EE 31 474

Tras el repaso algunos de los acontecimientos económicos que elegimos cada semana por su interés didáctico, vamos a repasar en Revista de Economía ahora algunas convocatorias que pueden ser de su interés. También les vamos a hablar de una visita que el rector y el decano de la Facultad de Económicas de la Universidad de Kirguistán realizaron a nuestra facultad la pasada semana. El Banco de España ha convocado 17 becas y ayudas para posgraduados, curso académico 1995-1996.

Concretamente son 12 becas para ampliación de estudios en el extranjero, 10 para estudios de economía teórica y dos para estudios de informática y ciencias matemáticas. Los requisitos son los siguientes, ser español con título superior de facultades universitarias o escuelas técnicas y la duración es de un curso académico que se puede renovar por otros tres años más. También el Banco de España convoca cinco ayudas para elaboración de tesis doctorales sobre temas de historia económica.

En este caso los requisitos son los mismos, ser españoles con título superior de facultades universitarias o escuelas técnicas y la duración es de un año. Para más información pueden dirigirse al centro de formación del Banco de España, calle Alcalá 52 de Madrid y el teléfono es el 91 prefijo de Madrid 3 38 68 82, repetimos el teléfono 3 38 68 82. La Agencia Española de Cooperación Internacional anuncia la convocatoria específica de ayudas de intercambio del programa de cooperación Intercampus EAL para estudiantes universitarios tomen nota de pre, alumnos de cuarto y quinto de carreras de dos ciclos y alumnos de tercero de carreras de un ciclo y posgrado, diplomas de posgrado, maestrías o doctorados del Instituto de Cooperación Iberoamericana y para el año 1995.

La presentación de solicitudes es hasta el próximo día 5 de abril de este año de 1995. El Organismo Nacional de Apuestas y Loterías del Estado convoca el premio literario 50 años en la historia de la quiniela. El tema de este premio es la quiniela en España desde cualquier enfoque, puede ser económico, social, deportivo, humano, etcétera.

La presentación de trabajos es hasta el próximo día 31 de enero de 1996. Para más información de estas dos últimas convocatorias, tanto la de ayudas de intercambio del programa de cooperación Intercampus como la del premio 50 años en la historia de la quiniela, pueden dirigirse a Elisa Estebanez, UNED, calle Bravo, Murillo 38, Madrid, teléfono 398 7589. Repetimos, prefijo 91 de Madrid y teléfono 398 7589.

La pasada semana visitó la UNED y la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales una delegación de la Universidad Estatal del Estado del Kirguistán, República Centroasiática perteneciente a la antigua URSS, y componían esta delegación el señor Sobebek Toktomise, rector de la universidad, el señor Kim Valery, decano de la Facultad de Económicas y la señora María Achequeva, directora del Departamento de Frances. Esta visita que realizó la delegación tiene interés ya que se lleva a cabo dentro del marco del proyecto Tempus que el

Departamento de Economía Aplicada e Historia Económica de la UNED está llevando a cabo junto con la Universidad Pierre Méndez France de Grenoble, Francia. Este proyecto prevé la actualización de los estudios económicas en dicha República Centroasiática y en el que se ha concedido una gran relevancia a la experiencia de nuestra universidad en el campo de la enseñanza a distancia.

Vamos a dar unos datos sobre esta República, sobre todo desde el punto de vista económico, que es el que más interesa a nuestros alumnos. La República de Kirguistán es un país centroasiático que con la ayuda del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional está llevando a cabo una profunda reestructuración de su economía. Posee moneda propia, el SOM, y tiene controlada la inflación por debajo del 1% mensual, lo que supone un alto grado de estabilidad para la zona.

Según los estudios del Fondo Monetario Internacional se prevé que esta economía crezca del 1 al 2% a finales del presente año. El último acto financiero de relevancia se realizó el pasado diciembre en el que las autoridades monetarias kirguises celebraron en París, Francia, una reunión para propiciar los intercambios comerciales con la Unión Europea. Dicha reunión fue auspiciada también por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

Y con esto cerramos ya nuestro tiempo informativo de la Facultad de Económicas y Empresariales. Y ahora pasamos a la sección monográfica Aula de Economía. Como ya les anunciamos hoy se va a centrar en el análisis de la política monetaria en España.

Definición, objetivos, evolución, papel del Banco de España y principales críticas serán algunos de los puntos que aborden nuestros invitados Fernando Gutiérrez y Sebastián Ubiría en la entrevista que les realiza José Miguel Andreu, profesor de análisis económico de la UNED y con el que ya les dejo. Buenas noches. Iniciamos en la tarde de hoy un nuevo programa de Aula de Economía que va a versar en esta ocasión sobre la política monetaria desarrollada en nuestro país por el Banco de España.

Bien, al objeto de analizar el modo en el que se ha instrumentado en los últimos años la política monetaria de nuestro país y de criticarla o de defenderla de las críticas que a veces se le hacen, nos acompañan en la noche de hoy don Fernando Gutiérrez, economista del Servicio de Estudios del Banco de España y don Sebastián Ubiría, ex economista del Servicio de Estudios del Banco de España, ex vocal de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, persona que presta hoy día sus servicios en Intermoney. Bien, la política monetaria, se decía clásicamente en las aulas, que podría definirse como el conjunto de acciones instrumentales llevadas a cabo por el banco emisor que, percutiendo sobre determinadas variables intermedias del sistema monetario, inciden en definitiva sobre otras variables denominadas objetivos que no suelen ser otros que los de alcanzar un determinado grado de crecimiento del PIB, de la inflación, del control del tipo de cambio o de balanza por cuenta corriente. Todos somos conscientes que esta definición, que es clásica, está hoy día muy cuestionada y precisamente de todas estas cosas es de las que vamos a hablar en el día de hoy.

Bien, presentados ya los invitados de la tarde-noche del día de hoy, vamos a comenzar ya el turno de preguntas a estos, con la primera que irá dirigida a don Sebastián Ubiría, en el sentido de si nos podría explicar, señor Ubiría, cuál es el esquema de política monetaria que estuvo en vigor entre 1974 y 1987, que fue la primera época en la que comenzó a desarrollarse de una manera un tanto rigurosa la política monetaria. Sí, es aproximadamente en el año 1974 cuando en nuestro país se plantea la instrumentación de la política monetaria desde el principio del control de la cantidad de dinero en circulación. La variable que es objeto de observación y control es la base monetaria, que es la cantidad de dinero constituida por el efectivo en manos del público más el dinero primario, digamos que son los saldos que tienen los bancos en el Banco de España.

Este dinero primario y por un proceso multiplicador es el que da origen a la generación de la cantidad de dinero en circulación del sistema, que vendrá constituida nuevamente por los billetes en circulación, el efectivo en manos del público, más los depósitos bancarios en poder del público. La base monetaria se genera de modo autónomo, por una parte por la incorporación de dinero al proceso de circulación, ya sea generado por el sector público a través del gasto público, ya sea por dinero que procede de la generación a partir del sector exterior, en la que la introducción de pesetas en el sistema puede ser como contravalor del cambio de divisas que constituyen las reservas del Banco de España. Sobre esta creación de dinero autónomo, de base monetaria autónoma, el Banco de España instrumenta la política monetaria corrigiendo la cantidad que se ha generado de modo autónomo mediante la utilización de instrumentos adicionales que lo que hacen es añadir dinero en base al sistema o detraer dinero a base del sistema.

Para ello, el Banco de España utilizará instrumentos de inyección o drenaje, que pueden ser desde la introducción o modificación de los coeficientes de caja, que modifican el efecto multiplicador entre la base monetaria y el dinero en circulación, o bien mediante operaciones de mercado abierto que consisten en la adquisición o la venta a las entidades financieras de títulos públicos o de títulos emitidos por el propio Banco de España que introducen el efecto de restar o añadir base monetaria. En consecuencia, controlar la cantidad de dinero que se ha constituido como objetivo intermedio para la consecución de los objetivos finales de la política monetaria que antes se han enunciado. Bien, pero es sabido que hubo un periodo, 74-78 aproximadamente, que ese esquema funcionó paulatinamente mejor porque se fueron mejorando los instrumentos.

Sin embargo, a partir del año 77-78 comenzó el déficit a cabalgar y entonces comenzaron los problemas de la política monetaria 88-89, la política del drenaje. Ahí hubo que introducir los instrumentos del Banco de España que hicieron que el control monetario que había ido perfeccionándose comenzara a entrar en crisis hasta que el año 84-85-86 se perdiera ese control y se empezara a pensar en otro tipo de actuaciones. ¿Nos podría responder Sebastián Ubiría a estos problemas que fueron surgiendo en la primera mitad de los años 80? Bueno, yo entiendo que hay dos tipos de problemas a la hora de instrumentar la política monetaria.

Por una parte, el objetivo final de la política monetaria, aunque puede tener diferentes definiciones, no es otro que incidir sobre el crecimiento real, sobre el crecimiento nominal y la distribución en términos reales y en términos de precios. Y entonces hay un problema inicial que es el de la estabilidad de la función de demanda de dinero. En qué medida existe una relación estable, primero una definición de dinero adecuada y una relación estable entre la cantidad de dinero y otras variables.

Y en segundo lugar hay el tema de la instrumentación, que seguramente es al que se refiere, que es que en la medida que existan elementos o factores autónomos que incorporen una gran cantidad de base monetaria al sistema financiero, la actuación del Banco de España, para conseguir mantener la cantidad de dinero en los parámetros que se han establecido como objetivos, tiene que realizar acciones compensatorias de retirada de drenaje de base monetaria con objeto de que la cantidad de dinero del sistema no se dispare. En la medida que en algunos periodos la cantidad de dinero que se ha generado por factores autónomos, y entendemos por ellos tanto las acciones del propio gobierno en las actividades presupuestarias como los movimientos derivados del sector exterior, son de una gran magnitud, entonces la actividad compensatoria por parte del Banco de España debe ser importante y podría ser desbordada incluso. Y de alguna manera esto es lo que sucedió, el sector público particularmente estaba generando una cantidad de dinero excesiva, las actividades de drenaje del Banco de España que tenían que realizarse a través de o bien elevaciones del coeficiente de caja como se produjeron para disminuir el multiplicador, o bien a través de la venta de activos a la banca con objeto de que la banca en pago de esos activos colocados en su balance, tuviera que disminuir la cantidad de base monetaria disponible, pues tenían que ser unas acciones de una gran magnitud.

Y el Banco de España se encontró en algunos momentos entre otras situaciones con la inexistencia de activos públicos para ser colocados y con la necesidad de emitir en su momento por ejemplo los CRM, los Certificados de Regulación Monetaria que era papel emitido por el propio Banco de España para ser colocado en las entidades financieras y a través de ese instrumento realizar un drenaje de la excesiva base monetaria que existía en el sistema. Sí, en el año 85 hubo una ley, la llamada Ley de Activos Financieros, en virtud de la cual los padres del tesoro se declararon opacos fiscalmente y eso produjo una serie de perturbaciones que añadidas, creo recordar, a la incipiente inestabilidad de la demanda de dinero motivada por fenómenos de innovación, etcétera, comenzó a hacer que la instrumentación clásica o tradicional de la que hemos hablado hasta ahora de la política monetaria comenzara a hacer agua. Si a eso le añadiéramos que en el año 86 España se incorpora a la Comunidad Económica Europea con unos movimientos de capitales ya más bien hacia adentro acrecidos, entonces comenzó a inestabilizarse ese procedimiento de control.

Bien, se dice en los informes del Banco de España y en fin en la documentación oficial que a partir del año 88 se inicia un nuevo modo de instrumentación de la política monetaria o de la que nos va a hablar ahora mismo Fernando Gutiérrez. Sí, bueno, hasta ahora Sebastián en estas preguntas últimas ha fijado particularmente en los aspectos instrumentales de la política

monetaria. Aparte de eso están los aspectos que podríamos llamar estratégicos.

En toda esta época que hemos comentado, de los años 70 y los primeros 80, el Banco de España perseguía con bastante rigor controlar la cantidad de dinero con los problemas que Sebastián ha citado antes. A partir de un momento en el que los problemas instrumentales, por un lado, y por otro lado los problemas derivados de la inestabilidad de demanda de dinero que venía inducida efectivamente por la innovación financiera, por la liberalización incipiente de los movimientos de capital y por una serie de fenómenos complejos asociados también al aumento de la competencia en el sistema financiero, etc. Empezó a percibirse que la relación entre la cantidad de dinero y el PIB nominal, al menos en el corto plazo, no era tan estable como solía haber sido.

Y eso llevó a una consideración de la política monetaria un poco distinta, en la cual se seguía persiguiendo el control de la cantidad de dinero, pero este control se perseguía con un rigor menor en el corto plazo. Y al propio tiempo se procuraba mantener una cierta estabilidad de los tipos de interés y también se mantenían unos objetivos que en un principio fueron informales o internos con respecto al tipo de cambio. De manera que el control de la cantidad de dinero, al menos en el corto plazo, no era el determinante fundamental de las acciones de política monetaria.

Este esquema relativamente complejo, de tener por un lado la cantidad de dinero y por otra parte objetivos de tipo de cambio y un objetivo también de limitar la variabilidad de los tipos de interés, se formalizó muy precisamente cuando la peseta entró en el SME. A partir de ese momento existía un imperativo derivado de los acuerdos que habían llevado al ingreso en el SME de mantener la peseta entre unas determinadas bandas de fluctuación y ese compromiso en realidad era lo que guiaba las acciones de la política monetaria en el corto plazo. Dentro del margen que dejaban las bandas que eran relativamente amplias, la política monetaria se orientaba hacia el control de la cantidad de dinero en el medio plazo.

Este esquema resulta relativamente complejo de gestionar y a lo largo de los últimos años dio lugar a una serie de dificultades y de problemas que son bien conocidos. Si a esto se une el que a lo largo de los últimos años, a primeros de los 90, se comprobó que la ruptura de la relación entre el PIB nominal y la cantidad de dinero, tal y como se establecía en el objetivo intermedio de la LP, ya no se refería estrictamente al corto plazo sino que aparecían señales cada vez más claras de una rotura estructural en esta relación. Todo eso ha llevado en el periodo reciente a un cambio en la orientación de la política monetaria más drástico que al final ha conducido a partir de 1995, a partir de este año, a la fijación de un objetivo de inflación.

Un objetivo directo de inflación que se formula exactamente en términos de que la economía española debería tener una inflación inferior al 3% en el año 1997. Esto implica que los ALP han dejado de ser un objetivo de la política monetaria, aunque siguen siendo un indicador privilegiado, y que en la medida en la que la peseta está también en el SME, una función importante de la política monetaria es procurar la estabilidad del tipo de cambio dentro de las

bandas que en cada momento existan. Se me ocurren dos cosas.

Una en relación a la pregunta formulada por José Miguel. En la pregunta se hablaba del tema de los pagarés del tesoro y la bonificación fiscal o el mecanismo de, entre comillas, corrupción fiscal que se dio, que se promovió a través de la política monetaria. Yo creo que esto no tiene casi nada que ver con la política monetaria.

A efectos de la política monetaria, la introducción de los pagarés del tesoro con esa confusa opacidad fiscal lo que hizo es precisamente desvirtuar el pagaré del tesoro como instrumento de la política monetaria, porque los tipos de interés que se generaban con este instrumento estaban absolutamente perturbados por otro tipo de utilizaciones que se hacía de ellos. Es más bien un problema de política fiscal. Lo que pasa es que lo que afectó a la política monetaria fue que lo que era una herramienta o un instrumento que se utilizaba para hacer operaciones de mercado abierto quedó absolutamente desvirtuado.

El otro tema, al hilo de lo que plantea Fernando, es un tema del que quizás no hemos hablado demasiado al principio, que es cuáles son los objetivos de la política monetaria. Los objetivos de la política monetaria efectivamente a lo largo del tiempo han sido oscilantes. Dependen en ocasiones de algunos temas conceptuales básicos, como por ejemplo si existe una función de demanda de dinero estable y demás.

Pero como objetivos finales en ocasiones se ha hablado de que la política monetaria lo que tiene que hacer es estimular un crecimiento equilibrado o tiene que tener objetivos de tipo de cambio, o tienes que tener objetivos de precios o que tiene que tener todos ellos. Realmente yo creo que en los últimos tiempos, posiblemente en los 90, las cosas han cambiado en relación a la formulación de objetivos que se hacía al final de los 70 o al principio de los 80. En este momento yo creo que en el mundo en general y un poco seguramente como consecuencia de la inflación que se produjo no en este país, sino en general en todos los países a final de los 70 y primera parte de los 80, se está haciendo hincapié de modo mucho más directo en la atribución a la política monetaria del objetivo de estabilidad de precios.

Así se ha formulado posiblemente en Maastricht en la atribución que se hace a los bancos centrales, al futuro Banco Central Europeo de funciones que se les atribuyen y así se hace incluso en la definición de las funciones que tiene que cumplir el Banco de España en la última ley del año pasado sobre la autonomía del Banco de España, en que se establece de modo mucho más nítido que el objetivo de la política monetaria, el objetivo fundamental de la política monetaria es preservar el valor de la moneda, esto es una estabilidad de precios. Bien, hemos planteado hasta ahora entonces cuál era el mecanismo tradicional de acción del banco emisor en la política monetaria hasta los años 70 y primeros 80 y nos topamos en el año 88 cuando comienza un nuevo modo de instrumentar la política monetaria del que ya hemos hablado hace unos momentos. Bien, a partir de entonces se dice que el papel del mecanismo del multiplicador, el mecanismo de oferta monetaria ya ha bajado mucho al resultar ser el multiplicador relativamente inestable y entonces parece una herramienta ya un tanto obsoleta

de control monetario.

A partir de ahí se nos dicen los informes del Banco de España o en las publicaciones del Banco Emisor que se juega con una función de reacción, una función de reacción que liga el tipo de interés de referencia practicado por el Banco Emisor con los distintos objetivos de política económica o de política monetaria que acabamos de mencionar. ¿Nos podría contestar Fernando Gutiérrez muy sucintamente qué es esa función de reacción? Es decir, ¿cómo efectivamente el Banco Emisor de vez en cuando sube un medio punto el tipo de interés de referencia y no lo sube un 0,75 o un 0,25? La función de reacción es un mecanismo por el cual se trata de cuantificar las reacciones del Banco Central ante distintos cambios en los objetivos o en la situación monetaria. En realidad la función de reacción del Banco de España viene actualmente especificada en su ley estatutaria, en la ley de autonomía del Banco de España.

La política monetaria está orientada primordialmente hacia la estabilidad de precios y por consiguiente las reacciones de la política monetaria provienen de una valoración acerca de cuál es la situación y las perspectivas acerca de la inflación. Lógicamente esta función de reacción no está formulada cuantitativamente en ninguna parte y esta función de reacción en sus términos más generales es así, pero la cuantificación de las subidas de los tipos de interés o de las bajadas eventuales de los tipos de interés ante las distintas situaciones provienen en alguna medida de un cierto componente discrecional asociado a cuál es la valoración que se hace precisamente de la situación. Distintos investigadores empíricos se ocupan en distintos momentos de tratar de estimar funciones de reacción de los bancos centrales y esas funciones de reacción de los bancos centrales luego suelen tener vigor para periodos relativamente determinados de tiempo, reducidos de tiempo, porque los eventos, las situaciones cambian con bastante frecuencia.

Y en el caso concreto del Banco de España la estrategia de política monetaria ha cambiado en los últimos años y por consiguiente es muy difícil determinar una función de reacción cuantificable. Bueno, pero de hecho es evidente que hay alguna información oficiosa publicada por funcionarios del Banco de España. Creo recordar a los señores Santos y Escribá que publicaron una función de reacción con unos parámetros estimados, etcétera, en función del cual, si no oficial, por lo menos contaba con unas ciertas bendiciones del Banco de España en el momento de su publicación.

Bien, creo recordar que en esa función de reacción se decía que el tipo de interés de referencia del Banco de España se movía en función exclusivamente de la evolución de determinadas variables de tipo nominal, como por ejemplo la tasa de inflación, el tipo de cambio y la desviación del objetivo monetario de Alpes o algo parecido. No recuerdo muy bien cómo era todo esto. Sin embargo, cualquiera que haya manejado funciones de reacción practicadas por la literatura en países como Estados Unidos, básicamente, que es donde se han hecho todas estas cosas, se encuentra con que el sistema de reserva federal, el Banco Invisible Norteamericano, se mueve también en función de la actividad.

Es decir, el Banco Invisible Norteamericano modifica los tipos de interés en función de la actividad, empleo, crecimiento del PIB trimestral o de crecimiento, etcétera. Entonces, la pregunta dirigida a Oviria, puede ser por ejemplo en este caso, sería la siguiente. El Banco Invisible Español, ¿por qué realmente no se fija en ningún tipo de variable real? ¿Es que es seguro que sea manifiestamente inútil, a diferencia de lo que enseñamos en las aulas, los profesionales de la economía o de la docencia de la economía, en el sentido de que, por ejemplo, aumentamos la cantidad de dinero para que bajen los tipos de interés y mejoren la actividad? ¿O esto es algo ya pasado de moda y estamos explicando cosas obsoletas, a pesar de que en los manuales de macroeconomía, el 80% del tiempo se habla de la economía clinesiana tradicional, modelos ISLM, etcétera? Bueno, el primer problema que se plantea con esto es cuáles son las esperanzas que podemos poner en la política monetaria.

Y en este país, desgraciadamente, durante la segunda parte de la década de los 80, no sé si se han planteado excesivas esperanzas en la política monetaria, pero sí que ha habido el abandono de otras políticas y el abandono en manos simplemente de las actividades de política monetaria. Y entonces está claro que la política monetaria no es ni la política básica, ni siquiera la más importante y no puede hacer nada si no es acompañada de otras políticas. En ese sentido, incluso el problema posiblemente en nuestro país ha sido que ha habido una actuación de la política monetaria durante un periodo largo de tiempo que estaba en contradicción con otras políticas.

¿Cuáles son las otras políticas? Pues serán fundamentalmente política fiscal, política de rentas, fundamentalmente política fiscal. Y entonces el mantenimiento de una determinada ortodoxia en la política monetaria que no está acompañada, no es consistente con una política fiscal adecuada para la consecución de los mismos objetivos, no solo no permite la consecución de esos objetivos, sino lo que introduce son ruidos y perturbaciones. Perdón, esos ruidos y perturbaciones también suceden en Estados Unidos y en Japón y sin embargo se utiliza el tipo de interés para relanzar la actividad de vez en cuando.

¿Quiere decir esto que en Europa somos más neoclásicos que en otros países o no? Bueno, pasan dos cosas. El caso de Japón posiblemente no es un ejemplo a exhibir en este momento porque realmente las perturbaciones a las que está sometido el Japón y la escasa incidencia de la política de tipo de interés practicada sobre la evolución real de la economía, pues no lo pone como un ejemplo de las virtudes de la instrumentalización de la política monetaria. Pero en cualquier caso, y a eso iba de alguna manera, lo que hay que reconocer es que la política monetaria que se puede practicar en España tiene unos grados de libertad infinitamente o de eficacia infinitamente menores que la política que practique por ejemplo la Reserva Federal.

Entre otras cosas, permíteme que está econométricamente demostrado que una de las variables fundamentales que inciden en la evolución del PIB está relacionada con los tipos de interés exteriores y con el comportamiento de los tipos de cambio. De tal manera que el manejo de los tipos de interés interiores y la posibilidad de incidencia sobre los mismos es extraordinariamente pequeña. De tal manera que la política monetaria creo que tiene unos

escasísimos grados de libertad en este momento.

Yo sobre este punto quisiera solamente decir una cosa. Mi impresión es que existe un acuerdo generalizado en la teoría actualmente y yo creo que existe evidencia bastante amplia también en el uso, en la práctica, de que la política monetaria no es eficaz en absoluto para incidir sobre la actividad real, sobre todo en el medio y largo plazo. Pueden conseguirse determinados efectos en el corto plazo, pero esos efectos en el corto plazo no son duraderos y conllevan unos costes que son superiores a los beneficios en el muy corto plazo que se obtienen.

Y eso yo creo que es una cosa que está en general bastante demostrada. Bien, yo ya para concluir, puesto que estamos ya casi pasados de tiempo, les haría una pregunta a cualquiera de los dos invitados de esta noche. El día que Europa haya una moneda única y haya un banco central único, esas limitaciones sobre la incidencia de la política monetaria en la actividad real, tan remarcadas por Sebastián Ubiría, al día de hoy por las restricciones de Maastricht, etc.

¿Pueden quedar rebasadas y podría hacer ese banco central europeo algún tipo de política económica más beligerante con relación a la actividad o no? Mi opinión es que no. Es que no es eficaz. Disminuirán los condicionantes externos a los que antes ha referido Sebastián, en el sentido de que probablemente la política monetaria no esté tan condicionada por los tipos de interés exteriores a la europea o por la cotización de la moneda única europea en relación a las otras grandes, como el yen y el dólar.

Pero en cualquier caso, las limitaciones de la política monetaria para incidir sobre la actividad en el medio y en el largo plazo seguirán existiendo. No hay efectos expansivos o contractivos que afecten a la actividad real. Yo estoy confirmando en que introducen a corto plazo algunos efectos, pero en general a medio plazo son algunas perturbaciones.

Bien, pues agradecemos ya a nuestros invitados su colaboración con el aula de economía y ha quedado claro que nuestros invitados son más bien neoclásicos que keynesianos en este sentido y como conclusión podríamos decir que en su opinión la política monetaria no puede incidir o no debe percutir sobre las variables monetarias al objeto de que mejore la actividad económica. En fin, buenas noches y hasta el próximo día. Gracias a los tres y también a ustedes que nos han seguido esta noche en Revista de Economía.

Volveremos el miércoles próximo con una selección de temas de actualidad y también nos detendremos en los mercados de derivados y en la crisis del Baring Bank. Les esperamos el miércoles próximo a las 8.30 en Revista de Economía.