo propuesto por Taylor, a diferencia de lo que ocurriría a partir de la entrada de la peseta en el SME. Así, para el período 1978:I-1989:II, los coeficientes estimados para la inflación y el *output gap* son 0,71 y 0,57 respectivamente; pero, aunque tienen el signo positivo esperado en términos de la regla de Taylor, el coeficiente que acompaña a la inflación es menor que la unidad. Sin embargo, para el período 1989:III-1998:IV los valores estimados son 2,30 y 0,39; mostrando cómo, además, se concede mucho mayor peso al objetivo de control de la inflación que al de estabilización del nivel de actividad.

Como puede verse en el Gráfico 1, antes de la entrada de la peseta en el SME el tipo de interés describe una senda con altibajos, que no se ajusta en absoluto a la descrita por la inflación y el *output gap*. Todo lo contrario ocurre para el período posterior, en el que las tres variables evolucionan de una forma bastante más sincronizada.

Es precisamente a partir de 1989 cuando la evolución del tipo de interés nominal a corto plazo puede describirse mediante una regla de Taylor; comprobándose, además, que el Banco de España habría concedido mayor peso al objetivo de control de la inflación que al de estabilización del nivel de actividad, y que este esfuerzo en controlar la inflación fue incluso mayor que en otros países (en las aplicaciones empíricas conocidas, ningún país alcanza el valor del 2,30 en el coeficiente estimado que acompaña a la inflación). Precisamente, este marcado carácter antiinflacionista de la política monetaria española resulta de particular importancia puesto que contribuyó a que, a pesar de partir de una inflación superior a la media europea, se pudiese participar en la

UEM desde su comienzo. Además, este resultado podría reforzar la idea de que, tras la entrada de la peseta en el SME y a pesar de tener como objetivo externo el compromiso de estabilidad cambiaria, la necesidad de una convergencia hacia la política monetaria antiinflacionista alemana podría explicar la política monetaria española en función del objetivo interno de moderar la inflación.

### Las asimetrías de la política monetaria

Por otra parte, y con objeto de valorar las implicaciones de los cambios de diseño y estrategia de la política monetaria, hay que tener en cuenta que ésta puede producir efectos distintos, las llamadas asimetrías de la política monetaria, según se trate de variaciones anticipadas del instrumento de control, que serían neutrales, no produciendo efectos reales (es decir, no afectarían al nivel de actividad); o bien variaciones no anticipadas o perturbaciones monetarias aleatorias, que pueden ser de tres tipos. En primer lugar, nos encontraríamos con las perturbaciones de signo o keynesianas que se producen en un contexto de precios y salarios rígidos a la baja pero flexibles al alza, ante cambios en la demanda nominal; las positivas serían neutrales, mientras que las negativas tendrían efectos reales. En segundo lugar, tendríamos las perturbaciones de tamaño o costes de menú; las grandes serían neutrales, pero las pequeñas tendrían efectos reales pues no compensaría variar los precios. Por último, hay que considerar las perturbaciones híbridas, de las cuales las pequeñas y negativas tendrían efectos reales. Según esto, desde el punto de vista teórico habrá períodos de neutralidad o no neutralidad de la política monetaria dependiendo del grado de predecibilidad y del signo y del tamaño de las perturbaciones.

Naveira (2000) presenta evidencia empírica sobre el comportamiento asimétrico de los bancos centrales de Alemania, España y Francia en los años previos a la formación de la UEM. Obtiene como resultado que se produjeron respuestas asimétricas ante desviacio-

nes de la inflación respecto a su objetivo, y que estas respuestas eran más intensas cuando las desviaciones eran positivas. Pero la conclusión más importante, quizá, que se derivaba de dicho resultado era que la pérdida de autonomía tendría un coste añadido: el derivado del diferente grado de asimetría ante un mismo cambio (esperado) del estado de la economía, según los países.

En otra aplicación empírica, centrada en el caso español, María-Dolores (2001) obtiene que, antes de formar parte de la UEM, las asimetrías en la política monetaria española eran de corte keynesiano. Es decir, las perturbaciones monetarias negativas, producidas por una política monetaria contractiva, tenían efectos reales sobre la economía española. Dicho de otro modo, cuando el Banco de España llevaba a cabo una política monetaria contractiva mediante aumentos no esperados del tipo de interés, su efecto negativo sobre la tasa de crecimiento del PIB era mayor que si se realizaba una política en sentido contrario, reduciendo los tipos de interés en la misma magnitud.

En esta misma línea, Dolado y María-Dolores (2002) analizan las posibles asimetrías de las intervenciones del Banco de España ante cambios en los indicadores macroeconómicos, durante el período 1984-1998. En general, obtienen que la probabilidad de realizar ajustes del tipo de interés era mayor ante una recesión, un repunte de la inflación, una depreciación del tipo de cambio o una desviación positiva de la tasa de crecimiento del dinero respecto a su objetivo de crecimiento anual. Pero detectan particularmente que, a partir de 1987, las respuestas ante desviaciones del agregado monetario comenzaron a ser más débiles; mientras que, desde 1992, las respuestas ante variaciones de la inflación fueron mucho más intensas. Este resultado corrobora los obtenidos por Díaz y Montero (2004a) al estimar una regla de política monetaria y que mostraban cómo, tras la entrada de la peseta en el mecanismo de tipos de cambio del SME, la política monetaria adquirió un marcado carácter antiinflacionista.

### 3. Política monetaria e inflación en la UEM: 1999 - ...

La credibilidad de una política monetaria dirigida por un banco central independiente y con una estrategia basada en conseguir un determinado objetivo de inflación propició que ésta se situase en niveles cercanos a los de los países comunitarios; favoreciendo, además, el mantenimiento de la estabilidad cambiaria y que los tipos de interés alcanzasen los niveles requeridos por los criterios de convergencia para formar parte de la UEM (véase Anchuelo, 2005).

Así, desde el 1 de enero de 1999 España participa en el marco institucional que configura la UEM. El BCE más los bancos centrales nacionales de la UE cuya moneda es el euro (actualmente 13 tras la reciente incorporación de Eslovenia) forman el Eurosistema, que es la autoridad monetaria de la eurozona. El Comité Ejecutivo del Eurosistema es el responsable de la gestión diaria del BCE, mientras que el Consejo de Gobierno toma las decisiones sobre los tipos de interés a corto plazo, a partir de las condiciones económicas y financieras de la zona euro. Asimismo, el BCE más todos los bancos centrales nacionales de la UE, hayan adoptado o no el euro como moneda, forman el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) que coordina las políticas monetarias y supervisa los criterios de convergencia.

En cuanto a la instrumentación de la política monetaria, el objetivo primordial es el de la estabilidad de precios; concretamente, el Índice de Precios de Consumo (IPC) armonizado de la zona euro no debe sobrepasar el 2 por 100 de crecimiento anual. Para conseguir dicho objetivo, las decisiones de política monetaria las toma, de forma centralizada, el Consejo de Gobierno evaluando las condiciones económicas (actividad, precios, costes y naturaleza de las perturbaciones) y monetarias (M3 y otros agregados) de la zona euro; y las ejecutan de manera descentralizada los bancos centrales nacionales, coordinados por el BCE. De esta forma, es el BCE, único responsable de la política monetaria, quien determina los tipos de interés que actúan como referencia de los intercambios financieros en euros. Para ello

cuenta con una serie de instrumentos entre los que destacan las operaciones de mercado abierto, aunque también se cuenta con otros tales como la concesión de líneas de crédito y el mantenimiento de unas reservas mínimas en los bancos comerciales; véase De Grauwe (2005) para más detalles.

A pesar de que el objetivo primordial de la política monetaria única sea mantener la estabilidad de precios en la zona euro, esta política monetaria puede no ser adecuada a nivel nacional debido a las discrepancias cíclicas y a la posible concurrencia de perturbaciones asimétricas. Las perturbaciones asimétricas pueden ser tanto las específicas sufridas por cada país (perturbaciones salariales, subida de precios...), que les afectan de forma diferente y requieren, por tanto, políticas de actuación específicas, como también aquellas perturbaciones simétricas en origen (es decir, el impacto inicial es el mismo en todas las economías afectadas), pero asimétricas en sus efectos debido a diferencias en los mecanismos de transmisión (tanto de las propias perturbaciones, como de las políticas aplicadas para contrarrestarlas).

Siguiendo a Hernando y Martínez (2005), los canales de transmisión de la política monetaria en España actúan a través de los tipos de interés, los precios de los activos (financieros y no financieros), la oferta de crédito y las condiciones financieras del resto de la UEM, desempeñando un importante papel la formación de expectativas. Además, a corto plazo, los cambios en la variable de decisión de la autoridad monetaria (tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del Eurosistema) modifican las condiciones monetarias y financieras del conjunto de la UEM. Y, aunque producen un efecto inmediato sobre los tipos de interés a muy corto plazo, tienen un efecto incierto sobre otras variables, dependiendo de las expectativas. A largo plazo, y debido a las asimetrías de la política monetaria, las variaciones anticipadas del instrumento de control no tienen efectos sobre las variables reales (es decir, no afectan al nivel de actividad) pero sí lo tienen sobre el nivel general de precios.

Ya vimos anteriormente que la instrumentación de la política monetaria puede dar lugar a resultados asimétricos y, de hecho, la evidencia empírica también pone de manifiesto las posibles dificultades de una política monetaria única tanto ante discrepancias en los mecanismos de transmisión de sus efectos, como ante la ocurrencia de perturbaciones. Por otra parte, la actuación de la autoridad monetaria (el banco central) basada en reglas de comportamiento y evitando la discrecionalidad, limita más aún el alcance de ciertas medidas. Siguiendo las características del enfoque basado en reglas de política monetaria, un banco central puede llevar a cabo su política a través de una regla sistemática, con el objetivo último de conseguir una tasa de inflación reducida y utilizando como instrumento el tipo de interés. Esta estrategia de control de la inflación es similar a la de control de la cantidad de dinero, salvo en la elección del objetivo intermedio: las predicciones de la tasa de inflación en el primer caso y la cantidad de dinero en el segundo, para conseguir en ambos casos el objetivo último de inflación (véase De Grauwe, 2005).

En este contexto, dado que el objetivo prioritario del BCE es la estabilidad de precios mediante una estrategia de control de la inflación, y ante la existencia de desfases en el mecanismo de transmisión monetaria, cobran especial importancia las previsiones que se realicen de la tasa de inflación. Como señalan Álvarez y Burriel (2005), con la pertenencia de España a la UEM se mantiene la necesidad de seguimiento y previsión de los precios, pero además ha sido necesario introducir elementos de coordinación que antes no existían y se concede mayor relevancia a algunos aspectos analíticos, tales como los relativos a los diferenciales de inflación en la zona euro.

Para el seguimiento coyuntural de la inflación, el Banco de España cuenta con unas variables de referencia que informan sobre la evolución de los precios, tales como el IPC que aproxima la evolución del poder de compra de los consumidores finales, y el Índice Armonizado de los Precios de Consumo (IAPC) que es una media ponderada de los IPC de los países de la UE. El

IAPC se utiliza como referencia para medir la inflación de la zona euro y poder realizar comparaciones entre los países de la UE, y entre éstos y los que no pertenecen a la UE. El IPC y el IAPC son, además, los principales indicadores para estimar la evolución a corto plazo del deflactor del consumo privado.

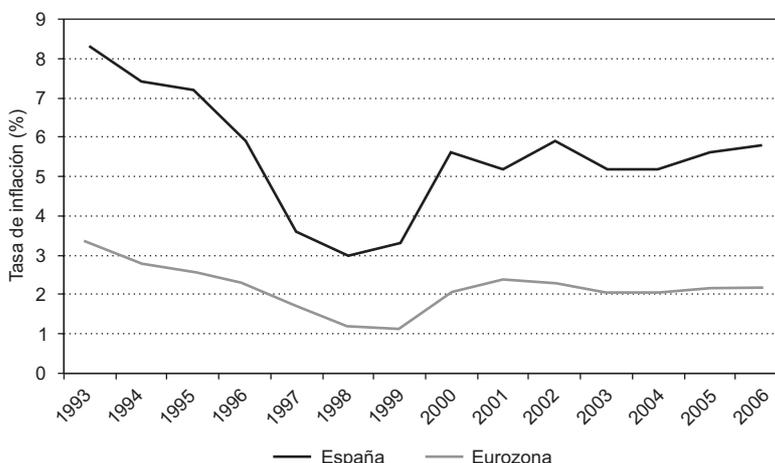
El Banco de España realiza también estimaciones y previsiones de los deflatores de la demanda y del valor añadido, que ayudan a insertar las previsiones de inflación en el marco de la Contabilidad Nacional. De este modo, dichas previsiones se analizan conjuntamente con otras variables macroeconómicas. Además, gracias al modelo macroeconómico trimestral del Banco de España (MTBE) se pueden simular los efectos sobre la tasa de inflación de cambios en diversos factores y asegurar la coherencia de las previsiones. No obstante, además del seguimiento coyuntural de la inflación, la valoración de la situación inflacionista requiere analizar la dinámica de los precios en el contexto más amplio del comportamiento agregado de la economía, interrelacionando el análisis de los precios con el análisis del nivel de producción y del mercado de trabajo.

A pesar del estricto seguimiento y control de la inflación en España, tras la adopción de la política monetaria del BCE en enero de 1999, se observa una inflación más elevada que la de la media de la eurozona y un incremento del diferencial de inflación. Como puede observarse en el Gráfico 2, en los años previos a la formación de la UEM, la tasa de inflación en España tendía a aproximarse a la media de la eurozona. Sin embargo, desde 1999 se muestra cómo el diferencial volvió a hacerse mayor.

Este repunte de la inflación nos llevaría a preguntarnos qué influencia habría tenido el seguimiento de las directrices del BCE tras la incorporación a la UEM. Intentando responder a esa cuestión, Díaz y Montero (2004b) analizaban los valores de las predicciones del tipo de interés nominal, a partir de las estimaciones mostradas en Díaz y Montero (2004a), para ver qué hubiese ocurrido de haber mantenido el Banco de España una política monetaria independiente a partir

GRÁFICO 2

## EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN EN ESPAÑA Y LA EUROZONA, 1978-2004



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de INE y Eurostat.

de 1999. Como podemos ver en el Cuadro 1, las predicciones presentan valores superiores a los del tipo de interés observado. Esto confirma el resultado de que la política monetaria española antes de 1999 era más antiinflacionista que la posterior del BCE y que, desde la adopción de la política monetaria común, se hacen necesarias otras medidas de política económica que acompañen a la política monetaria para hacer frente a la mayor inflación española, en relación a la de la media de la eurozona.

Partiendo de un enfoque diferente, López-Salido, Restoy y Vallés (2005) estudian cuáles podrían ser los determinantes de los incrementos en el diferencial de inflación tras la incorporación a la UEM, así como sus implicaciones macroeconómicas. Muestran cómo se ha producido una expansión de la demanda agregada, debido principalmente al incremento de la renta disponible, que se ha traducido en un aumento del consumo de bienes no comercializables. Por otra parte, la rigidez del mecanismo de formación de los salarios ha contribuido a que los precios de los bienes no comer-

cializables también sean más rígidos. A partir de esos resultados concluyen que, en ausencia de una política monetaria independiente, la política fiscal y particularmente el gasto público pueden desempeñar un importante papel a la hora de contener el crecimiento de la demanda agregada. Pero además, dada la importancia de la rigidez de los salarios reales a la hora de contribuir a generar inflación, de acuerdo con estos autores, sería deseable que los contratos de trabajo fuesen más flexibles y menos dependientes de las cláusulas de indexación salarial.

#### 4. Conclusiones

En este trabajo hemos mostrado la evolución más reciente de la política monetaria española. Dicha evolución ha estado marcada por el acontecimiento histórico de la incorporación a la UEM, lo cual ha incidido en los cambios de diseño e instrumentación de la política monetaria haciendo surgir, además, una serie de posibles dificultades que requieren un esfuerzo de coordinación,

CUADRO 1

**VALORES OBSERVADOS  
Y PREDICCIONES DEL TIPO DE INTERÉS  
NOMINAL**

Trimestres	Observación	Predicción
1999:I	3,07	3,42
1999:II	2,61	3,36
1999:III	2,68	3,46
1999:IV	3,40	3,66
2000:I	3,52	4,53
2000:II	4,26	4,85
2000:III	4,73	5,61
2000:IV	4,75	6,33
2001:I	4,54	6,21
2001:II	4,37	5,70
2001:III	4,06	6,17
2001:IV	3,28	5,59
2002:I	3,63	4,57
2002:II	3,89	5,35
2002:III	3,44	5,73
2002:IV	3,00	5,46

FUENTE: DÍAZ y MONTERO (2004b).

seguimiento y control del resto de las políticas macroeconómicas aplicadas por todos los países miembros de la unión monetaria. De hecho, la evidencia empírica disponible que hemos ido presentando a lo largo de estas páginas constata que la política monetaria española, desde la incorporación de la peseta al mecanismo de tipos de cambio del SME, tuvo un marcado carácter antiinflacionista superando, incluso, a la de los países de su entorno. Ello ayudó a que se pudiesen alcanzar los requerimientos necesarios para formar parte de la UEM en 1999.

Sin embargo, desde la incorporación a la UEM se observan ciertas divergencias, particularmente en cómo ha ido evolucionando la tasa de inflación. Ello revela que ha sido posible participar de una moneda única y una política monetaria común, gracias a una significativa convergencia de las economías de los Estados

miembros pero que, evidentemente, no abarca todos los sectores de sus economías. Las diferencias de los sistemas políticos e institucionales, de los sistemas fiscales, de la estructura del mercado laboral y de los aspectos legales, junto a las peculiaridades nacionales, dan lugar a divergencias. Estas divergencias se manifiestan tanto en la evolución de los niveles de producción y precios en los diferentes países, como en los diferentes procesos de ajuste que se requerirían en cada uno de ellos. De ahí que el consabido coste de la pérdida de la política monetaria nacional y de la política de tipo de cambio, plantee la necesidad de recurrir a otras políticas de ajuste, así como a tratar de homogeneizar ciertos aspectos institucionales de los Estados miembros de la unión.

Concretamente, para el caso de España, la evidencia empírica parece indicar que las directrices del BCE podrían resultar insuficientes para contener la inflación. Es por ello que resulta evidente la necesidad de diseñar, por el lado de la demanda, una política fiscal adecuada que pueda contribuir al objetivo de estabilización, así como a intentar contrarrestar las potenciales perturbaciones monetarias contractivas que, como hemos visto, pueden provocar efectos reales afectando negativamente a la tasa de crecimiento del PIB. Y por el lado de la oferta, resultarían de utilidad todas aquellas medidas que contribuyesen a flexibilizar los mercados de bienes y el mercado de trabajo.

Siguiendo esta línea, en los últimos años se vienen realizando algunas propuestas orientadas tanto a implementar ciertas medidas de política fiscal (véanse Bajo y Díaz, 2003; Donnelly, 2004 y Hughes Hallet *et al.*, 2004, entre otros), como de reformas por el lado de la oferta (podrían citarse Collignon, 2001; Díaz, 2004 y Buti *et al.*, 2007, por ejemplo). No obstante, la todavía escasa experiencia en la participación en una unión monetaria, unida a las dificultades en la adopción de los acuerdos necesarios y la implementación de ciertas medidas, hacen que responder al interrogante de cómo dichas propuestas podrían contribuir a la evolución de la UEM continúe siendo un reto.

## Referencias bibliográficas

- [1] ÁLVAREZ, L. J. y BURRIEL, P. (2005): «La dinámica de los precios», en Servicio de Estudios del Banco de España: *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial, Madrid, páginas 381-404.
- [2] ANCHUELO, A. (2005): «Las políticas macroeconómicas», en GARCÍA DELGADO, J. L. y MYRO, R. (dirs.): *Lecciones de economía española* (7.ª ed.), Thomson-Civitas, Madrid, páginas 397-419.
- [3] ARÍZTEGUI, F. J. (1990): «La política monetaria en España: un período crucial», en GARCÍA DELGADO, J. L. (dir.): *Economía española de la transición y la democracia*, Centro de Investigaciones Sociológicas, Madrid, páginas 307-343.
- [4] AYUSO, J. y ESCRIVÁ, J. L. (1997): «La evolución de la estrategia de control monetario en España», en Servicio de Estudios del Banco de España: *La política monetaria y la inflación en España*, Alianza Editorial, Madrid, páginas 89-120.
- [5] BAJO RUBIO, Ó. y DÍAZ ROLDÁN, C. (2003): «Insurance Mechanisms Against Asymmetric Shocks in a Monetary Union: A Proposal With an Application to EMU», *Recherches Economiques de Louvain*, volumen 69, páginas 73-96.
- [6] BUTI, M., RÖGER, W. y TURRINI, A. A. (2007): «Is Lisbon Far from Maastricht? Trade-offs and Complementarities Between Fiscal Discipline and Structural Reforms», *Discussion Paper 6204*, Centre for Economic Policy Research.
- [7] COLLIGNON, S. (2001): «Unemployment, Wage Developments and the Economic Policy Mix in Europe», en HUGHES HALLETT, A., MOOSLECHNER, P. y SCHUERZ, M. (eds.): *Challenges for Economic Policy Coordination Within European Monetary Union*, Kluwer, Dordrecht, páginas 183-191.
- [8] DE GRAUWE, P. (2005): *Economics of Monetary Union* (6.ª ed.), Oxford University Press, Oxford.
- [9] DÍAZ ROLDÁN, C. (2004): «On the Desirability of Coordinated Supply-Side Intervention: Does a Monetary Union Matter?», *Czech Journal of Economics and Finance*, volumen 54, páginas 243-251.
- [10] DÍAZ ROLDÁN, C. y MONTERO SOLER, A. (2004a): «Las reglas de política monetaria en la actuación del Banco de España: 1978-1998», *Revista de Economía Aplicada*, volumen 12, número 34, páginas 39-51.
- [11] DÍAZ ROLDÁN, C. y MONTERO SOLER, A. (2004b): «How Useful are Monetary Policy Rules to Deal With Inflation?: The Spanish Case», *Documento de Trabajo E2004/63*, Fundación Centro de Estudios Andaluces.
- [12] DÍAZ-ROLDÁN, C. y MONTERO-SOLER, A. (2007): «La utilidad de las reglas de política monetaria en la lucha contra la inflación: implicaciones para el caso español», en BAJO RUBIO, O. (ed.): *Integración económica en Europa: Aspectos macroeconómicos y regionales*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, de próxima aparición.
- [13] DOLADO, J. J. y MARÍA-DOLORES, R. (2002): «Evaluating Changes in the Bank of Spain's Interest-Rate Target: An Alternative Approach Using Marked-Point Processes», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, volumen 64, páginas 1-24.
- [14] DONNELLY, S. W. (2004): *Reshaping Economic and Monetary Union: Membership Rules and Budget Policies in Germany, France and Spain*, Manchester University Press, Manchester.
- [15] HERNANDO, I. y MARTÍNEZ, J. (2005): «El mecanismo de transmisión de la política monetaria», en Servicio de Estudios del Banco de España: *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial, Madrid, páginas 169-191.
- [16] HUGHES HALLETT, A., LEWIS, J. y VON HAGEN, J. (2004): *Fiscal policy in Europe 1991-2003: An evidence-based analysis*, Centre for Economic Policy Research, Londres.
- [17] LÓPEZ-SALIDO, D.; RESTOY, F. y VALLÉS, J. (2005): «Inflation differentials in EMU: The Spanish case», *Documento de Trabajo 0514*, Banco de España.
- [18] MARÍA-DOLORES, R. (2001): «Asimetrías en los efectos de la política monetaria en España (1977-1996)», *Investigaciones Económicas*, volumen 25, páginas 391-415.
- [19] NAVEIRA, M. (2000): «Asimetrías en las reglas de decisión de política monetaria: alguna evidencia europea», Tesina CEMFI No. 0002.
- [20] TAYLOR, J. B. (1993): «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, volumen 39, páginas 195-214.