

## BATALLAS POR LA UNIÓN MONETARIA: UNA VISIÓN ESPAÑOLA DESDE BRUSELAS\*

### *Battles for the monetary union: a Spanish view from Brussels*

Manuel SANCHIS I MARCO  
*Universitat de València*  
manuel.sanchis@uv.es

Fecha recepción: 16/09/16; Revisión: 04/11/16; Aceptación: 18/11/16

RESUMEN: Desde una perspectiva muy personal, el artículo explicita la elaboración de las políticas a favor de la unión monetaria en las que participé. Asimismo, enfatiza algunas enseñanzas sobre la gestación de las decisiones de la Comisión Europea. Dichas políticas y tendencias económicas son analizadas desde la integración de España en 1986 hasta la reciente crisis de la economía española. El artículo examina algunas de las más importantes transformaciones en nuestras estructuras y mercados, agentes sociales, instituciones sociales, económicas y monetarias mediante una aproximación de la economía institucional histórica, a la manera de Eichengreen. Además, se completa desde la perspectiva de la diversidad de capitalismo, elaborada por Hall y Soskice, y de los sistemas de protección social de acuerdo con la metodología de Esping-Andersen. Hubo fuertes resistencias sociales para adaptarse al nuevo entorno institucional y faltó coraje político para aplicar las reformas que reclamaba la economía española.

*Palabras clave:* Euro; Unión Económica y Monetaria; Sistema Monetario Europeo (SME); Unión Europea.

ABSTRACT: From a very personal perspective, the article makes explicit the working of policies in favour of the monetary union, in which I participated.

(\*). Agradezco a los profesores Ángel Viñas Martín, Joaquín Azagra Ros y Salvador Calatayud Climent sus valiosos comentarios a las versiones anteriores a ésta final, cualquier error que subsista es de mi exclusiva responsabilidad.

Likewise, it emphasises some teachings concerning the decision-making process of the European Commission. These policies and economic trends are analysed from the Spanish integration in 1986 to the recent crisis of the Spanish economy. The paper examines some of the most relevant transformations which took place in our structures, markets, social partners' attitudes, and in the social, economic and monetary institutions by means of a historical institutional economic perspective which follows Eichengreen's approach. Further, it takes account of the perspective of the varieties of capitalisms, originally elaborated by Hall and Soskice, and that of social protection systems according to Esping-Andersen's methodology. There were strong social resistances to the new institutional environment and a lack of political courage to implement the reforms that the Spanish economy necessitated.

*Key words:* Euro; Economic and Monetary Union; Exchange Rate Mechanism (ERM); European Union.

#### 1. APORTACIONES DE ALGUNOS ESPAÑOLES DE LA DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y FINANZAS

España se incorporó en 1986 a las Comunidades Europeas tras decenios de ostracismo a causa de la dictadura franquista y de una espinosa transición a la democracia que nos ha permitido disfrutar del más largo periodo de paz, libertad y progreso económico y moral de nuestra historia. La vocación de apertura al exterior de los gobiernos de Adolfo Suárez y Felipe González dio lugar a un cambio de rumbo histórico en nuestras políticas que permitió desplegar todo su potencial institucional, político, económico y social en un nuevo ámbito de libertad, soberanía y valores compartidos con nuestros socios. Nuestra economía se integró en un ámbito económico junto con los Estados-nación más desarrollados del mundo con quienes nos comprometimos a impulsar un proyecto político de unión cada vez más estrecha.

El decenio 1986-1996 en lo económico, y el 1988-1999 en lo monetario, fueron los años dorados para la construcción europea. En ellos, España recibió de Europa un enorme impulso, pero también supo aportar su propia energía al proyecto europeo en términos de propuestas y compromiso político. Participó muy activamente en la realización del mercado único (1992) y en la introducción del euro (1999), modernizó sus mercados de bienes, servicios y factores productivos (capital y trabajo), así como sus sistemas de protección social, de regulación de la competencia y de supervisión financiera y bancaria. Todo ello contribuyó muy positivamente al desarrollo político, social, económico y monetario de España y comportó profundas transformaciones en nuestras estructuras e instituciones sociales, económicas y monetarias. Asimismo, tuvo un impacto determinante en la cultura y en las mentalidades de nuestros agentes económicos y sociales. A pesar de las debilidades de nuestro modelo productivo que, aún hoy, continúa orientado hacia productos de demanda intermedia o débil, y de una gestión macroeconómica que

deja mucho que desear, nuestra trayectoria de crecimiento económico siempre salió reforzada de estos desafíos.

En septiembre de 1986 fuimos apenas tres los funcionarios de nacionalidad española que empezamos a trabajar en la Dirección General de Economía y Finanzas (DG II). Nuestro trabajo consistía en elaborar documentos de análisis económico, monetario y financiero para su discusión en los comités comunitarios que se ocupaban de esos asuntos. Sin embargo, nuestro cliente más importante era, sobre todo, el secretísimo Comité Monetario de la CEE, el único que se encuentra explícitamente mencionado en el Tratado de Roma por su nombre, funciones y composición de sus miembros. Ello le confería, con razón, un *status* jurídico y político especial muy superior a cualquier otro comité y le otorgaba un poder excepcional. Estaba compuesto por los directores generales del Tesoro y los subgobernadores de los bancos centrales de los Estados miembros. Una parte sustancial del trabajo que la DG II realizaba para el Comité Monetario recaía en la Unidad de Políticas Monetarias Nacionales y Comunitaria, en la que estaba adscrito. Éramos los principales responsables de elaborar, entre otros, los documentos sobre la situación económica y monetaria en los distintos Estados miembros y otros análisis monetarios. Al principio, estos documentos eran anónimos y confidenciales y permanecían en la órbita reservada del Comité Monetario aunque, algunas veces, la prensa se hacía eco de ellos.

Los funcionarios de la DG II estábamos encargados de emitir nuestra opinión, siempre independiente y al servicio de Europa, sobre las medidas de política económica que los Estados miembros anunciaban o ponían en práctica. Les dábamos la bienvenida y las aplaudíamos cuando las considerábamos beneficiosas para el proyecto común de construcción de la Europa monetaria. Cuando no era así, informábamos y dábamos nuestra opinión a nuestra superioridad sobre las medidas aplicadas por los Estados miembros y proponíamos posibles soluciones alternativas. En ningún momento recibí instrucciones por parte de las autoridades españolas ni mantuve otras lealtades distintas a las que se derivaban de mi trabajo al servicio de la construcción europea.

La incorporación coincidió con el colapso de los precios del petróleo en 1985-1986. A principios de 1986, el del barril de crudo en el mercado spot se encontraba en los 27\$. Tras las ventas masivas que realizó Arabia Saudita durante cuatro meses, los precios se desplomaron y quedaron estabilizados en torno a los 10\$. Esta caída supuso un shock de oferta positivo para la economía española, lo que vino a añadir más impulso a la dinámica expansiva que venía experimentando desde 1985. A finales de julio de 1988, terminé de preparar casi en su totalidad una nota analítica a la atención el Comité Monetario sobre la situación económica y monetaria en España que centró su análisis en la evolución económica durante el periodo 1985-1987. Dicho informe constató que nuestra economía española se encontraba en una fase de estabilización y ajuste como resultado de las políticas seguidas desde principios de los años 80, tras un periodo prolongado de reconversión industrial que reprimió el consumo y la inversión (*pent up demand*).

Asimismo, el informe subrayó la necesidad de reforzar los buenos resultados e introducir mejoras en, al menos, cinco ámbitos fundamentales: la política salarial y de rentas debía jugar un papel más activo en el proceso de desinflación, lo que obligaba a evitar las prácticas de indexación que prevalecían en aquella época; era necesario un mayor control sobre las finanzas públicas, mediante la reducción de los déficits públicos a fin de liberar recursos productivos para la inversión; la financiación de dichos déficits debía realizarse, cada vez en mayor medida, a través de fuentes no monetarias con el fin de aliviar la restricción que ejercía sobre la política monetaria; esta debía ser más rigurosa y modernizar algunos de sus instrumentos; en particular, los coeficientes obligatorios de inversión debían abolirse, con el fin de reforzar la desinflación; y, por último, debía aplicarse una política de tipo de cambio más específica y coherente que fuese capaz de ayudar a la política monetaria y contribuir así a la estabilización interna.

Los servicios de la Comisión consideraban que la política económica española había tenido éxito, en términos generales, a la hora de promover un crecimiento sostenido e impulsado por la inversión, a la vez que se observaban progresos en la lucha contra la inflación. Frente a estos aspectos positivos, señalaron cuatro cuestiones de política económica fundamentales. En primer lugar, el papel esencial que debía jugar la política monetaria en el proceso de desinflación y de convergencia en precios con el resto de la CE. Sin embargo, se encontraba constreñida por los métodos que entonces se utilizaban para financiar el déficit público. Para superar estas restricciones, recomendábamos dar prioridad y robustecer el desarrollo de aquella parte de la deuda pública correspondiente a los bonos a largo plazo a rendimientos apropiados, y que se terminase con el acceso directo del Tesoro a las facilidades de crédito a coste cero del Banco de España. También abogábamos por la introducción de un programa a medio plazo que redujese, hasta suprimirlo, el coeficiente obligatorio de inversión que entonces soportaba la banca.

En segundo lugar, opinábamos que, en cuanto al tenor de la política fiscal, era preciso continuar con el proceso de desinflación, lo que implicaba que la combinación de políticas monetaria y cambiaria rigurosas debía ser ayudada por una política más exigente en materia de finanzas públicas. Aunque la ratio deuda/PIB era relativamente baja (35%), se había doblado en cinco años y era necesario actuar para estabilizarla en los años siguientes, sobre todo teniendo en cuenta que el ahorro financiero del sector privado había descendido con rapidez.

En tercer lugar, era necesario mantener un ritmo alto de crecimiento que aliviase el problema del desempleo, sin perjuicio de la restricción exterior, pues sería necesario crecer a tasas del 4-5% hasta 1995 para reducir la tasa de paro en torno al 10-15%. Para los servicios de la Comisión, una de las razones del elevado nivel de desempleo residía en el deficiente funcionamiento del mercado de trabajo. En la reunión preparatoria de nuestra misión a Madrid en 1988, Antonio María Costa, entonces director general de Asuntos Económicos y Financieros, comentó que la combinación de tasas de paro tan elevadas con fuertes tasas de crecimiento constituía una clara señal de que había serios problemas por resolver en el mercado

de trabajo. En efecto, los servicios de la Comisión considerábamos que una mayor flexibilidad del mercado de trabajo, junto con una desaceleración de los costes salariales reales, ayudaría a prevenir un aumento del paro. Al mismo tiempo, opinábamos que una puesta al día de la política salarial nacional, en consonancia con la practicada en otros países miembros, contribuiría al proceso de desinflación.

Estas recomendaciones, aunque en cierto modo compartidas por las autoridades —sobre todo por el Banco de España y, en menor medida, por el Ministerio de Economía—, se revelaron de muy difícil aplicación política. En 2005, por ejemplo, el Comité de Política Económica (CPE) elaboró un informe sobre reformas estructurales en el que se volvía a insistir en aquellos aspectos que las GOPE (Grandes Orientaciones de Política Económica) ya habían identificado para los años 2003-2005, y se aconsejaba a España que eliminase la indexación salarial en los convenios colectivos.

La última cuestión era la referida a la política apropiada de tipo de cambio en un contexto de mayor liberalización y más estrecha integración financieras. Los servicios de la Comisión fueron muy prudentes a la hora de recomendar la entrada temprana de la peseta en el MTC. Nos limitamos a preguntar sobre las implicaciones que podría tener dicha participación sobre la instrumentación de la política monetaria, y a proponer un objetivo de tipo de cambio más explícito que aumentase la credibilidad de la política monetaria, contribuyese a moderar las expectativas de inflación y crease el marco de actuación adecuado para controlar los costes internos.

En un principio, este tipo de informes eran anónimos y confidenciales, y solían permanecer en la órbita reservada del Comité Monetario. Sin embargo, algunos de sus principales mensajes solían trascender a la prensa, como ocurrió en este caso. El entonces presidente del Comité Monetario, Geoffrey Littler, en carta dirigida al ministro Solchaga, aconsejó, en sintonía con el contenido del informe, modernizar e introducir cambios en la política monetaria y financiera tales como que el Gobierno abandonase el acceso a la línea de crédito del Banco de España y que desarrollase un mercado de bonos moderno que sirviese de base para poder aplicar una política monetaria instrumentada a través de operaciones de mercado abierto.

## 2. ANÁLISIS DE LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA MEDIANTE LAS CURVAS DE RENDIMIENTO

Con el paso del tiempo, pasé a analizar mensualmente la evolución de los tipos de cambio y de los tipos de interés y a examinar los instrumentos de las políticas monetarias y de cambio de España y, muy particularmente, la participación de la peseta en el MTC. Además, en colaboración con mi compañero Jürgen Kröger hicimos un estudio sobre el comportamiento de la curva de rendimientos

en España, uno de los primeros, si no el primero, que se llevó a cabo para el país<sup>1</sup>. A tenor de los comentarios de mi jerarquía, el documento fue muy bien recibido por el Banco de España y fue publicado después como documento de trabajo de la Fundación FIES<sup>2</sup>. El propio profesor Fuentes Quintana le dedicó especial atención y nos propuso la redacción de un libro específico sobre este asunto, a fin de que pudiésemos extender el estudio de las curvas de rendimiento a un conjunto más amplio de países europeos. Desgraciadamente no pudimos aceptar una oferta tan tentadora, pues lo imposibilitaba la habitual carga de trabajo de la DG II.

Este estudio se reveló muy útil porque las estimaciones de las curvas de rendimiento proporcionaron datos valiosos sobre la influencia de la política monetaria. En primer lugar, nos informaban sobre el impacto de la política monetaria sobre los tipos de interés a largo plazo, en la medida en que influían en las expectativas de evolución de los tipos de interés a corto; de modo que una reducción hoy podía resultar contraproducente si se traducía en un aumento de las expectativas de inflación y, por tanto, en un aumento de los tipos esperados en el futuro y en tipos a largo plazo más elevados.

En segundo lugar, nos permitió conocer el impacto que ejerce la volatilidad de los tipos de interés a corto —los cuales influyen decisivamente en la estabilidad del tipo de cambio—, sobre los tipos a largo plazo. En el MTC la defensa de aquellas monedas que se encontraban sometidas a la presión de los mercados se instrumentaba primordialmente a través de subidas del tipo de intervención de los bancos centrales, lo que aumentaba la volatilidad de los tipos a corto plazo. Analizar en qué medida la volatilidad a corto era transmitida a los tipos a largo hacía posible evaluar consecuencias que una política monetaria guiada por consideraciones de tipo de cambio podía tener sobre los objetivos monetarios internos de inversión y crecimiento.

En tercer lugar, la estimación de la pendiente de la curva nos permitió valorar la credibilidad de la política monetaria en cuanto a su tenor antiinflacionista, en la medida en que los tipos de interés a corto esperados en el futuro constituían una buena aproximación a las expectativas de inflación. De este modo, constatamos una mejora de estas a partir de la segunda mitad de 1986, puesto que la pendiente se iba invirtiendo, lo que reflejó una mayor credibilidad de la política monetaria hacia finales de aquel año. Durante 1987, y a la luz de los movimientos de las curvas, observamos cómo la política monetaria discurría por dos fases diferenciadas. La primera, caracterizada por un endurecimiento, resultado de la reacción de las

1. En otoño de 1988 presentamos en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Valencia la investigación que llevamos a cabo en la DG II, posteriormente publicada en KRÖGER, Jürgen y SANCHIS, Manuel: «Política monetaria y curvas de rendimiento en España», *Quaderns de Treball*, 116, 1988, 22 pp. Ese mismo año también se publicó el libro de BERGÉS, Ángel y MANZANO, Daniel: *Tipos de interés de los pagarés del tesoro. Su estructura temporal en el mercado bursátil*. Barcelona: Ariel, 1988, 112 pp.

2. KRÖGER, Jürgen y SANCHIS, Manuel: «Las curvas de rendimiento en España: nuevas posibilidades de un instrumento analítico», *Documentos de Trabajo FIES*, 34, 1989, 17 pp.

autoridades ante las aceleraciones de los agregados monetarios amplios como los ALP. La segunda, a partir de septiembre, caracterizada por una política monetaria más expansiva que reflejaba, en parte, la reacción de las autoridades ante los episodios de apreciación de la peseta y las fuertes entradas de capitales que amenazaban con socavar la severa política de control de la liquidez por parte del Banco de España.

En cuarto y último lugar, también nos proporcionaron información sobre los desplazamientos en la demanda de dinero, cruciales para poder evaluar la política monetaria, pues una mayor pendiente de la curva sugería un aumento en la preferencia de los agentes por la liquidez a corto, lo que aumentaba su demanda de activos monetarios.

En 1989-90 representé a la Comisión Europea en el llamado *Grupo Raymond*, esto es, el Subcomité de Política Monetaria de los Bancos Centrales de los Estados Miembros de la CE. Las reuniones se celebraban en el Banco Internacional de Pagos de Basilea. En ellas se pasaba revista a la situación del *policy mix* y se redactaba un texto que los asistentes negociaban línea por línea. En él se daban recomendaciones de política económica para someterlas a la consideración de los gobernadores de los bancos centrales.

En la primavera de 1990 se nos unieron algunos miembros de la llamada *Economic Unit*, una célula de cinco economistas que se configuraba como el embrión del futuro Instituto Monetario Europeo, entre quienes se encontraba José Viñals. En estas sesiones se discutieron también algunos documentos en los que se proponía a los gobernadores la conveniencia de que realizasen un anuncio público y simultáneo de los objetivos de crecimiento de masa monetaria que cada banco central tuviese previsto adoptar. Con dicho anuncio se buscaba enviar una clara señal a los mercados sobre el grado de compromiso político de las autoridades monetarias con respecto al proyecto de unión monetaria europea. Ello habría dado también sus frutos al mejorar la credibilidad de las políticas monetarias, sobre todo las de aquellos países menos virtuosos del MTC. Sin embargo, la propuesta no prosperó; además, países como Bélgica o Luxemburgo no tenían series de oferta monetaria porque, al tratarse de economías pequeñas y abiertas, sus objetivos monetarios no estaban establecidos en términos de stock monetario sino de tipo de cambio, lo que les habría obligado a reconstruir las series históricas.

En aquellos tiempos, y quizás también ahora en el Eurogrupo, el Comité Monetario era gobernado por un fantasmal *Directorio*, que no se encontraba en ningún organigrama institucional y estaba formado por los representantes de Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Países Bajos. Cuando el Comité Monetario tenía que elegir nuevo presidente, los miembros de dicho *Directorio* solían reunirse previamente para decidir entre ellos a quién debían proponer al Comité Monetario para que este, a su vez, lo eligiese. En 1988, Luis Ángel Rojo fue nombrado subgobernador del Banco de España y se incorporó al Comité Monetario. Poco tiempo después hubo que elegir a su presidente y, ante la habitual propuesta por parte del *Directorio*, Rojo pidió elecciones transparentes y democráticas, sin resultados. La figura del subgobernador Rojo era muy respetada tanto por sus pares como entre los altos funcionarios de la DG II.

En mis contactos con José Viñals Íñiguez, Rafael Álvarez Blanco, Beatriz Sanz Medrano y otros funcionarios del Banco de España, siempre salía a relucir que las instrucciones que habían recibido de Rojo eran las de colaborar al máximo con las instituciones europeas en el proyecto de unión económica y monetaria. Lo que no impidió que en algunas ocasiones hubiese sus lógicas divergencias. En una de ellas, mi compañero Jürgen Kröger entró en mi despacho porque estaba elaborando una nota analítica para el Comité Monetario sobre la coordinación de las políticas monetarias de los países miembros y debía incluir las cifras de la tasa de crecimiento del objetivo monetario que la Comisión Europea estimaba debía establecer cada Estado miembro. Era septiembre y le expliqué que el Banco de España solía anunciar por Navidad el objetivo monetario para el año siguiente. Le pregunté cuándo necesitaba que le diese las cifras de la horquilla del objetivo y me dijo que las necesitaba tener en media hora. Hice un cálculo mental aproximado: estábamos creciendo en términos reales en torno al 3,5%, y de forma vigorosa, los precios se encontraban estabilizados en el 5%, arbitrariamente atribuí medio punto de crecimiento a la velocidad de circulación del dinero, lo que me daba un punto y medio porcentual por encima y por debajo del 8% central, es decir, una horquilla del 6,5-9,5%. Estas fueron las cifras que le di.

A continuación llamé a Beatriz Sanz para comprobar cuál era su opinión. Lógicamente no me lo podía confirmar ni desmentir, ni era eso lo que le pedía, consciente como era de que éramos administraciones independientes y de que el ejercicio del llamado «presupuesto monetario» que realizaba el Banco de España todos los años apenas si había empezado. Solo quería saber si le parecían cifras plausibles y de sentido común a luz de su experiencia profesional. Me dijo que sí. Antes de la pausa de la comida, sin embargo, recibí la llamada de Malo de Molina, funcionario del Servicio de Estudios, en la que me preguntaba cómo había obtenido la información —seguramente ya le habría llegado por fax el documento que había redactado Kröger desde la Comisión— porque Rojo se había mostrado sorprendido ante la circunstancia de que les dijese desde Bruselas cuál había de ser la cifra de ALP que tenían que establecer como objetivo monetario para el año siguiente. Me interrogó sobre la metodología que había utilizado para el cálculo de dicha cifra y me escudé en el modelo macroeconómico QUEST de la DG II para no tener que dar más explicaciones. Me comentó que no debía solicitar datos confidenciales a los funcionarios del Banco de España, y le indiqué que no le había pedido ninguna cifra confidencial a Beatriz sino que, simplemente, le sometí mis cálculos previos a su buen juicio para que me diese su opinión personal sin que ello la comprometiese a nada. Terminé tan extraña conversación haciéndole ver que solo recibía instrucciones de mi jerarquía.

### 3. PREPARANDO LA ENTRADA DE LA PESETA EN EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

Las autoridades españolas fueron realizando declaraciones públicas sobre la conveniencia o no de formar parte del MTC. La posición oficial fue evolucionando

desde la adhesión en 1986. En enero de ese año el presidente del Consejo de Ministros de Economía de la CEE declaró que la participación era interesante. En abril, el gobernador del Banco de España, Mariano Rubio, manifestó que, dado que la entrada de la peseta en el SME era ineludible, era necesario prepararla mediante medidas de disciplina interna en materia de estabilidad de precios, moderación salarial y control del déficit público. Días más tarde, Raimundo Ortega, director general del Banco de España, afirmó en la Conferencia de Intermoney que tenía lugar en Lisboa que la entrada era la mejor forma de contribuir a la estabilidad económica en España. Si la entrada no se discutía, al menos abiertamente, sobre la fecha había división de opiniones. Los sindicatos no se manifestaron abiertamente sobre este asunto. La CEOE, al igual que el Banco de España, era favorable en el plazo de un año, ya que interpretaba el MTC como un *corsé monetario* que, al promover la estabilidad cambiaria, ayudaría a disciplinar costes y precios<sup>3</sup>. Así lo expresaron tanto el comisario Abel Matutes como Rojo, entre otros muchos, para quienes tampoco era ajena la intencionalidad política del proyecto de unión monetaria. Rojo, en concreto, sostenía que el MTC era un eslabón más de una cadena que perseguía como objetivo final un proyecto político para Europa que —de acuerdo con el Informe Delors, al que fue invitado a participar Miguel Boyer, presidente del Banco Exterior de España— todos los países debían compartir<sup>4</sup>, de modo que

aunque el área de estabilidad cambiaria presente limitaciones, un país puede encontrar conveniente su participación si duda de su capacidad para generar autodisciplina coherente con los objetivos últimos que la pertenencia al área favorece; y los argumentos positivos se verán reforzados si el sistema de estabilidad de cambios aparece como pieza importante de un proceso de integración económica que el país juzga razonable por razones políticas y económicas<sup>5</sup>.

En cuanto al Ministerio de Economía, era más prudente, pues quería esperar dos o tres años más. En su opinión, permanecer fuera otorgaba mayor margen de maniobra para poder absorber las variaciones en el tipo de cambio real que se derivarían del shock macroeconómico que iba a suponer la entrada en la CEE. No obstante —y esto es algo que no ha sido suficientemente puesto de relieve—, las autoridades anunciaron que España seguiría probablemente una política «cercana al SME» cuando se integrase en la CEE, aunque la entrada efectiva de la peseta pudiera tener lugar posteriormente. A mi modo de ver, esto era un mensaje cifrado que confirmaba lo que algunos bancos comerciales habían estado señalando, es decir, que desde 1986 la peseta había estado «replicando» (*shadowing*) la política

3. Para más detalles, véase SANCHIS, Manuel: «España ante el sistema monetario europeo», *Revista de Estudios e Investigación de las Comunidades Europeas*, 10, julio-agosto 1989, pp. 465-485.

4. ROJO, Luis Ángel: *El sistema monetario europeo y el futuro de la cooperación en la CEE*. Madrid: Espasa-Calpe, 1989, pp. 127-128.

5. ROJO, Luis Ángel: *Ensayos de economía y pensamiento económico*. Alicante: Publicaciones de la Universidad de Alicante, 2004, p. 246.

de cambio propia del MTC como si hubiese sido miembro del mismo. Una estrategia que ya había defendido en mi tesis doctoral<sup>6</sup>, y que fue elaborada con la inestimable ayuda estadística del Banco de España y a la que tuvieron acceso directo, una vez terminada, algunos altos funcionarios del Banco de España. Otros países europeos como, por ejemplo, el Reino Unido o Finlandia, también realizaron el *shadowing* del MTC.

A finales de 1986, el presidente Felipe González se pronunció, por primera vez y con total claridad, a favor de una «entrada rápida, o incluso muy rápida, en el SME»<sup>7</sup>, y en el mismo sentido se pronunció el gobernador Rubio en su discurso ante el Parlamento Europeo en mayo de 1987. En él subrayó las condiciones económicas y monetarias necesarias para una entrada fructífera y reiteró la fecha de 1989 como la más apropiada para la integración, aunque subrayó que no existía una fecha oficial de ingreso. Fue una novedad, sin embargo, que condicionase la entrada en el SME «a que se le concediesen a España las condiciones más favorables permitidas a cualquier otro país miembro en cuanto a márgenes de fluctuación»<sup>8</sup>. Se apostaba pues, sin nombrarlo, por seguir el patrón italiano, siempre considerado por la CEE como una situación transitoria.

En el otoño de 1987, el Círculo de Empresarios de Madrid fue una de las primeras instituciones españolas (luego vendrían otras) que contribuyó abiertamente al debate público sobre la participación como una opción clave para la política económica<sup>9</sup>. De la casi treintena de profesionales que participaron en dicho libro, una amplia mayoría se mostró a favor de la participación, pero discreparon sobre las condiciones. Hubo que esperar a los cursos de verano de la Universidad Complutense de julio de 1988 para que el entonces subgobernador Rojo se pronunciase a favor de los márgenes más amplios permitidos por el sistema, aunque no excluyó la entrada si prosperaba la petición italiana de ampliar las bandas del  $\pm 2,25\%$  al  $\pm 3,5\%$  para todos los países participantes.

Rojo siempre defendió las ventajas de pertenecer a una unión monetaria como la que anunciaba el MTC. Las resumía en términos de supresión del riesgo cambiario, reducción de costes de transacción, imposibilidad de devaluaciones competitivas, protección frente a perturbaciones macroeconómicas exteriores y mejor representación internacional de los intereses monetarios. Al tiempo, subrayó la

6. SANCHIS, Manuel: *La integración monetaria de España en el sistema monetario europeo*. Tesis Doctoral. Valencia: Universidad de Valencia, mayo 1984, 458 pp. Basado en dicha tesis doctoral, véase SANCHIS, Manuel: *La peseta ante el sistema monetario europeo*. Valencia: Alfons el Magnànim, 1988, 283 pp.; y SANCHIS, Manuel: «The Implications of the Enlargement of the EEC on the Monetary Questions: the Spanish Case», *SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems*, 5, 1988, 41 pp.

7. *Le Point*, 745, 29 de diciembre de 1986, pp. 64-65.

8. RUBIO, Mariano: «Spain and the European Monetary System. A Spanish viewpoint on the European currency», *Tercera conferencia europea sobre la moneda europea*, Parlamento Europeo, 13 de mayo de 1987, mimeo, p. 4.

9. CÍRCULO DE EMPRESARIOS: *El Sistema Monetario Europeo como opción para la política económica española*. Madrid: Círculo de Empresarios, diciembre de 1987, 371 pp.

renuncia a dosis crecientes de soberanía en las políticas económicas<sup>10</sup> y era muy consciente de los ajustes dolorosos a los que un país tendría que enfrentarse en el caso de una perturbación adversa en ausencia de flexibilidad de costes, precios y movilidad de la mano de obra<sup>11</sup>. Igualmente, a la hora de calcular un saldo preciso de las ventajas y costes que un país podía esperar de participar en la unión monetaria, Rojo era plenamente sabedor de que la hondura del proyecto político que inspiraba la Unión Económica y Monetaria desbordaba el ámbito monetario y de que una España fuera del proyecto político europeo era una alternativa irreal<sup>12</sup>.

En cuanto al MTC, Rojo alertó del sesgo deflacionista que contenía debido a los escasos impulsos de expansión que cabía esperar por parte de Alemania<sup>13</sup> aunque, al igual que los servicios de la Comisión, valoraba las ganancias de credibilidad que cabía esperar para la política monetaria y cambiaria, a la vista de lo que había ocurrido con otros países del área, como consecuencia de la posibilidad de «importar» disciplina monetaria de las políticas antiinflacionistas de Alemania<sup>14</sup>. Otro problema sobre el que incidía era la asimetría del sistema y la distribución de los costes del ajuste por cuanto se producía un desarrollo sistemático del superávit por cuenta corriente en Alemania, que se resistía a revaluar su divisa, mientras que otros países se veían abocados a devaluar sus monedas ante déficits exteriores crecientes<sup>15</sup>. Un asunto este que llegará hasta nuestros días aunque en el contexto de la zona euro.

Al tratarse de una cuestión que recaía en el ámbito de decisión estrictamente español, los servicios de la Comisión nunca barajaron fechas ni márgenes, aunque eran favorables a la entrada. En la DG II pensábamos que la participación serviría para «tomar prestada» la credibilidad monetaria del Bundesbank, lo que ayudaría a España a doblar las expectativas de aceleración en costes laborales unitarios y en precios, a reducir los tipos de interés, a facilitar la financiación a más largo plazo del déficit público y a aliviar el servicio de la deuda.

Durante los años que precedieron y siguieron a la entrada de la peseta, tanto los servicios de la Comisión como los servicios de estudios de los bancos centrales subrayaron que el desarrollo de las innovaciones financieras, la intensificación de los procesos financieros de desintermediación y «titulización», la mayor integración de los mercados de capitales y los cambios que ello provocó en el comportamiento de los bancos y del público crearon serios problemas de control de los agregados monetarios y crediticios. De manera que la distinción entre activos mantenidos por el público como medios de pago y aquellos que lo eran por motivos de inversión

10. Rojo, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, pp. 37-39; Rojo, Luis Ángel: *Ensayos...*, *op. cit.*, pp. 247 y 251.

11. Rojo, Luis Ángel: *Ensayos...*, *op. cit.*, p. 504.

12. *Ibidem*, p. 503.

13. Rojo, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, p. 67.

14. *Ibidem*, p. 68; Rojo, Luis Ángel: *Ensayos...*, *op. cit.*, p. 225.

15. Rojo, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, p. 69; Rojo, Luis Ángel: *Ensayos...*, *op. cit.*, pp. 250-251.

quedó desdibujada. Ello impedía discernir si la evolución del agregado monetario respondía a una evolución indeseada del gasto nominal y, por lo tanto, debía ser corregida; o si, por el contrario, era el resultado de cambios en las rentabilidades relativas de los activos contenidos en la definición de ALP y, por lo tanto, reflejaban reestructuraciones en la cartera de activos que nada tenían que ver con los cambios en el nivel de actividad de la economía real<sup>16</sup>. De modo que los bancos centrales, y entre ellos el Banco de España, se enfrentaban a problemas de información a la hora de utilizar los agregados monetarios y crediticios como indicadores avanzados del gasto.

La economía española dio signos más que evidentes de recalentamiento, que se reflejó en un crecimiento de la demanda interna (6,4% en 1988), en un deterioro de las expectativas de inflación, en la aceleración de esta, que había pasado del 4,6% en 1987 al 5,8% en 1988, y en un deterioro de la balanza comercial del 5,1% de PIB en 1987 al 5,8% en 1988. Aunque los precios se habían desacelerado desde mayo de 1988, en la ponencia que presenté con Jürgen Kröger en la Universidad de Valencia a finales de octubre ya advertíamos de que una aceleración de la inflación en los primeros meses de 1989 pondría en peligro una hipotética entrada de la peseta en el SME, pues daría lugar a un aumento de los tipos de interés a largo plazo, lo que afectaría a la inversión, a la credibilidad de la política monetaria y al nivel de actividad.

Las causas del repunte de la inflación había que buscarlas en la presión de los costes, tanto salariales como financieros, así como en el aumento de la demanda interna. A principios de 1989, pocos meses antes de la entrada de la peseta, la demanda doméstica crecía al 6,9%, muy por encima de la producción interna (5,2%). En enero de 1989 la inflación dio un salto brusco del 1% y se rompió la concertación social con los sindicatos. El Gobierno abandonó el objetivo de inflación del 3% para 1989 y adoptó uno nuevo: la no ampliación del diferencial de inflación con la CEE. La tasa interanual había pasado del 3,9% en abril al 7,4% en julio de 1989 y los convenios negociados indicaban una subida de salarios del 7%. Esta situación podría haberse controlado mediante una política de moderación salarial y una política fiscal más restrictiva. Sin embargo, la ausencia de concertación salarial y las expectativas de que la tasa de crecimiento del gasto público fuese el doble que la del PIB nominal (estábamos construyendo nuestro Estado de Bienestar) conferiría un carácter procíclico a la política fiscal.

En febrero de 1989 esta situación hacía que la responsabilidad de la lucha contra la inflación descansase sobre la política monetaria, lo que limitaba su eficiencia para hacer frente a un dilema que permitiera desincentivar las entradas de capital a corto plazo que, solo en enero, habían aumentado en 1.800 millones de dólares sin recalentar la economía o sin que se apreciase la peseta. Este era el dilema: o bien se reducían los tipos de interés, espoleando la expansión de la demanda interna y el recalentamiento, o se dejaba apreciar la peseta para enfriar la economía

16. Rojo, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, pp. 82-83.

ampliando el deterioro de la balanza comercial. El 1 de febrero, el Banco de España ya había aumentado el coeficiente de reservas obligatorias del 16,5% al 18%, y esta subida solo afectó a la parte no remunerada del coeficiente, que pasó del 5% al 6,5%, por lo que tuvo un impacto negativo sobre la rentabilidad del sistema bancario. Por otro lado, el tipo de intervención fue elevado en un punto porcentual hasta el 13,4%, y en línea con esto, se aumentó en 0,5 puntos el tipo de interés de las letras del Tesoro a un año, y también en 0,5 puntos el tipo de interés de los repos de las letras a tres meses hasta el 13%.

Al mismo tiempo, las autoridades introdujeron medidas adicionales para desalentar las entradas de capitales. Por una parte, los bancos fueron obligados a realizar depósitos especiales y no remunerados en el de España equivalentes al 20% del aumento registrado en sus posiciones monetarias cortas sobre las cantidades de dichas posiciones al 31 de enero. Por otra parte, también se estableció otro depósito obligatorio y no remunerado en el Banco de España equivalente al 30% para dos tipos de ingresos de créditos. Por un lado, para los ingresos de créditos financieros y préstamos (en moneda extranjera y pesetas convertibles) del extranjero (el Tesoro español quedaba eximido de tal depósito). Y, por otro, para los ingresos de créditos y préstamos (en moneda extranjera y pesetas convertibles) que los intermediarios financieros residentes concedían a los exportadores residentes para que financiaran aquellas obligaciones de pago comerciales que habían contraído con los importadores no residentes hasta que se saldaran mediante el pago final. El exportador español podía, no obstante, obtener libremente créditos de un no residente para los mismos fines.

El gabinete del presidente Delors solicitó a los servicios de la Comisión un análisis técnico sobre la compatibilidad de estas medidas con la legislación comunitaria en materia de libre circulación de capitales<sup>17</sup>. La medida relativa a las restricciones sobre los préstamos financieros era compatible con la Directiva de 1960 en vigor<sup>18</sup> sobre los movimientos de capital que los clasificaba dentro de la lista C —la cual permitía introducir restricciones sobre los préstamos financieros según el artículo 3—, hasta julio de 1990, así como la Directiva de 1988<sup>19</sup> —la cual permitía mantener o reintroducir restricciones respecto a los préstamos financieros según el Anejo IV, listas III y IV—, hasta diciembre de 1992. Así pues, los préstamos financieros no estaban aún sujetos a una obligación incondicional de liberalización. En el momento de la adhesión de España, los créditos financieros del exterior estaban

17. Agradezco a Víctor Andrés Maldonado, buen amigo y compañero de la DG II, entonces a cargo de España para el análisis de la compatibilidad con el Tratado, su ayuda a la hora de reconstruir este episodio de forma más fidedigna, cualquier error que subsista es de mi exclusiva responsabilidad.

18. Primera Directiva del Consejo del 11 de mayo de 1960, corregida por la Directiva del Consejo 63/21/CEE del 18 de diciembre de 1962 y la Directiva del Consejo 86/566/CEE del 17 de noviembre de 1986.

19. Directiva 88/361/CEE del Consejo, de 24 de junio de 1988, para la liberalización completa de los movimientos de capitales.

sometidos a autorización y, por lo tanto, cualquier restricción sobre ellos podía ser reintroducida de conformidad con lo estipulado en la Directiva.

En cuanto a la medida sobre la refinanciación de las operaciones ligadas al pago de importaciones, opinábamos que existía incompatibilidad con el Tratado, pues tanto los pagos como la financiación de las operaciones comerciales estaban totalmente liberalizados: en lo referente a los pagos, los servicios de la Comisión señalaron que el Tribunal de Justicia había mantenido una posición muy estricta sobre las obligaciones que se derivaban del artículo 30 y posteriores, relativos a la supresión y prohibición de restricciones cuantitativas entre Estados miembros y medidas de efecto equivalente a dichas restricciones sobre el comercio de bienes. En cuanto a los préstamos a corto y medio plazo de las operaciones comerciales, también estaban completamente liberalizados según la Directiva de 1960, lista A. De hecho, España eliminó estas restricciones en poco tiempo.

En resumen, y en términos generales, no se podían imponer restricciones a las operaciones ligadas (pagos y financiación) a la libertad de movimientos de mercancías y servicios, pero sí a los préstamos financieros no ligados a las mismas. Aunque estas cuestiones estaban siendo examinadas por los servicios de la DG III (Industria) y de la DG II, el fuerte deterioro que estaba sufriendo la balanza por cuenta corriente española hacía prever a corto plazo una reversión de las, hasta entonces, favorables expectativas sobre la evolución futura de la peseta, de manera que cabía esperar el abandono de la mayor parte de estas nuevas medidas de control de cambios, como así ocurrió.

#### 4. LA ENTRADA DE LA PESETA EN EL MTC COMPLICA LA POLÍTICA MONETARIA ESPAÑOLA

La primera presidencia española del Consejo arrancó en enero de 1989 y Felipe González había insistido en que fuese «ejemplar», aunque el contexto inflacionista y de ruptura de la concertación social no lo eran tanto. El regalo de la presidencia consistió en la entrada de la peseta en el SME. La anunció en la televisión pública el ministro de Economía, Carlos Solchaga, el viernes 16 de junio de 1989. Se discutió en el Comité Monetario durante ese fin de semana y se hizo efectiva a partir del lunes 19, pocos días antes de la Cumbre de Madrid que cerraba el turno de presidencia. En aquella época se comentó que solo diez personas estaban en el secreto de esta operación en España. Sin embargo, nada se dijo de que el presidente Jacques Delors —que se había reservado los asuntos monetarios dentro de la DG II, cuyo responsable era el comisario Henning Christophersen—; el director general Antonio María Costa; el director de Asuntos Monetarios, Jean Paul Mingasson; el jefe de la Unidad de Políticas Monetarias y Comunitaria, Hervé Carré; así como Bernard Connolly y quien esto escribe también estábamos al corriente. Es posible que Pascal Lamy, jefe de Gabinete de Delors, también estuviese informado, pero lo desconozco. Desde luego, no creo que el comisario de la DG II, Christophersen, ni Manuel Marín estuviesen enterados.

Aquel jueves 15 de junio a las 12.30 h, antes de la pausa de mediodía, Hervé Carré, en presencia de Bernard Connolly, me informó en los pasillos de la sexta planta del Berlaymont sobre la decisión y me pidió la redacción de una nota de *briefing* y de un escrito para que el director general, Antonio María Costa, preparase su intervención oral en la reunión que tenía previsto realizar el Comité Monetario el fin de semana del 17-18 de junio. Al volver a mi despacho tenía un aviso de llamada de Lluís Riera, jefe de Gabinete Adjunto de Marín, para hablar conmigo. Antes de contestarla me dirigí al despacho de Hervé y le pregunté qué debía hacer. Me dijo que la contestara pero que guardase silencio sepulcral sobre lo que se me acababa de comunicar pues, aparte del presidente Delors, el director general Antonio María Costa, del director de Asuntos Monetarios J. P. Mingasson, nadie más lo sabía, y eso fue lo que hice. Ese viernes noche Solchaga anunció de improviso la decisión de incorporar la peseta al SME<sup>20</sup>.

Aunque el momento elegido reflejó la orientación nítidamente europeísta del Gobierno, estuvo cargado de intención política, pues perseguía revertir el deterioro del clima económico mediante la disciplina que impondría el SME. Se buscaba introducir un *corsé monetario* que garantizase la estabilidad de precios y recuperase la credibilidad macroeconómica. De ahí que la entrada viniese acompañada, a principios de julio, de un paquete de medidas monetarias y fiscales más severas —según habíamos defendido desde los servicios de la Comisión—, tales como el aumento del tipo de intervención hasta el 14,5% y de las reservas obligatorias hasta el 19%, así como nuevas y más severas restricciones para la transferencia de préstamos de los bancos a los clientes. La principal medida, sin embargo, consistió en establecer un límite del 17% al crecimiento del crédito al sector privado para 1989, mediante la introducción de topes individuales al crédito a cada banco.

La eficacia de dichas medidas permitió su posterior relajación. El 25 de noviembre de 1989 se suprimió el depósito especial no remunerado que los bancos debían realizar en el de España, que se había introducido el 1 de febrero, por un equivalente del 20% de la nueva financiación exterior que obtenían. En cambio, siguió en vigor el depósito no remunerado del 30% para las ganancias de los préstamos y créditos financieros, que era incompatible con la regulación de la CEE en materia de movimientos de capital. Las autoridades españolas esperaban levantar esta medida en abril de 1991 cuando, según sus cálculos, la peseta pudiese necesitar ser reforzada. Durante 1990, los topes al crédito se mantuvieron para cada banco individual y el límite de la expansión del crédito bancario al sector privado se fijó en el 10%, pero las autoridades los suprimieron el 1 de enero de 1991. Por lo que se refiere a los coeficientes obligatorios, las autoridades redujeron el coeficiente de inversión de acuerdo con un calendario que había empezado en marzo de 1989 y debía terminar el 1 de enero de 1993.

20. SANCHIS, Manuel: «De las monedas nacionales al sistema monetario europeo: la aportación de los servicios de la Comisión», *Información Comercial Española*, 831, julio-agosto de 2006, p. 258.

El punto de vista de los servicios de la Comisión coincidió con el del subgobernador del Banco de España en cuanto a las restricciones que imponía sobre la autonomía de la política monetaria española el hecho de que la peseta operase en un régimen de tipos de cambio estables pero ajustables y que, al mismo tiempo, se hubiera establecido la liberalización completa de capitales desde julio de 1990. Ello los hacía más sensibles a las variaciones de los tipos de interés, mientras que aconsejaba que los países del MTC tomaran sus principales decisiones de política económica buscando el interés comunitario<sup>21</sup>. Además, la libre circulación de capitales suponía una amenaza para el buen funcionamiento del MTC<sup>22</sup> y planteaba el problema de la *trilogía imposible* que impedía el establecimiento simultáneo de dos anclas nominales e independientes para la economía: un objetivo de tipo de cambio estable y otro de crecimiento de la oferta monetaria. De modo que, ante un conflicto entre ambos objetivos, uno de los dos tenía que saltar o, en su defecto, había que reintroducir restricciones a los movimientos de capital, que estaban prohibidas por el tratado de Roma, pero que fue, en parte, lo que se hizo. Ante la obligación de mantener estable el tipo de cambio, las autoridades se verían obligadas a tolerar desbordamientos esporádicos de la tasa de crecimiento del agregado monetario (ALP2)<sup>23</sup>.

En opinión de Rojo, la adopción del tipo de cambio nominal como instrumento intermedio de la política monetaria era ventajoso cuando la economía sufría perturbaciones de origen financiero como, por ejemplo, una reestructuración de la cartera de activos financieros en manos del público. Estas ventajas se diluían, sin embargo, cuando el origen de las perturbaciones provenía del sector real de la economía en forma, por ejemplo, de cambios en los flujos comerciales, variaciones de costes y precios, y movilidad de factores de producción<sup>24</sup>. De ahí que para Rojo, al igual que para el Informe Delors (1989), la renuncia al ajuste en el tipo de cambio requiriese aplicar una política regional europea que, por medio de transferencias de fondos comunitarios, compensase y corrigiese los efectos negativos de dichas perturbaciones, aunque todo esto era difícil de prever después de que los fondos estructurales se hubiesen duplicado en 1993. En cualquier caso, la autonomía de las políticas económicas era más nominal que efectiva, una mera ilusión engañosa que dejaba a los países ajenos al MTC más expuestos a la inestabilidad monetaria y financiera que a los países miembros. La participación de la peseta fue percibida como cambio sustancial en las políticas económicas que facilitaría su orientación hacia la estabilidad y aumentaría su credibilidad, pues prepararse para

21. ROJO, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, p. 96.

22. *Ibidem*, p. 70.

23. SANCHIS Manuel: «L'entrada de la pesseta al SME: Propostes de política econòmica», *Revista Econòmica de Catalunya*, 12, setembre-desembre 1989, pp. 79-87; ROJO, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, pp. 92-93.

24. ROJO, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, pp. 88 y 109-110.

la Unión Económica y Monetaria reforzaría las posibilidades de un crecimiento estable en España<sup>25</sup>.

5. MODERNIZACIÓN DE LOS MERCADOS MONETARIOS Y FINANCIEROS,  
 Y PROPUESTAS DE UNA MONEDA EUROPEA PARALELA: UN *ECU FUERTE*

El 3 de enero de 1990 el Banco de España redujo el coeficiente de caja al 17%, y puso en práctica una reforma en profundidad del sistema de coeficiente obligatorio de caja. Esta reforma introdujo, por un lado, un tramo del 5% no remunerado; y, por otro lado, amplió el remunerado al 12%. Desde el 2 de junio de 1990, este nuevo tramo (del 12% sobre el 17% total) fue sustituido por Certificados de Depósito (CD) emitidos por el Banco de España a un tipo de interés del 6%. Los bancos tenían que mantener estos CD en sus carteras como activos no negociables —aunque eran susceptibles de ser transmitidos, dentro de ciertos límites, entre las instituciones crediticias— que progresivamente serían amortizados de forma semestral empezando en marzo de 1993 y terminando en septiembre de 2000.

Los análisis que realizaron los servicios de la Comisión concluyeron que significaba un repudio parcial de la deuda en España. El stock de CD emitidos el 23 de marzo y el 3 de abril de 1990 ascendía a 3.316 millardos de pesetas y era equivalente a la media de los pasivos incluidos en el coeficiente de caja durante los meses de octubre, noviembre y diciembre de 1989, y enero de 1990. Asumimos como tipo de descuento el de la media de las emisiones de deuda pública de 5 a 10 años después de marzo de 1990, es decir, el 13,75%. Asimismo, supusimos que no había ningún cupón extra con el fin de asimilar los CD emitidos el 3 de abril de 1990 con los emitidos el 23 de marzo. De acuerdo con estos supuestos, estimamos el valor presente (actuarial) neto de 3.316 millardos de pesetas, que resultó ser de 2.023 millardos, lo que representaba un repudio parcial de la deuda del 61% por un montante de 1.293 millardos.

La cuantía no era nada desdeñable si la comparábamos con el saldo vivo de 15.198 millardos que exhibía entonces la deuda explícita del sector público, lo que equivalía al 3,3% del PIB. Sin embargo, esta situación suponía una ligera mejora comparada con la situación anterior en la que existía un coeficiente de caja con dos tramos: uno del 12% con una remuneración media del 6,135%, y otro, del 5% no remunerado. Antes de la reforma del coeficiente de caja el valor presente ascendía a 1.433 millardos de pesetas —puesto que el tramo era equivalente a deuda perpetua—, mientras que ahora el valor presente era de 2.023 millardos, por lo que el anterior repudio de la deuda se revertía en una cuantía equivalente a 590 millardos de pesetas.

Como hemos visto, en los distintos informes sobre la economía española dirigidos al Comité Monetario, la Comisión venía insistiendo en la necesidad de

25. *Ibidem*, pp. 98-136; ROJO, Luis Ángel: *Ensayos...*, *op. cit.*, pp. 505-506.

modernizar el mercado monetario y de deuda pública, así como los instrumentos de política monetaria. También se abogaba por reducir el excesivo peso de los coeficientes de inversión obligatoria que lastraba la rentabilidad de los bancos españoles y les hacía competir en situación de desventaja con los europeos.

En cuanto a las políticas de oferta que se propugnaban desde los servicios de la Comisión, no se limitaban a la modernización y reformas de los mercados monetarios y financieros, sino que abarcaban la aceleración del calendario negociado del desarme arancelario, un activismo mucho más decidido para aumentar la competencia en los sectores económicos protegidos, y, sobre todo y muy especialmente, la modernización del mercado de trabajo. Sobre este último asunto volveremos más adelante, cuando analicemos la escasa ambición con la que fueron diseñadas las distintas reformas del mercado de trabajo, por más que transformarlos haciéndolos más reactivos y adaptativos a los cambios macroeconómicos y tecnológicos fuese una condición decisiva para el éxito de la participación en la zona euro. Es suficiente por ahora que recordemos que, en materia de política salarial, propugnábamos abandonar la indexación, alcanzar acuerdos plurianuales y ajustar los incrementos salariales a las ganancias de productividad sectorial y regional.

Otro ámbito en el que España contribuyó al debate sobre la Unión Económica y Monetaria se concretó, a principios de los años 90, en la propuesta que lanzó el ministro Carlos Solchaga para crear una moneda europea paralela a las nacionales existentes. No fue el único. John Major, por parte del Reino Unido, también lanzó propuestas similares, aunque en el caso inglés era notorio su deseo de frenar el avance de los demás países europeos en favor de una moneda única europea. Nuestra Unidad de Políticas Monetarias y Comunitaria analizó las propuestas que nos llegaron y, entre ambas, no había grandes diferencias que se pudiesen explicar por razones de ideología política. En junio de 1990, Major sugirió que la moneda única europea debería retomar la idea de un *ecu fuerte*, en consonancia con las propuestas de moneda europea *a prueba de inflación* que ya habían lanzado los *Informes Optica* de 1975 y 1976, de clara inspiración liberal. Dicho *ecu fuerte* entraría en libre competencia con monedas nacionales europeas con la intención de imponerse debido a su mayor calidad monetaria expresada en términos de mantenimiento de su poder de compra. Ambas propuestas, sin embargo, no tuvieron un largo recorrido y, al final, se impuso la visión que privilegiaba el Comité Delors, que rechazó explícitamente la estrategia del Ecu como moneda paralela. En el mismo sentido se expresó Rojo, para quien «una sustitución pausada, simétrica y no perturbadora de las monedas nacionales por el ECU plantea tantas dificultades como las que tal estrategia pretende resolver»<sup>26</sup>.

A pesar de ello, los planes del Reino Unido en favor de la construcción monetaria europea seguían en un momento dulce. Durante 1987-1988, la economía inglesa había sufrido un fuerte recalentamiento, el agregado monetario M0 había

26. Rojo, Luis Ángel: *El sistema...*, *op. cit.*, p. 125.

desbordado su objetivo de crecimiento y los precios del inmobiliario estaban creciendo con rapidez; en 1990, era evidente que la burbuja inmobiliaria iba a crear muchos problemas económicos<sup>27</sup>. Además, sería determinante en la dimisión de la primera ministra del Reino Unido. En opinión de Margaret Thatcher la tasa de inflación había aumentado debido a la política de *shadowing* del marco alemán que practicó su ministro de Hacienda Nigel Lawson<sup>28</sup>, y de la que ella no tuvo constancia hasta noviembre de 1987<sup>29</sup>. Thatcher se había resistido con uñas y dientes a Geoffrey Howe, Nigel Lawson y buena parte del Partido Conservador con el argumento de que la entrada de la libra en el MTC suponía una pérdida de soberanía sobre su moneda, que el Reino Unido no estaba en condiciones de aceptar.

Tras la dimisión de Lawson se hizo cargo de la cartera Major quien, con la ayuda de Douglas Hurd, terminó por convencer a Thatcher de que la libra se adhiriese al MTC. Como subraya Thatcher en sus memorias, el asunto estaba creando fuertes tensiones en el partido y «John Major [...] tenía un único y gran objetivo: mantener unido al Partido. Para él esto significaba que debíamos entrar tan pronto como fuera posible en el MTC para aliviar las tensiones políticas [...] sobre la UEM [...]». La entrada de la libra se produjo a regañadientes el 5 de octubre de 1990, con márgenes transitorios del 6%, bajo la presión política de preservar la unidad del partido conservador y sin que ello supusiese ningún compromiso político con el objetivo final de unión política implícito en el Informe Delors<sup>30</sup>. Una actitud la del Reino Unido que contrasta fuertemente con la favorable disposición de las instituciones españolas y sus principales representantes con respecto al proyecto de construcción monetaria europea.

## 6. LA CRISIS DEL MTC DE 1992-1993

De 1987 a la crisis de 1992-1993, la parrilla de paridades del MTC hizo gala de una elevada estabilidad. Al mismo tiempo, la Conferencia Intergubernamental empezó a dotar de contenido institucional a las prescripciones del Informe Delors y se avanzó en la redacción del Tratado de Maastricht. En el terreno macroeconómico se empezó a absorber el shock de la reunificación alemana de 1990, que Alemania encajó mediante una política fiscal laxa que permitió transferencias fiscales al este por valor del 5% del PIB. Ello aumentó sus déficits fiscales, y obligó a endurecer la política monetaria para frenar la aceleración de precios que se estaba produciendo, al tiempo que se deterioraba el superávit corriente y se esperaba un déficit en 1991. Los desequilibrios exteriores se estaban reduciendo, y

27. SANCHIS, Manuel: «The Efficiency and Constraints on UK Monetary Policy in the Late 1980s», *United Kingdom-Country Studies*, European Commission, 3, 1992, pp. 34-38.

28. THATCHER, Margaret: *The Downing Street Years*. New York: Harper Collins, 1993, p. 710.

29. *Ibidem*, p. 701.

30. *Ibidem*, pp. 723-725.

la competitividad de Alemania, país ancla del sistema, se había mantenido estable debido a la absorción de la reunificación. Sin embargo, entre los demás países centrales del MTC (Francia, Bélgica, Dinamarca) y los periféricos (Italia, España, Portugal, Reino Unido), las pérdidas en términos de competitividad-coste, medidas en costes laborales unitarios, se fueron ampliando. Algo parecido ocurría con los desequilibrios por cuenta corriente.

Todo esto no se tradujo, sin embargo, en tensiones sobre las monedas en la parrilla de paridades del MTC que vivía en una quimera de estabilidad cambiaria. En las reuniones del Subcomité de Política Monetaria del Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales de la CEE (Grupo Raymond) a las que asistí en el BIP de Basilea aquellos años, los funcionarios de los bancos centrales, tras reconocer que las políticas monetarias estaban sobrecargadas por los abultados déficits públicos, eran los primeros sorprendidos al constatar la ausencia de ataques especulativos contra las monedas del MTC, a pesar de que se encontraban objetivamente sobrevaluadas después de haber mantenido su tipo de cambio fijo en la parrilla de paridades durante varios años. En cierto sentido, era tanta la credibilidad del propio MTC que los operadores del mercado eran incapaces de analizar la debilidad a la que se verían abocadas en el futuro algunas de las monedas que, en aquel momento, se movían dentro de la parrilla de paridades sostenidas por un suelo de firmeza.

A principios de 1992 Alemania elevó sus tipos de interés para hacer frente a las presiones inflacionistas. El MTC había superado estas tensiones pero seguía siendo vulnerable. Sin embargo, entró en una fase de inestabilidad tras el rechazo danés al tratado de Maastricht el 2 de junio de 1992 y generó las primeras dudas sobre el proceso de integración monetaria. De acuerdo con la interpretación de algunos, el *nej* danés era un síntoma claro de que «la élite política de Europa se encontraba muy alejada de la gente»<sup>31</sup>.

A ello hubo que añadir las revelaciones de la prensa sobre las posiciones de George Soros contra la libra esterlina; pero, sobre todo, que el 16 de julio el *Bundesbank* elevase el tipo de descuento del 8 al 8,75% para frenar el aumento de costes y precios en Alemania. Ello precipitó la crisis, volvió a poner a prueba la determinación de las autoridades monetarias y fiscales para combatir la aceleración de costes y precios, que quedó en entredicho, y puso en movimiento una dinámica que atacó a las monedas más débiles para comprobar hasta dónde llegaba el compromiso político de los bancos centrales por mantener sus monedas dentro del MTC. Para hacer frente a los ataques especulativos que sufrió la libra, el 16 de septiembre el Banco de Inglaterra decidió elevar el tipo mínimo de sus préstamos del 10 al 12% y anunció un aumento adicional hasta el 15% para el día siguiente. Sin embargo, tras constatar que dichas medidas y anuncios no habían tenido impacto alguno sobre la libra el Comité Monetario aceptó la petición de abandonar el MTC en su reunión del 16 de septiembre de 1992. A su vez, la lira

31. EICHENGREEN, Barry: *The European economy since 1945: coordinated capitalism and beyond*. Princeton: Princeton University Press, 2007, p. 359.

italiana lo abandonó el día 17, mientras que la peseta se mantuvo dentro del MTC pero devaluó en un 5%.

En aquella reunión España siempre apostó por la permanencia y, de acuerdo con Harold James, Rojo afirmó que «los bancos centrales deberían cooperar tanto como sea posible para prevenir un reajuste que, en las circunstancias actuales, aumentaría la tensión y tendría consecuencias negativas para el futuro del SME»<sup>32</sup>. Días después, los funcionarios de nacionalidad española de la DG II nos reunimos con el director de Asuntos Financieros de la DG II, Manuel Hernández López, para que nos informase sobre lo sucedido. De acuerdo con las informaciones que le transmitió el funcionario del Ministerio de Economía destacado en la Representación Permanente ante la CEE, presente en aquella reunión, Rojo habría llamado a Solchaga de madrugada para recibir instrucciones sobre la postura que debía adoptar el Banco de España. Solchaga era favorable a que la peseta se mantuviese dentro del MTC y preguntó a Rojo cuánto tiempo creía que podía aguantar la peseta cuando se abrieran los mercados. Rojo le dijo que unas pocas horas, Solchaga dio la instrucción de mantener a la peseta a toda costa dentro del MTC. Dicho y hecho, en pocas horas perdimos miles de millones de reservas.

El 20 de septiembre el «pequeño sí» del referéndum francés al tratado de Maastricht le dio la puntilla, aunque aún hubo que esperar al 2 de agosto de 1993 para que el MTC ampliase las bandas del 2,25% o del 6% al 15%, y decretase *de facto* una flotación administrada entre las monedas, pues en la práctica equivalía a establecer márgenes de fluctuación del 30% en dos momentos distintos del tiempo. Lo más sensato habría sido aceptar la propuesta que defendió España en sus contactos bilaterales con la presidencia belga, y que consistía en «suprimir las bandas de flotación para dificultar los ataques especulativos»<sup>33</sup>, pero todo lo que sonase a flotación de monedas era percibido como un anatema por la Comisión Europea.

## 7. OPORTUNIDADES PERDIDAS EN EL CAMBIO DE MODELO PRODUCTIVO: DE LA RECESIÓN AL AJUSTE FISCAL

La ambición de los gobiernos socialistas por establecer un Estado del Bienestar homologable al de nuestros vecinos les llevó a aplicar políticas fiscales expansivas que se tradujeron en amplios déficits públicos, a lo que hubo que añadir la Exposición Universal de Sevilla y los Juegos Olímpicos de Barcelona de 1992. Por otro lado, la política monetaria estaba sobrecargada, pues la salarial y de rentas se había abandonado y estábamos experimentando una inflación diferencial: moderada para los productos industriales de bienes comercializables y sometidos a la competencia

32. JAMES, Harold: *Making the European Monetary Union. The Role of the Committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*. Cambridge-London: Belknap Press of Harvard University Press, 2012, p. 354.

33. SOLBES, Pedro: *Recuerdos. 40 años de servicio público*. Barcelona: Deusto, 2013, p. 154.

internacional, por una parte; y, por otra, una más elevada para el sector servicios, de productos no comercializables, y protegido de ella. Todo esto amplió en España el diferencial de precios con respecto a nuestros principales competidores. Si por entonces la economía española ya daba síntomas de agotamiento, en 1993 entró de lleno en recesión. Entre septiembre de 1992 y marzo de 1995, la peseta tuvo que devaluar cuatro veces dentro del MTC, un 26% en total: 5% el 17 septiembre de 1992; 6% el 22 noviembre de 1992; 8% el 14 de mayo de 1993; y 7% el 6 de marzo de 1995.

La economía española tuvo entonces que prepararse para cumplir con los preceptivos criterios de Maastricht. En algunos casos como, por ejemplo, en la redacción del artículo 104 C y en el protocolo correspondiente al procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, se estableció que un país cumplía con el criterio aunque la proporción entre deuda pública y PIB rebasase el valor de referencia (60%) siempre que dicha proporción disminuyese suficientemente y se aproximase a un ritmo satisfactorio al mismo. En las conversaciones informales con mis compañeros de la DG II siempre lo interpretamos como una argucia política para facilitar sobre todo la participación de Italia, pues, con una deuda superior al 100%, no habría podido cumplir el criterio del 60%. Bélgica también exhibía una ratio en torno al 100%, pero preocupaba menos porque su reducido tamaño la hacía digerible dentro del proyecto de la eurozona. Se trató este de un elemento de economía institucional y de *path dependency* que no se podría ignorar a la hora de entender el sustrato político del euro.

En cuanto al Banco de España, que dispusiese de un estatuto que lo configuró como una institución independiente del poder político fue relativamente fácil. Así también la participación en el MTC, convergencia en precios y tipos de interés a largo plazo, que desde principios de 1996 ya venían comprimiéndose con respecto a los tipos alemanes. Más complicado resultó reducir los déficits públicos al 3%. En alguna ocasión llegó a nuestra mesa de trabajo algún que otro fax del entonces ministro de Economía Rodrigo Rato, en el que le indicaba a nuestro director general Giovanni Ravasio o al comisario De Silguy cómo debían registrarse algunas de las operaciones en la contabilidad del sector público. No le dimos mucha importancia.

Como he indicado en alguna otra parte

en el caso de España se aplicaron dos medidas por parte del entonces ministro de economía Rodrigo Rato, que estaban destinadas a embellecer las cifras españolas de déficit. Una consistió en un baile de números de alrededor de 716.000 mn. de pesetas que Solbes no había hecho constar, pero que Rato se vio obligado a aflorar. La otra se refería a los ajustes contables que se realizaron al pasar del criterio de caja al de devengo. Estos dos hechos convirtieron el perfil ascendente del déficit durante 1995-1998, en otro decididamente descendente. Aunque la cifra final fue del 2,8%, esta evolución temporal del déficit público más favorable a España nos proporcionó un colchón de seguridad y nos garantizó el cumplimiento holgado del criterio de déficit<sup>34</sup>.

34. SANCHIS, Manuel: *El fracaso de las élites. Lecciones y escarmientos del Gran Crisis*. Barcelona: Pasado & Presente, 2014, p. 96.

Con posterioridad a nuestra entrada en la moneda única, quedó al descubierto que España no habría podido cumplir con este criterio con el nuevo sistema de contabilidad europea SEC-95, pues si el déficit con el sistema anterior SEC-79 fue del -2,5% del PIB con el nuevo SEC-95 habría sido del -3,1%. El cambio en la contabilización de los intereses desde el momento en que son pagados (criterio de caja) al momento en que se crea la obligación de pago (criterio de devengo) aumentó el déficit público en 0,5 puntos porcentuales de PIB en 1997 y 1998. Además, el cambio en la delimitación del concepto contable de Administraciones Públicas, que aumentó el número de entidades que se consideró que formaban parte de las administraciones públicas, dio lugar a un aumento de 0,1 puntos de la ratio del déficit en 1997 y a algo inferior en 1998<sup>35</sup>.

En cuanto al cambio de modelo productivo, durante el periodo 1986-1996 tuvimos que adaptar nuestra estructura productiva a un nuevo marco institucional de mayor competencia, más internacionalizado y más exigente en niveles de calidad y productividad. Hubo que reorientar la nueva política industrial, fuertemente condicionada por la integración, hacia especializaciones en actividades de mayor valor añadido. El sistema financiero se modernizó, se transformó profundamente, y se redimensionó bajo el impulso de las nuevas tecnologías de la comunicación y la información, y de la continua presión de la normativa comunitaria. Mediante privatizaciones, se reestructuró el sector público empresarial y, tras la obligada supresión de los monopolios estatales<sup>36</sup>, también se dio un fuerte impulso a la creación de grandes corporaciones multinacionales, un hecho inaudito en nuestra historia económica que elevó el *status* de nuestra economía. Sin embargo, se perdieron oportunidades de transitar hacia otro modelo que estuviese más orientado hacia las nuevas tecnologías de la información y la comunicación y, en general, hacia industrias y servicios de alto contenido tecnológico.

El sistema económico heredado del franquismo nos situaba más cerca del corporativismo dirigista que del capitalismo en un momento en el que «las acciones contra el corporativismo en Francia, Alemania e Italia, serían valiosas en sí mismas»<sup>37</sup>, como así iba a ocurrir también en nuestro país. La española se correspondía con una *economía de mercado mixta* del sur de Europa, con serias carencias tanto en materia de relaciones laborales como en la gestión organizativa y financiera de las empresas, que seguía los pasos de Francia donde

35. Agradezco a João Nogueira Martins, buen amigo y compañero de la DG II que entonces compartía conmigo la supervisión de las situaciones presupuestarias en el marco del procedimiento de déficits excesivos, su ayuda a la hora de reconstruir este episodio de forma más fidedigna, cualquier error que subsista es de mi entera responsabilidad.

36. MALUQUER DE MOTES, Jordi: *La economía española en perspectiva histórica*. Barcelona: Pasado & Presente, 2014, pp. 440-479.

37. THATCHER, Margaret: *The Downing...*, *op. cit.*, p. 709.

los cambios profundos en la economía política se iniciaron por una serie de decisiones del gobierno para abandonar las políticas dirigistas en favor de una coordinación orientada al mercado<sup>38</sup>.

Entre los tipos de capitalismo de las economías de la OCDE —según la coordinación en materia de relaciones industriales, formación profesional, gobierno corporativo, relaciones interempresariales y cooperación entre trabajadores—, España se encontraría en una situación ambigua —junto con Francia, Italia, Portugal, Grecia y Turquía—, entre las dos versiones paradigmáticas de capitalismo<sup>39</sup>. Por un lado, las *economías coordinadas de mercado* (caso alemán); y, por otro lado, las *economías liberales de mercado* (caso americano). Dicha ambigüedad se confirma en el caso de España, Portugal, Francia e Italia, países que aparecen clasificados «como economías coordinadas de mercado o ejemplos de otro tipo distinto de capitalismo a menudo asociado con altos niveles de intervencionismo estatal»<sup>40</sup>.

Mientras las autoridades españolas reformaron y modernizaron las instituciones y mercados financieros, la resistencia a las reformas laborales se impuso y constituyó una rémora para el crecimiento tanto más cuanto que la «evidencia sugiere que es probable que la desregulación del mercado de trabajo produzca amplias ganancias económicas solo en naciones donde los mercados financieros sean igualmente fluidos»<sup>41</sup>. De 1996 a 2005, pasé precisamente a trabajar en la Dirección General de Empleo y Asuntos Sociales donde me ocupé, entre otros asuntos, de la elaboración de un nuevo concepto de flexibilidad que denominamos «adaptabilidad del mercado de trabajo», y que perseguía superar la estrecha visión de la flexibilidad que hasta entonces utilizaba la OCDE. Realizamos varios seminarios con académicos y funcionarios internacionales de primera línea como Gary Burtless (Brookings), Stephen Nickell (LSE), Tito Boeri (Bocconi), Georg Fischer (CE) y Stefano Scarpetta (OCDE), entre otros, que mostraron sus simpatías por ese concepto más amplio de «adaptabilidad del mercado de trabajo» que incluía diez dimensiones: disponibilidad de mano de obra; salud; educación y formación; utilización de nuevas tecnologías; flexibilidad del tiempo de trabajo; relaciones laborales; flexibilidad de costes salariales; fiscalidad; flexibilidad contractual; y movilidad<sup>42</sup>.

Además, estuve encargado de dirigir dos investigaciones académicas que perseguían la construcción de un indicador sintético de adaptabilidad del mercado de

38. HALL, Peter A. y THELEN, Katheleen: «Institutional change in varieties of capitalism», *Socio-Economic Review*, 7, 2009, p. 26.

39. HALL, Peter A. y SOSKICE, David: «An Introduction to Varieties of Capitalism». En: HALL, Peter A. y SOSKICE, David (eds.): *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2004, p. 21.

40. HALL, Peter A. y GINGERICH, Daniel W.: «Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis», *British Journal of Political Science*, 39 (3), 2009, p. 453.

41. *Ibidem*, 37.

42. SANCHIS, Manuel: «Perturbaciones macroeconómicas, políticas de ajuste y adaptabilidad del mercado de trabajo», *Información Comercial Española*, 784, 2000, pp. 123-134.

trabajo que permitiese su medición para los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón. En ambos estudios el ranking de adaptabilidad de los países de la UE no coincidía exactamente debido a que las dimensiones de adaptabilidad que se habían tomado en cuenta en cada estudio no eran exactamente las mismas. A pesar de ello, de la clasificación por países que resultó de estas investigaciones, sí que se podía concluir que, a finales de los años 1990, los mercados de trabajo más *adaptables* eran los escandinavos (Dinamarca, Suecia y Finlandia), seguidos por los países continentales (Alemania, Países Bajos, Francia, Austria) y los anglosajones (Reino Unido, Irlanda). Mientras que los países del sur (España, Portugal, Italia y Grecia) ocupábamos la parte más baja de la escala<sup>43</sup>. Salvando el caso de los países mediterráneos y los más dudosos de Francia, Bélgica o Austria, esta clasificación se corresponde *grosso modo* con la que establece la literatura económica<sup>44</sup> que aborda los efectos que tienen sobre el empleo los tres tipos representativos de Estados del bienestar, es decir, los regímenes socialista (Suecia), conservador (Alemania) y liberal (EE. UU., en nuestro caso Reino Unido).

Además, las diferencias en los sistemas de negociación salarial (centralizados o descentralizados) han determinado el tipo de estrategia que las empresas han establecido para mejorar la competitividad de sus productos en el mercado. De acuerdo con algunos estudios,

las economías que adoptaron una estrategia de productos de alto valor añadido y mano de obra altamente cualificada durante los años 90, son aquellas con un sistema de negociación salarial centralmente coordinado y caracterizado por sindicatos «fuertes». Los sistemas descentralizados, que se encuentran presumiblemente más cercanos al tipo flexible de lo que aconsejan la OCDE y la agenda de Lisboa, parecen tener el efecto contrario: reducen la presión de las empresas para mejorar la productividad<sup>45</sup>.

Durante los años 1996-2008, los grandes retos siguieron siendo la ausencia de competitividad y de reformas estructurales, sobre todo, en el mercado de trabajo. Sobre estas últimas cabe señalar la ausencia de determinación política para llevarlas adelante, a pesar de que la coexistencia de elevadas tasas de paro en España en momentos de fuerte expansión económica constituía un síntoma inequívoco de que el mercado de trabajo era disfuncional. Las reformas y contrarreformas que se aplicaron desde 1984, hasta la más reciente de 2012, fueron tan numerosas (1984, 1989, 1992, 1994, 1997, 1998, 2001, 2002, 2006, 2010, 2012) como ineficaces.

43. JORDÁN, José María y SANCHIS, Manuel: «Política social y estrategia europea para el empleo». En: JORDÁN, José María (ed.): *La Economía de la Unión Europea*. Cizur Menor: Thomson-Civitas, 2005<sup>5</sup>, pp. 295-296.

44. ESPING-ANDERSEN, Gøsta: *The Three Worlds of Welfare Capitalism*. Polity Press: Blackwell, 1990, pp. 144-161.

45. HANCKÉ, Bob y HERRMANN, Andrea Monika: «Wage Bargaining and Comparative Advantage in EMU». En: HANCKÉ, Bob; RHODES, Martin y THATCHER, Mark: *Beyond Varieties of Capitalism. Conflict, Contradictions, and Complementarities in the European Economy*. Oxford: Oxford University Press, 2007, p. 143.

En general, aumentaron la flexibilidad de los contratos de trabajo y, en ocasiones, mejoraron algunas prestaciones sociales. Sin embargo, descuidaron aspectos clave de las políticas activas del mercado de trabajo y, en particular, todo lo referente a la formación profesional<sup>46</sup>. A todo ello cabe añadir el desinterés por aspectos clave como la movilidad laboral y, en la reforma más reciente de 2012, la conciliación entre vida laboral y familiar.

A pesar de ello, o precisamente porque no se afrontaron dichas reformas estructurales, el modelo de crecimiento español entró en crisis tanto por la mala gestión macroeconómica como por un modelo productivo muy sesgado hacia los sectores del turismo y la construcción, así como por un sector manufacturero que se orientó hacia actividades con poco futuro. De los años 1998 a 2002, el porcentaje sobre el total del valor añadido bruto de las industrias manufactureras avanzadas disminuyó en España del 7,7% al 7,0%, mientras que en la UE, por el contrario, aumentó del 10,8% al 14%. De modo que mientras en la UE aumentaba el peso de las manufacturas de demanda fuerte y alto contenido tecnológico en España se redujo<sup>47</sup>. Esta tendencia ha empeorado en los años más recientes: de 7,4% en 1995 a 5,8% en 2009. Sobre todo porque las actividades informáticas y electrónicas, base de las nuevas tecnologías, son las que más han perdido<sup>48</sup>.

En cuanto a la competitividad, durante el periodo 1999-2007, el crecimiento de los costes laborales fue muy superior al de la productividad, que se situó en torno a cero o en tasas negativas, lo que amplió el diferencial de costes laborales unitarios con respecto a nuestros principales competidores de la eurozona. En aquellos años, que

el capital estuviese fluyendo desde los países de renta elevada, como Alemania, a los de renta baja como España, Portugal, y Grecia podía estar justificado como algo bueno. Países de renta baja con capacidad para crecer con vigor tenían el mayor margen para poner más capital a trabajar. Y con el advenimiento del euro, se presumía que las economías antiguamente retrasadas ahora poseían esta capacidad en abundancia<sup>49</sup>.

De modo que, a principios de siglo, el exceso de liquidez que el BCE procuró a la eurozona, y a España en particular, para aliviar los problemas de Alemania y Francia, junto con el carácter procíclico de nuestra política fiscal y la ausencia de una política salarial que se ajustase al escaso o nulo crecimiento de la productividad, abocó a la economía española a una recesión en 2008, como pronostiqué en

46. ROYUELA, Vicente y SANCHIS, Manuel: «La flexiguridad como atributo clave de un mercado de trabajo adaptable», *Papeles de Economía Española*, 124, 2010, p. 113.

47. MYRO, Rafael y GANDOY, Rosario: «Sector Industrial». En: GARCÍA DELGADO, José Luis y MYRO, Rafael (dirs.): *Lecciones de economía española*. Cizur Menor: Thomson-Civitas, 2005<sup>7</sup>, p. 224.

48. MYRO, Rafael y GANDOY, Rosario: «Sector Industrial». En: GARCÍA DELGADO, José Luis y MYRO, Rafael (dirs.): *Lecciones de economía española*. Cizur Menor: Thomson-Civitas, 2011<sup>10</sup>, p. 149.

49. EICHENGREEN, Barry: *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses —and Misuses— of History*. Oxford: Oxford University Press, 2015, p. 95.

2007<sup>50</sup>. Sin embargo, a la vista de que una depreciación del tipo de cambio real mediante una devaluación clásica era imposible dentro del euro<sup>51</sup>, lo que necesitaba con urgencia la economía española era, tal y como recomendé en 2008<sup>52</sup>, una devaluación interna descompuesta en otras dos: devaluación de costes laborales unitarios y devaluación fiscal.

La situación del periodo 1999-2007 ya la habíamos vivido de un modo similar durante el periodo 1986-1992. Entonces aprendimos que la regla de oro del MTC consistía en que el ajuste empezaba «en casa», no en las devaluaciones o revaluaciones de las monedas nacionales. Debido a consideraciones políticas, sin embargo, hicimos oídos sordos a estas lecciones. ¿Qué ocurrió cuando la política violó las reglas de la economía en una zona de moneda única? Que las alegrías del pasado se saldaron con la dura moneda cotidiana de los recortes al Estado de Bienestar que España fue construyendo desde la transición.

¿Qué tipo de propuestas cabría esperar para que, dentro de la unión monetaria, España y otros países europeos en situación parecida podamos tener la esperanza de reparar los daños sobre nuestro Estado social de derecho? La sensación de impotencia es grande, pero no menor que la que, desde los servicios de la Comisión, sentíamos durante el periodo 1986-1992. En aquellos años, no obstante, confiábamos siempre en la capacidad de los mercados de divisas y financieros para poner coto a unas políticas macroeconómicas claramente insostenibles a medio plazo. Las discusiones sobre las recetas a aplicar a las economías europeas eran a veces muy enconadas. Desde luego, nada transcendía al gran público. Todo quedaba envuelto en el ropaje diplomático de los documentos oficiales que sólo los expertos sabían leer entre líneas.

Algo parecido ocurría también con el proyecto de moneda común. En los corrillos que se formaban en los pasillos del *Berlaymont*, y en nuestros despachos, expresábamos serias dudas sobre la viabilidad de la moneda única a la vista del modo en el que se estaba gestando. La presión política llegaba del más alto nivel. Algunos economistas en mi Unidad considerábamos que, sin integración económica, el proyecto de moneda común era suicida: una receta diseñada a propósito para la catástrofe. No constituía un *gesundes Denken* económico, es decir, una forma sana de pensar la economía, porque la moneda única exigía y sigue exigiendo: mercados de trabajo flexibles que absorban shocks asimétricos, y cuya regla de oro sea que los salarios crezcan en línea con la productividad<sup>53</sup>; una ampliación del presupuesto comunitario que garantice las transferencias de capital que necesitan

50. SANCHIS, Manuel: «¿Mínirrecesión en primavera?», *El País*, 12 de noviembre de 2007.

51. SANCHIS, Manuel: *The Economics of the Monetary Union and the Eurozone Crisis*. Heidelberg: Springer, 2013, 109 pp. Véase, también, *inter alia*, SINN, Hans-Werner: *The Euro Trap. On bursting bubbles, budgets, and beliefs*. Oxford: Oxford University Press, 2014, pp. 112-122.

52. SANCHIS, Manuel: «Economía de vuelo sin motor», *El País*, 19 de octubre de 2008.

53. Véase, *inter alia*, PICHELMANN, Karl: «Wage developments in the early years of EMU». En: FAGAN, Gabriel; MOGNELLI, FRANCESCO PAOLO y MORGAN, Julian: *Institutions and Wage Formation in the New Europe*. Cheltenham: Edward Elgar, 2003, pp. 98-111; DUQUE, Juan Carlos; RAMOS, Raúl y SURIÑACH,

los territorios de la Unión con condiciones de producción adversas para permitirles competir en igualdad de condiciones; y políticas que proporcionen una mayor cohesión territorial y social en la eurozona.

En mi opinión, esta sencilla receta, completada con elementos de mejora sustancial en el buen gobierno, y con otras mejoras institucionales que refuercen la unión bancaria, sigue siendo válida en la actualidad. De hecho, estas propuestas son cualquier cosa menos nuevas, pues han sido retomadas en cierto sentido en el último (?) o, más bien, el más reciente informe sobre la Unión Económica y Monetaria, el llamado «Informe de los cinco presidentes»<sup>54</sup>, a los que se añadió después el presidente del Parlamento Europeo.

Hubo fuertes resistencias sociales para adaptarse al nuevo entorno institucional y faltó coraje político para aplicar las reformas que reclamaba la economía española. De mi periodo de trabajo en la Comisión Europea, siempre al servicio de Europa, me queda sin embargo la conciencia tranquila de haber asumido plenamente la responsabilidad de proporcionar a los servicios de la Comisión mi opinión profesional sobre aquellos asuntos que se me habían confiado. En todo momento tuve clara conciencia del mandato que animaba mi actividad profesional y que se circunscribía a la defensa del interés del ciudadano europeo. Que este mandato fuese o no coincidente con los intereses de la jerarquía de la institución era harina de otro costal. Me consolé pensando que cuanto más sabe uno de un asunto, mayor es la responsabilidad que contrae.

---

Jordi: «Wages and productivity: the role of labour market institutions in OECD countries», *Empirica*, 3, 2006, pp. 231-243.

54. JUNCKER, Jean-Claude *et al.*: *Completing Europe's Economic and Monetary Union*. European Commission, 22 de junio de 2015, 23 pp.