

Manuel Sanchis i Marco*

DE LAS MONEDAS NACIONALES AL SISTEMA MONETARIO EUROPEO: LA APORTACIÓN DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN

Desde mediados de los años ochenta hasta principios de los noventa, la Comisión Europea vivió uno de sus períodos de mayor esplendor en términos de propuestas concretas y de avances en el proceso de construcción europea, principalmente en el ámbito de las relaciones monetarias y financieras. Fueron también los años de preparación de la entrada de la peseta y el escudo en el Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo. En este artículo se revisa esta etapa desde la perspectiva de los servicios de la Comisión.

Palabras clave: integración europea, integración monetaria, SME.

Clasificación JEL: E42, F02.

1. Introducción

Desde mediados de los años ochenta hasta principios de los noventa los funcionarios de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, entonces llamada DG II, desempeñaron un papel relevante en la preparación de la entrada de la peseta y el escudo en el Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC) del Sistema Monetario Europeo (SME). Estos servicios, además de diagnosticar las circunstancias económicas en las que España y Portugal decidieron participar, realizaron también las propuestas concretas de política macroe-

conómica (fiscal, de rentas, monetaria, cambiaria, etcétera) que consideraron más adecuadas para resolver los dilemas que planteaba la entrada de dichas monedas en el SME. Este artículo rememora dichas circunstancias al tiempo que pasa revista al papel que desempeñaron tales funcionarios, entre quienes se encontraba el autor. En el caso de España, la decisión del Gobierno español de hacer participar a la peseta en el MTC del SME, tomada en un contexto de repunte inflacionista, tuvo una clara intencionalidad política. Además, al ir acompañada de la completa liberalización de los movimientos de capitales en julio de 1990, limitó de forma severa la eficacia de la política monetaria española. En el caso portugués, la flotación del escudo previa a su entrada en el MTC del SME demostró ser el bálsamo que necesitaba su economía para absorber el exceso de liquidez primaria.

* Profesor Titular de Economía Aplicada. Universidad de Valencia. Las opiniones expresadas en este artículo son estrictamente personales y en ningún caso pueden entenderse como oficiales de la Comisión Europea.

2. La posición de España ante el SME a partir de la adhesión a la CEE

Durante los años anteriores a la entrada de España en las Comunidades Europeas, el SME tuvo dos fases bien diferenciadas. La primera (1979-1983) fue una fase de aprendizaje dominada por fuertes tasas de inflación, elevados déficit públicos, políticas laxas y devaluaciones. A partir de 1983, sin embargo, las políticas de los países que formaban parte del MTC del SME se orientaron hacia la estabilidad cambiaria y, en general, macroeconómica. Se aplicaron políticas de ajuste estructural por el lado de la oferta y políticas más restrictivas por el lado de la demanda. En esta segunda etapa cristalizó una suerte de consenso doctrinal en torno a algunas cuestiones económicas básicas tales como el método de financiación monetaria de los déficit públicos, la conveniencia de evitar los topes al crédito interno como método de instrumentación de la política monetaria, etcétera. Estas cuestiones quedaron luego reflejadas en gran parte en el Tratado de Maastricht sobre la Unión Económica y Monetaria.

España, que había estado ausente en la gestación y posterior desarrollo del proyecto europeo de cooperación monetaria, mantuvo una actitud muy discreta durante las negociaciones de adhesión con respecto a una eventual entrada de la peseta en el MTC del SME, tanto por parte del Ministerio de Economía como del Banco de España. El Ministerio de Economía no era proclive a una pronta participación de la peseta en el MTC del SME. Permanecer fuera del sistema facilitaría los ajustes en el tipo de cambio real que se iban a derivar del impacto económico de nuestra entrada en la CEE. Aunque se consideraba que era necesario preservar este margen de maniobra, ya en aquel momento las autoridades españolas anunciaron que España seguiría probablemente una política «cercana al SME» cuando se integrase en la CEE.

A partir de la adhesión en 1986 se multiplicaron las declaraciones. El Ministerio de Economía mantuvo una actitud de prudencia y arguyó que había que esperar dos o tres años más. El Banco de España así como la CEOE se manifestaron a favor de una entrada en el

MTC del SME en un espacio de tiempo más breve. No será, sin embargo, hasta finales de 1986 cuando el Presidente Felipe González se pronuncie, por primera vez y total claridad, a favor de una «entrada rápida, o incluso muy rápida, en el SME»¹. Este deseo fue recordado de nuevo por el Gobernador del Banco de España, Mariano Rubio, en su discurso ante el Parlamento Europeo en mayo de 1987². Además de subrayar los requisitos económicos y monetarios necesarios para participar con éxito en el MTC del SME, el Gobernador reiteró que la fecha de 1989 era la más apropiada para la integración; al mismo tiempo, subrayó que no existía una fecha oficial de ingreso. Fue una novedad, sin embargo, que condicionase la entrada en el MTC «a que se le concediesen a España las condiciones más favorables permitidas a cualquier otro país miembro en cuanto a márgenes de fluctuación»³. Se apostaba, sin nombrarlo, por seguir el patrón italiano, siempre considerado por la CEE como una situación transitoria.

Habrà que esperar hasta julio de 1988 para contar con detalles más precisos sobre los márgenes de fluctuación que se barajaban desde la posición española. En los cursos de verano de la Universidad Complutense de Madrid de aquel verano, el subgobernador del Banco de España, L. A. Rojo, se pronunció a favor de los márgenes más amplios permitidos por el sistema, y no excluyó la entrada de la peseta en el SME si prosperaba la petición italiana de ampliar las bandas del 2,25 al 3,5 por 100 para todos los países participantes⁴.

3. La perspectiva de la DG II

Desde la adhesión de España a las Comunidades Europeas en 1986, los servicios de la Comisión Europea

¹ *Le Point* (1986).

² RUBIO, M. (1987).

³ *Ibidem*, página 4.

⁴ Para una información más detallada sobre las posiciones mantenidas por las autoridades económicas, los agentes sociales y los expertos económicos véase SANCHIS, M. (1989¹).

competentes en cuestiones monetarias —la actual DG ECFIN, antigua DG II— nunca barajaron fechas ni márgenes ya que se trataba de una decisión estrictamente española, pero siempre fueron favorables a la entrada de la peseta en el MTC del SME. Ello fue así a pesar del sesgo deflacionista del MTC que economistas europeos y europeístas del calibre de Robert Triffin, entre otros, no se cansaban en denunciar. Por aquellas fechas había un debate abierto entre aquellos economistas favorables al MTC del SME, y los que lo criticaban por propiciar un crecimiento lento de las economías que participaban en él. Los países del MTC habían estado creciendo por debajo de su producto potencial y en el período de recuperación mundial que empezó en 1983 lo hacían por debajo de las economías que no formaban parte del mismo. Sin embargo, era difícil precisar en qué medida ello era debido al corsé monetario que imponía el MTC del SME o a otras causas.

El ambiente que se respiraba en la DG II era muy favorable a la entrada de la peseta en el MTC del SME. Pensábamos que si bien los impulsos económicos que transmitía Alemania eran débiles, el Bundesbank también «exportaba» estabilidad monetaria y ello significaba ganancias en términos de una mayor credibilidad para las políticas desinflacionistas. Por este motivo opinábamos que ello permitiría tanto a España como a Portugal moderar las expectativas inflacionistas y la evolución de los costes internos y, en definitiva, reducir la llamada *ratio de sacrificio*. Ello les permitiría aplicar políticas económicas rigurosas pero con una menor pérdida de producto y puestos de trabajo ya que las ganancias en credibilidad permitirían la reducción de los tipos de interés a corto y largo plazo y facilitarían, de este modo, la financiación a más largo plazo del déficit público y aliviarían el peso del servicio de la deuda. Todo ello se traslucía en las discusiones internas que manteníamos así como en los documentos de análisis económico que realizamos en aquellos años.

Quizá valga la pena recordar al lector que la DG II no era una Dirección General de naturaleza operativa, sino de corte conceptual y analítico. La Comisión Europea, a

través de la DG II, ejercía una influencia moral sobre las políticas económicas de los Estados miembros mediante la elaboración de documentos de carácter interno, que la dirección de Asuntos Monetarios enviaba al entonces llamado Comité Monetario para su discusión. Éste era entonces el único comité instituido de forma explícita por el Tratado de Roma (artículo 105). Ello le confería un *status* superior a cualquier otro y le otorgaba un poder excepcional. En aquel momento estaba compuesto por los directores generales del Tesoro y los subgobernadores de los Bancos Centrales de los 12 Estados miembros. El flujo de documentos que la DG II enviaba al Comité Monetario versaba sobre cuestiones económicas, financieras, de capitales, monetarias y cambiarias. Una parte sustancial de éste trabajo recaía en la unidad de Políticas Monetarias Nacionales y Comunitaria, que era la responsable de elaborar, entre otros, los documentos sobre la situación económica y monetaria en los distintos Estados miembros. En dicha unidad, los documentos sufrían un proceso de elaboración laborioso y detallado y, posteriormente, eran enviados para su ulterior discusión y aprobación por los superiores jerárquicos.

Una vez que el primer borrador era aprobado por el director general, se transmitía a las autoridades económicas —Ministerio de Economía y Banco Central— del país objeto de examen. Posteriormente, los funcionarios de la dirección de Asuntos Monetarios, con su director a la cabeza, realizaban una misión al país que era examinado donde se discutían de nuevo estos informes con las autoridades nacionales antes de enviarlos al Comité Monetario. Al principio, estos documentos eran anónimos y confidenciales y permanecían en la órbita reservada del Comité aunque, algunas veces, la prensa se hacía eco de ellos⁵. A partir de 1990, sin embargo, se hicieron públicos y se decidió que figurasen los nombres de sus autores.

⁵ Así ocurrió, por ejemplo, en el caso del «Estudio de País» para España del año 1988 al que contribuí.

Los funcionarios de la DG II estábamos encargados de emitir nuestra opinión —siempre independiente y siempre 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 ello 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.

Los españoles llegamos a esta Dirección General con cuentagotas, y a finales de 1986 éramos apenas tres. Creo que mis compañeros españoles de aquellos años coincidirán conmigo si menciono que fuimos bien recibidos en la DG II aunque, eso sí, con una pizca de curiosidad. Como era lógico, nuestra superioridad quería informarse convenientemente de quiénes éramos los que desembarcábamos en la aventura europea. En mi caso concreto, mi entonces jefe de unidad, Robert Verrue, me indicó en una ocasión: «en el Banco de España saben muy bien quién es usted». Nunca tuve la impresión de ser percibido por mis compañeros no españoles o por mis superiores jerárquicos en la DG II como un funcionario extraño a la institución o deudor de lealtades distintas a las de servir fielmente al proyecto europeo.

4. Dificultades de control monetario antes de entrar en el SME

En los años anteriores a la entrada de la peseta en el MTC del SME, la instrumentación de la política monetaria española tuvo que hacer frente a serias dificultades de control debido a factores de orden financiero y macroeconómico. A ello había que añadir la financiación monetaria de los déficit públicos y las restricciones que imponía la política de tipo de cambio que

estaba basada en el *shadowing*⁶ del MTC. En efecto, ya desde 1986, los márgenes de maniobra de la política monetaria se habían reducido sensiblemente como consecuencia de una política de tipo de cambio combinada con una incipiente liberalización de los movimientos de capital. Durante el período 1986-1987, las autoridades monetarias españolas siguieron de cerca la evolución de la peseta con respecto al marco alemán y de febrero de 1988 a junio de 1989 el Banco de España practicó una política de *shadowing* del MTC interviniendo en los mercados de cambios según la lógica interna del SME.

Todo ello limitaba severamente la eficiencia de la política monetaria e hizo que los objetivos de control de la oferta monetaria fuesen repetidamente incumplidos desde 1987. Las innovaciones financieras y la integración de los mercados financieros, por una parte, y los cambios en el comportamiento financiero tanto del público como de los bancos acabaron por afectar a la política de control monetario.

A la vista de aquel entorno financiero incierto y cambiante, el Banco de España empezó a abandonar poco a poco el planteamiento tradicional de control monetario —basado hasta entonces en el control indirecto de los agregados monetarios a dos niveles y en un comportamiento normativo para las intervenciones en los mercados de dinero y de cambios— y recurrió cada vez más a la discrecionalidad, la flexibilidad y al buen juicio a la hora de poner en práctica su política monetaria, elementos éstos subrayados en distintas ocasiones en los análisis de los servicios de la DG II.

Un primer elemento de incertidumbre surgió de la menor capacidad de los agregados monetarios amplios (ALP) para informar sobre la evolución del gasto nomi-

⁶ Esta estrategia se propone en SANCHIS, M. (1988). Este libro está basado en la tesis doctoral del autor que fue elaborada con la inestimable ayuda estadística del Banco de España. A ella tuvieron acceso directo, una vez terminada, funcionarios del Servicio de Estudios del Banco de España. Otros países europeos como, por ejemplo, el Reino Unido o Finlandia, también realizaron el *shadowing* del SME.

nal. Los economistas de la DG II⁷ habíamos realizado varias estimaciones de la estabilidad de la demanda de dinero para definiciones estrechas (M2) y amplias (ALP) del dinero en las que se concluía que, con todas las precauciones que exigían los cambios estructurales derivados del proceso europeo de integración monetaria, el agregado amplio ALP continuaba siendo un objetivo intermedio fiable de la política monetaria española, puesto que su función de demanda no mostraba signos de inestabilidad durante el período 1981-1987. Sin embargo, se señalaba que esta conclusión podía no continuar siendo válida dado que la incipiente inestabilidad que había emergido durante los últimos años podría aumentar en el futuro.

En efecto, a partir de 1987 fue cada vez más difícil discernir si el desbordamiento de los ALP era debido a una evolución indeseada del gasto nominal —y, por lo tanto, debía corregirse— o si, por el contrario, era la resultante de cambios en los rendimientos relativos de los activos contenidos en la definición de los ALP —y, por lo tanto, debía acomodarse—. Además, la evolución de los ALP estaba cada vez más influida por las innovaciones en los mercados financieros. Por un lado, la parte de los ALP compuesta por activos no-monetarios, muy líquidos y rentables, aumentaba; y, por otro lado, la distinción entre medios de pago y activos mantenidos por motivos de inversión financiera estaba cada vez más desdibujada debido a la innovación financiera y al grado cada vez mayor de sustituibilidad entre un gran número de activos financieros.

En segundo lugar, los controles de crédito que, como luego veremos, se introdujeron en febrero de 1989 dieron lugar a un fuerte proceso de desintermediación y las empresas emitieron un enorme volumen de papel comercial. Ello obligó al Banco de España a estar más atento a la evolución de un agregado aún más amplio (ALP2) que incluía dicho papel comercial.

En tercer lugar, la estabilidad de la relación entre el objetivo intermedio (ALP) y la variable instrumental (liquidez bancaria) también se debilitó. Los cambios frecuentes en la cartera del público —que se ajustaban a los cambios en el rendimiento y la fiscalidad de ciertos activos— por una parte y, por otra, la mayor capacidad de los operadores bancarios para transformar pasivos que estaban sujetos al coeficiente mínimo de reservas en otros pasivos excluidos de dicho coeficiente, dieron como resultado una creciente inestabilidad del multiplicador monetario.

Por último, también la propia definición del agregado monetario (ALP) planteaba problemas (en el caso de que explicase la demanda de transacciones) ya que incluía activos del mercado monetario, tales como bonos del Tesoro a corto plazo que, en principio, no podían estar en manos de los no residentes. Sin embargo, como la liberalización financiera seguía avanzando a buen ritmo existía la sospecha de que los no residentes estaban invirtiendo en tales activos y, por tanto, distorsionando la evolución de los ALP.

5. Situación económica antes de entrar en el SME

En el momento del ingreso de España en la CEE, la economía española experimentaba una fuerte recuperación caracterizada por un gran dinamismo de la inversión y espoleada, por un lado, por la reducción del precio de las materias primas en los mercados internacionales —y, en particular, del petróleo en 1985-1986—, y por otro, por la mejora de las expectativas económicas que había propiciado nuestra adhesión. Esta expansión económica se tradujo en un deterioro sustancial de la balanza comercial y en un fuerte repunte de los precios. En 1988 las autoridades económicas españolas revisaron al alza la previsión de inflación del 3 al 5 por 100 al mismo tiempo que anunciaban un objetivo de inflación del 3 por 100 para 1989. Desde los servicios de la DG II se opinaba que si bien el objetivo de precios para 1989 era coherente con la participación de la peseta anunciada para 1989, la revisión al alza de la previsión para 1988 sembraba un mar de dudas sobre su viabilidad.

⁷ SANCHIS, M.; BEKX, P. (1994).

La desaceleración de precios se había invertido a partir de mayo de 1988. A finales de octubre de 1988 Jürgen Kröger y el autor presentamos una ponencia en la que se utilizaban por primera vez en España las curvas de rendimientos como instrumento de análisis monetario y advertíamos que un desbordamiento de precios en los primeros meses de 1989 conduciría a tipos de interés a largo plazo más elevados, lo cual afectaría al nivel de actividad y a la credibilidad de la política monetaria, y comprometería una posible entrada de la peseta en el SME⁸. Para la mayoría de los economistas, pero también para los funcionarios de la DG II, era evidente que la economía española empezaba a mostrar signos de recalentamiento. De hecho la tasa de inflación interanual pasó del 3,9 por 100 en abril al 7,4 por 100 en julio de 1989. Además, cuando mirábamos la evolución de los convenios negociados, éstos apuntaban a un crecimiento salarial cercano al 7 por 100 en 1989.

En enero de 1989 los precios registraron un salto brusco del 1 por 100 a la vez que se producía la ruptura de la política de concertación social con los sindicatos. Estos hechos, entre otros, influyeron decisivamente en el abandono del objetivo de inflación del 3 por 100 para 1989. Las autoridades anunciaron la inexistencia de un nuevo objetivo para ese año y adoptaron otro no cuantificado y más ambiguo que consistía en la no-ampliación del diferencial de precios con la CEE.

Este episodio lo vivimos con cierta preocupación ya que esta estrategia encerraba graves peligros al haber perdido las autoridades toda credibilidad en materia de inflación. Opinábamos que al carecer la política monetaria de un objetivo final oficial —expresado en términos de crecimiento del gasto nominal— el *stock* de dinero (ALP) se había convertido *de facto* en el objetivo final de dicha política. De este modo, los ALPs pasaban de ser la variable intermedia de la política monetaria a constituirse en el objetivo final justo en un momento en el que, como hemos visto antes, había aumentado su volatili-

dad y sus variaciones eran cada vez más difíciles de interpretar. Por otra parte, los funcionarios de la DG II pensábamos que el abandono del objetivo de inflación podría inducir a los sindicatos a defender cláusulas de revisión salarial con mayor fuerza que nunca, ya fuese fijando los acuerdos salariales en función de las previsiones de inflación de los mismos sindicatos o de los organismos internacionales, ya fuese negociando los futuros convenios colectivos en función de cifras de inflación pasada. Esto último habría supuesto el abandono de uno de los mayores logros de la política de acuerdos políticos y sociales inaugurada con los *Pactos de la Moncloa* en octubre de 1977.

Es cierto que la política monetaria —el mejor instrumento disponible para luchar contra la inflación— veía dificultada su labor por la ausencia de una política salarial y de rentas para 1989 así como por el carácter procíclico de la política fiscal. Pero el análisis que realizábamos los servicios de la DG II en aquel momento subrayaba que una política monetaria eficaz exigía además mejorar, en primer lugar, el método de financiación de los déficit públicos y, en particular, crear una estructura de deuda pública con vencimientos a más largo plazo y precios más acordes con los de mercado; en segundo lugar, terminar con el acceso directo del Tesoro al Banco de España; y, por último, suprimir los coeficientes obligatorios. El Ministerio de Economía era reacio a endurecer la política fiscal y refractario al pacto salarial, punto este último en el que coincidía en parte con la jerarquía del Banco de España, la cual opinaba que podía resultar excesivamente gravoso en términos presupuestarios. En el terreno financiero, el Banco de España suprimió los coeficientes obligatorios de inversión de la banca sustituyéndolos por certificados de depósito posteriormente amortizables, mientras que el Tesoro intentó, en la medida de lo posible, reducir la financiación monetaria del déficit, alargar el período medio de vencimiento de la deuda pública y ofrecerla a precios de mercado.

La combinación de políticas y el método de financiación de los déficit públicos sobrecargó a la política monetaria y restringió de forma severa su eficiencia, hecho

⁸ Véase KRÖGER, J. y SANCHIS, M. (1989).

éste que los funcionarios de la DG II no nos cansáramos de advertir. Además, la gran confianza exterior de la que disfrutaba la peseta —que se tradujo en un aumento de 1.800 millones de reservas en dólares en enero de 1989—, confrontó a las autoridades españolas con el siguiente dilema: i) dejar que se apreciase la peseta a expensas de un deterioro ulterior de las cuentas exteriores cuando el déficit comercial era ya muy amplio; o ii) reducir los tipos de interés a corto plazo, alimentando la expansión de la demanda interna, lo cual contribuiría al recalentamiento de la economía.

Durante 1989, el tenor restrictivo de la política monetaria indujo fuertes movimientos de capital a corto que se beneficiaban de los diferenciales favorables de tipo de interés en un contexto de expectativas de estabilidad e incluso de apreciación de la peseta. Por otra parte, también tuvo lugar una sustitución de crédito interno por crédito exterior para hacer frente a un crecimiento mayor de lo esperado de la demanda crediticia del sector privado (15,5 por 100 en 1988 contra un objetivo del 11 por 100). Como consecuencia de lo anterior, el crecimiento de los activos líquidos en manos del público (ALP) se acercó al límite superior de la horquilla objetivo anunciada para 1989 (6,5-9,5 por 100). Para hacer frente a esa situación, las autoridades monetarias aplicaron en febrero de 1989 una serie de medidas restrictivas de política monetaria e introdujeron otras adicionales con el objetivo de desalentar las entradas de capital⁹.

⁹ El 1 de febrero, se aumentó el coeficiente de reservas obligatorias del 16,5 por 100 al 18 por 100. Esta subida sólo afectó a la parte no remunerada del coeficiente, que pasó del 5 por 100 al 6,5 por 100. Por otro lado, se aumentó el tipo de intervención en un punto porcentual hasta el 13,4 por 100. Para desalentar las entradas de capital se requirió a los bancos que realizasen depósitos especiales y no remunerados en el Banco de España equivalentes al 20 por 100 del aumento registrado en sus posiciones monetarias cortas sobre las cantidades de tales posiciones existentes a fecha del 31 de enero de 1989. Además, se estableció un depósito obligatorio y no remunerado en el Banco de España equivalente al 30 por 100 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 para los ingresos de créditos y préstamos (en moneda

La Comisión Europea seguía muy de cerca la evolución monetaria de los Estados miembros y a principios de febrero de 1989 solicitó a los servicios de la DG II un análisis sobre la compatibilidad de las restricciones impuestas por España con la normativa vigente en materia de movimientos de capital. Mientras que los créditos financieros eran compatibles con la directiva que se encontraba en vigor en aquel momento¹⁰, las medidas relativas a la refinanciación de las demandas sobre los importadores de los no residentes no estaban contempladas por la Directiva sobre movimientos de capital; sin embargo, no quedaba claro que fuesen completamente consistentes con el artículo 34.1 del Tratado, el cual prohibía las restricciones cuantitativas sobre las exportaciones y todas las medidas de efecto equivalente.

Unos meses después, la entrada de la peseta en el MTC del SME en junio de 1989 cortó las expectativas de apreciación y, con ellas, hizo posible la reversión de los controles de capital e innecesaria la intervención de la Comisión Europea en este asunto.

6. El regalo de la Presidencia española: la peseta entra en el SME

Este contexto inflacionista y las dificultades en el control de monetario coincidieron con el arranque en enero de 1989 de la primera presidencia española del Consejo. El Gobierno de Felipe González quería una presidencia ejemplar y preparó con gran sigilo un regalo que consistió en la entrada de la peseta en el MTC del SME el 16 de junio de 1989, apenas dos semanas antes de la Cumbre de Madrid de 1989 que cerraba el turno de presidencia.

extranjera y pesetas convertibles) concedidos por los intermediarios financieros residentes a exportadores residentes para financiar sus demandas comerciales sobre los importadores no residentes hasta el pago final. Sin embargo, el exportador español podía obtener créditos de un no residente para los mismos fines.

¹⁰ Primera directiva del Consejo de 11 de mayo de 1960, corregida por la Directiva del Consejo 63/21/CEE del 18 de diciembre de 1962 y por la Directiva del Consejo 86/566/CEE de 17 de noviembre de 1986.

Los periódicos de aquella época señalaron que eran sólo diez las personas que estaban al corriente de dicha operación. Aparte del presidente del Gobierno, su ministro de Economía, Carlos Solchaga, el Gobernador del Banco de España, Mariano Rubio, el Subgobernador Ángel Rojo, y el Director General del Tesoro, había sólo unos poquísimos altos funcionarios del Tesoro y del Banco de España. Probablemente estos periódicos desconocían que en la Comisión Europea eran al menos otras tantas las personas al corriente de tan delicada operación.

El jueves 15 de junio al mediodía mi jefe de unidad, Hervé Carré, me comunicó la decisión del Gobierno español. Al mismo tiempo, subrayó la necesidad de no hacer el más mínimo comentario y de mantener una total y absoluta discreción sobre este asunto con el fin de no estropear una operación cuidadosamente concebida. Y así fue. Hervé Carré me pidió que preparase un nota interna dirigida al director general, Antonio María Costa, que le sirviese de base para su intervención oral en la reunión que el Comité Monetario tenía previsto realizar, después de que Carlos Solchaga anunciase de forma inesperada la decisión del Gobierno en el telediario de la noche del viernes 16 de junio.

La peseta pasó a participar en el MTC del SME y lo hizo a un tipo de cambio central de 65 pesetas/DM.

Este tipo se consideró excesivamente elevado ya que hasta marzo de ese mismo año, la peseta se había estado apreciando fuertemente con respecto a las principales monedas. Esta apreciación abarató las importaciones y permitió durante un tiempo la renovación del aparato productivo a bajo coste. Sin embargo, fue superior a los débiles aumentos de costes salariales y, de este modo, erosionó la competitividad exterior española. No obstante la apreciación de la peseta, el propio ministro Solchaga consiguió rebajar las presiones alcistas que sufría mediante anuncios públicos orientados a tal fin en los meses inmediatamente anteriores a la entrada.

El momento escogido para la entrada de la peseta en el SME tuvo una clara intencionalidad política y era coherente con la orientación pro europea de las autori-

dades españolas. Además, éstas confiaban en que la entrada en el SME, así como la puesta en marcha de nuevas medidas fiscales, contribuirían a detener e invertir el deterioro del clima económico y que la autodisciplina del MTC garantizaría la recuperación de la credibilidad de las políticas económicas, todo lo cual contribuiría a reforzar la estrategia de rigor económico del Gobierno.

La decisión imponía a la economía española un corsé monetario de cara al exterior y exigía, en consecuencia, la imperiosa necesidad de poner orden «en casa» lo cual pasaba, en primer lugar, por controlar la inflación. Con este objetivo en mente, a principios de julio de 1989 el Gobierno y el Banco de España aprobaron medidas fiscales y monetarias restrictivas adicionales que eran consistentes con las orientaciones que, en ese sentido, se habían formulado desde la Comisión Europea. El Banco de España aumentó el tipo de intervención hasta el 14,5 por 100, incrementó los requisitos mínimos de reserva en un punto hasta el 19 por 100 e introdujo regulaciones bancarias más restrictivas sobre la transferencia de préstamos bancarios a los clientes.

Sin embargo, la principal medida, por el lado monetario, fue la introducción de un sistema de topes al crédito para cada banco individual. Estos controles establecían un límite del 17 por 100 para el crecimiento del crédito al sector privado en 1989. Por el lado fiscal, las autoridades aumentaron del 20 por 100 al 25 por 100 el impuesto sobre rentas del capital y sobre los dividendos. No obstante lo anterior, tanto la política salarial como la presupuestaria permanecieron fundamentalmente invariables a pesar de las reiteradas llamadas por parte de los servicios de la DG II sobre la necesidad de poner en práctica una política fiscal más restrictiva y anticíclica e intentar alcanzar un pacto salarial siempre y cuando ello no resultase excesivamente gravoso para el Erario público.

A medida que las disposiciones indicadas iban demostrando su efectividad y la demanda doméstica iba desacelerándose en la segunda mitad de 1989 y a lo largo de 1990, las autoridades relajaron algunas de las re-

gulaciones y controles. Los servicios de la DG II insistíamos en que la ruptura del diálogo social, por un lado, y los límites en la instrumentación de la política monetaria, por otro, habían deteriorado la confianza en la capacidad de mantener la dinámica de crecimiento sostenido y no inflacionista. También se opinaba que las reticencias a endurecer la política fiscal como resultado de consideraciones políticas y restricciones legales (i.e.: la polémica sobre la inconstitucionalidad de la ley sobre el impuesto sobre la renta y el patrimonio) habían conducido a una reducción adicional en la credibilidad de las políticas económicas. Además, recomendábamos que se reforzase la contribución de las políticas no monetarias al proceso de desinflación, con el fin de aliviar a la política monetaria que estaba sobrecargada. En el terreno de la política de oferta, animamos a modernizar el mercado de trabajo y los mercados financieros, a acentuar el activismo en materia de política de la competencia y a acelerar el calendario negociado de desarme arancelario.

En política de rentas exhortamos a reconsiderar la vuelta a una política salarial basada en un objetivo explícito de desinflación que contuviese acuerdos salariales con un horizonte plurianual y que fuesen diferenciados, de acuerdo con los distintos niveles sectoriales y regionales de productividad. En el frente fiscal se propugnó el endurecimiento inmediato así como acelerar la reforma de la financiación del déficit público mediante la reducción progresiva de los coeficientes de inversión obligatoria, la emisión de deuda pública a más largo plazo y el abandono del recurso directo del Tesoro al Banco de España.

En cualquier caso, la economía española se encontraba en junio de 1989 en pleno proceso de fuertes transformaciones estructurales y por lo tanto, aunque en aquellas circunstancias el tipo central de 65 ptas/DM se hubiese podido considerar de equilibrio, estaba claro para los economistas de la unidad de Políticas Monetarias Nacionales y Comunitaria que sería gravemente pernicioso en el futuro ya que limitaba claramente las posibilidades de apreciación que, en un momento posterior, habría de requerir la peseta para estabilizar la

economía y controlar la inflación en un contexto de plena liberalización de los movimientos de capitales que iba a entrar en vigor en julio de 1990.

La experiencia española demostraría que, en un contexto de libre circulación de capitales y, por lo tanto, de mayor sensibilidad de los movimientos de capital a las variaciones en los tipos interés, y bajo un régimen de tipos de cambio estables pero ajustables como era en aquel momento el del MTC, la política monetaria nacional veía claramente reducido su margen de maniobra. En un marco de libre movilidad del capital era imposible fijar de forma simultánea dos anclas nominales independientes para una economía: esto es, un objetivo específico para el crecimiento de la oferta monetaria y un compromiso de estabilidad para el tipo de cambio¹¹.

La política monetaria restrictiva estuvo orientada a enfriar la economía, lo cual dio lugar a altos diferenciales de tipo de interés, atrajo importantes flujos de capitales y presionó al alza al tipo de cambio. Esto último obligó a las autoridades a intervenir en el mercado de cambios con el impacto subsiguiente en la contrapartida exterior de la base monetaria y, a su vez, puso en peligro el propio carácter restrictivo de la política monetaria. La situación de recalentamiento económico en un momento en el que el desempleo aún mostraba niveles muy elevados (en torno al 20 por 100) constituía una clara indicación tanto de las rigideces que prevalecían en el mercado de trabajo, como de las restricciones de capital a las que se enfrentaba la economía española¹².

Además, los funcionarios de la DG II pensábamos que la entrada de la peseta, aunque podía estimular la demanda de crédito, desalentaría las entradas de capital extranjero de carácter más especulativo. Éste análisis se cumplió en gran parte pues la entrada de la peseta en el MTC produjo una reducción inmediata de los movimientos de capital a corto plazo de naturaleza especulativa dado que las expectativas de una ulterior

¹¹ Véase SANCHIS I MARCO, M. (1989²).

¹² Véase GALY, M. *et al.* (1993).

apreciación de la peseta quedaron frustradas. Sin embargo, la entrada mejoró la consideración que los inversores internacionales tenían de la peseta y aumentó los flujos de capitales de carácter más permanente debido al alto diferencial de tipo de interés que existía. Las intervenciones de las autoridades monetarias en el mercado de cambios fueron menos frecuentes que en el período anterior a la entrada y la volatilidad de la peseta disminuyó.

No obstante, el mayor estímulo de la demanda de crédito, la subsiguiente fortaleza de la demanda interna —y su reflejo inflacionista— y el tenor restrictivo de la política monetaria situó a la peseta en la parte superior (apreciadora) de la banda de fluctuación durante mucho tiempo, confirmando lo que entonces se llamó, de forma inadecuada, la «paradoja de Walters»; esto es, la crítica al MTC del SME que años antes había realizado Sir Alan Walters, asesor de la Sra. Thatcher¹³. Esta crítica profetizaba que los países con moneda débil dentro del MTC estarían obligados a mantener diferenciales de tipos de interés positivos con respecto al marco alemán y, dada la plena liberalización de los movimientos de capitales, ello generaría presiones apreciadoras sobre sus monedas de tal modo que los bancos centrales no tendrían que intervenir para apoyarlas en su depreciación sino, al contrario, para evitar que se apreciaran más allá de lo que permitían las bandas del sistema. De todas estas cuestiones hablábamos a menudo en los pasillos del Banco Internacional de Pagos de Basilea durante los descansos de las reuniones del subcomité de Política Económica de los Bancos Centrales de la CE (Grupo Raymond) en las que junto a mi jefe de unidad, Bernard Connolly, representé a la Comisión en los años 1989-1990.

En efecto, la participación de la peseta en el MTC aumentó la credibilidad de la política monetaria, redujo la *ratio de sacrificio*, contribuyó a moderar las expectativas de inflación e influyó sobre los costes nacionales. Sin embargo, impidió una mayor apreciación

de la peseta, que el MTC no permitía, pero que la economía española necesitaba con urgencia para contener la inflación y absorber la liquidez del sistema, como así ocurrió durante la breve experiencia de flotación administrada del escudo.

Los funcionarios de la DG II encargados de los asuntos monetarios preveíamos que la entrada de la peseta iba a implicar una reconsideración del marco instrumental de la política monetaria y que ello incluiría cambios en la elección del objetivo intermedio, así como el uso de una amplia gama de indicadores monetarios y crediticios. Sosteníamos que el tipo de cambio estaba llamado a convertirse en la nueva variable intermedia de la política monetaria y que el papel jugado hasta entonces por el *stock* de dinero (ALP) debería ser menor, y su evolución tendría que ser valorada junto con el análisis de la evolución de otros agregados monetarios y por los movimientos temporales de las curvas de rendimientos. También éramos favorables a atribuir un papel más relevante al diferencial de tipos de interés a corto plazo con respecto a los tipos alemanes como instrumento de ayuda y sostén de la política de tipo de cambio. Así ocurrió. La entrada de la peseta en el MTC del SME propició la revisión de la estrategia de control monetario por parte del Banco de España, que adquirió un carácter más discrecional, la gama de indicadores se amplió y al dinero y a los agregados crediticios se añadieron otros como el tipo de cambio, las curvas de rendimiento y los diferenciales de tipos de interés.

7. Obligaciones cambiarias del SME y límites de la política monetaria

La financiación directa del déficit por el Banco de España o por el sistema bancario en condiciones de no-mercado durante largos períodos limitaba claramente la eficacia de la política monetaria. Ello forzaba al Banco de España a esterilizar, no siempre con éxito, el aumento implícito de la liquidez de base. Desde la entrada de la peseta en el MTC del SME el impacto de la creación de dinero doméstico sobre la evolución de los

¹³ Véase CONNOLLY, B. (1995).

agregados monetarios se redujo. Dada la mayor confianza en la peseta, una mayor o menor esterilización de la financiación del déficit fue en gran parte compensada por movimientos inducidos en la contrapartida externa.

Por otra parte, la estructura a corto plazo de la deuda pública y los sistemas específicos de comercialización hacían a la política monetaria muy dependiente de las necesidades de la política de gestión de la deuda, lo cual creaba problemas adicionales. El hecho de que las letras del Tesoro, los pagarés del Tesoro y los *repos* de las instituciones financieras no fuesen pasivos del sistema bancario sino del Tesoro y, al mismo tiempo, estuviesen incluidos en la definición de ALP creó serios problemas para la ejecución eficaz de la política monetaria.

En primer lugar, ello reducía su eficacia como instrumentos de control de la contrapartida doméstica de la creación de dinero, dado que la venta de letras y pagarés del Tesoro, anotaciones en cuenta o los *repos* de la cartera del Banco de España a las instituciones financieras, con el objetivo de absorber liquidez del sistema bancario, eran ineficaces cuando estos instrumentos eran revendidos, a su vez, por el sistema bancario al público. Cuando esto ocurría, solamente tenía lugar un desplazamiento en la estructura de los ALP, pero la cantidad total de dinero permanecía invariable.

En segundo lugar, el Banco de España tenía que esterilizar el exceso de liquidez bancaria que se derivaba de las ventas al público de las letras y pagarés y/o de los *repos* del Tesoro mantenidos en la cartera de las instituciones financieras. Tal operación no implicaba ningún aumento de los ALP pero sí en la liquidez bancaria. De hecho, los bancos que revendían al público tales instrumentos monetarios podían de este modo liberar reservas, puesto que no formaban parte de los pasivos sometidos a la obligación de constituirlos.

Por último, el sistema de comercialización de la deuda pública desarrollada aquellos años dio lugar al mantenimiento de carteras de deuda entre el público con vencimientos a muy corto plazo. Como la demanda de crédito seguía siendo muy fuerte, las instituciones financieras incentivaron el proceso de transferencia de *repos*

a sus clientes dado que esas operaciones permitían al sistema bancario liberar reservas, pues aunque estaban incluidas en la definición de ALP, no formaban parte de los pasivos del coeficiente de reservas. Esto hizo que la cartera del público fuese menos estable, lo que provocó que la evaluación de las variables monetarias fuese más difícil y la influencia de operaciones del Banco de España en la liquidez del sistema bancario menos predecible.

Ante esta situación, los economistas monetarios de la DG II pensábamos que, por un lado, el agregado amplio (APL) era la variable objetivo más idónea para la instrumentación de la política monetaria, como lo demostraban las investigaciones econométricas sobre la estabilidad de las funciones de demanda de dinero realizadas por el Banco de España y por los propios servicios de la DG II¹⁴ y, por otro, que muy probablemente la evolución de los agregados monetarios y crediticios seguiría siendo de la mayor importancia para la estabilidad nominal de la economía. También se opinaba, sin embargo, que de cara al futuro las autoridades monetarias se enfrentarían a serias dificultades al confiar exclusivamente en los agregados monetarios como indicadores del rigor monetario.

Estos problemas eran potencialmente graves para una política monetaria basada en normas, pero lo eran también dondequiera que se utilizasen los agregados monetarios como indicadores. Los economistas de la DG II subrayamos dos tipos de problemas. El primero residía en el carácter técnico de la especificación de las variables que se suponía que debían determinar la demanda de dinero. Pero había una dificultad adicional que tenía un carácter más fundamental: el proceso de innovación financiera, la introducción de nuevas tecnologías (nuevos medios de pago), la sofisticación cada vez mayor del sector bancario y sus reacciones ante los nuevos métodos de control monetario debilitaba las re-

¹⁴ SANCHIS, M.; BEKX, P., *Op. cit.*

laciones convencionales entre agregados monetarios por una parte y gasto nominal por otra.

A principios de los años 90 se produjeron cambios fundamentales en la estructura competitiva de la banca española que tuvieron como consecuencia un aumento muy fuerte de la competencia entre intermediarios financieros en el mercado monetario. La ruptura del «acuerdo entre caballeros» que hasta entonces había existido entre los principales bancos españoles que competían para aumentar los pasivos bancarios, indujo transferencias de activos no monetarios a activos monetarios, que entonces ofrecían también unos tipos de rendimiento muy atractivos.

Desde los servicios de la DG II se argumentaba que este proceso de desregulación y de mayor competencia llegaría a ser cada vez más importante como consecuencia de la liberalización de servicios financieros prevista en el marco de 1992. En ese contexto, las empresas españolas tendrían que buscar una financiación más barata en los bancos extranjeros, mientras que el ahorro exterior sería atraído por las oportunidades que los bancos españoles ofrecían de transformar dicho ahorro en depósitos muy bien remunerados, lo cual perturbaría la estabilidad de la relación entre liquidez interna y gasto nacional. Por consiguiente, la inestabilidad de agregados monetarios más amplios tales como los APL o los ALP2 podría convertirse, en el futuro, en un grave problema, debilitando por lo tanto su función como indicadores avanzados del gasto¹⁵.

Los economistas de la DG II también preveíamos que durante la primera etapa de la Unión Económica y Monetaria podría ser necesario establecer nuevas prioridades dentro del espectro de indicadores y objetivos monetarios entonces en vigor. Aunque los servicios de la DG II estaban a favor de un enfoque de política monetaria que siguiera siendo flexible y ecléctico, algunos economistas de la unidad de Políticas Monetarias Nacionales y Comunitaria opinábamos que debía darse priori-

dad al tipo de cambio como variable intermedia. En ese caso, las autoridades nacionales deberían estar dispuestas a permitir desbordamientos temporales del agregado monetario si surgiese un conflicto entre las necesidades nacionales de control de los ALP2 y las obligaciones de estabilidad exterior.

En la unidad de Políticas Monetarias Nacionales y Comunitaria se argumentaba que, de cara al futuro, los ALP2 debían desempeñar un papel de menor importancia que en el pasado puesto que la evaluación de la política monetaria tendría que estar basada en una gama amplia de indicadores monetarios (v.gr.: otros agregados monetarios y crediticios, tipos de interés, movimientos temporales en las curvas de rendimiento) y reales, es decir, los precios al por mayor, la evolución del tipo de cambio, etcétera.

8. La peseta en las aguas turbulentas del SME: el período 1991-1992

El régimen del MTC vigente en aquellos años estaba firmemente anclado por el Bundesbank y el marco jugaba el papel de ancla nominal del sistema. En este contexto, el crecimiento monetario que estableciese España tenía que ser coherente con la estabilidad permanente del SME, lo cual significaba mejorar la convergencia nominal acercándose a un objetivo bajo de inflación, idealmente entre el 0 por 100 y el 2 por 100. Las autoridades monetarias españolas habían fijado el 9 por 100 como el punto central de la horquilla-objetivo de crecimiento de los APL para 1991. Los economistas de la DG II opinábamos que ese objetivo permitiría mantener el carácter restrictivo de la política monetaria siempre y cuando se cumpliesen las previsiones oficiales españolas de crecimiento del PIB nominal para 1991 —que eran del 8,9 por 100— y se asumiese una cierta disminución en la velocidad de la circulación. Pero esos mismos funcionarios advertíamos, sin embargo, que el desbordamiento de los APL en 1990, con un crecimiento del 11,7 por 100 contra un objetivo del 6,5-9,5 por 100, implicaba una desviación fundamental con respecto al ob-

¹⁵ SANCHIS, M.; BEKX, P., *Op. cit.*

jetivo inicial y que, por lo tanto, podía representar un cierto relajamiento de la política monetaria completamente inconsistente con una estrategia orientada a estabilizar a medio plazo la tasa de inflación en niveles muy bajos (0-2 por 100).

Al mismo tiempo, insistíamos sobre la necesidad de que las autoridades españolas perseverasen en la tarea de reducción de los desequilibrios internos mediante medidas más decididas en materia de políticas de oferta, fomentasen una mayor competencia en los mercados de bienes servicios y factores, y adoptasen una estrategia financiera a medio plazo que persiguiese la consolidación presupuestaria. Y, todo ello, con el fin de preparar el terreno al estrechamiento de los márgenes de fluctuación del 6 por 100 al 2,25 por 100, y evitar así un reajuste de paridades de la peseta a la baja antes de que empezase la segunda etapa de la Unión Económica y Monetaria.

Durante el período 1991-1992, las divergencias económicas continuaron ampliándose al tiempo que, sin que acabásemos de entender muy bien por qué, se reforzaba la credibilidad de la parrilla de paridades. Concluíamos que ello era debido a que el compromiso de las autoridades económicas con el Tratado de Maastricht era percibido claramente por los mercados financieros como creíble. Esto permitió a la economía española vivir durante un tiempo en una suerte de «estado de gracia» puesto que las autoridades económicas no se vieron forzadas por la presión de los mercados a corregir los desequilibrios de la economía. Cuando la credibilidad en el Tratado de Maastricht se evaporó debido, entre otras razones, a la creciente incertidumbre que el veto danés y el *petit oui* francés generaron en los mercados financieros con respecto a la seriedad del compromiso político en la Unión Económica y Monetaria, los mercados financieros volvieron su mirada hacia los fundamentos económicos, y los profundos desequilibrios de la economía española quedaron bajo la lupa analítica de los operadores financieros.

La crisis del MTC de septiembre de 1992 supuso la amarga constatación de que la historia de la cooperación monetaria europea había vuelto atrás por lo menos

20 años. La reacción del MTC del SME estuvo más en consonancia con las viejas reglas de la serpiente europea de 1972: las monedas fuertes se apreciaban pero permanecían en el MTC, mientras que a las monedas débiles no se les pedía que devaluaran sino que lo abandonaran. Por otra parte, la crisis arrojó un poco de luz sobre las asimetrías que existían en el funcionamiento del MTC y al tiempo dejó claro que la existencia de un calendario concreto y con plazos precisos para avanzar en la construcción de la Unión Económica y Monetaria podía comprometer por completo el proyecto a medida que los mercados iban descontando por adelantado la información que contenía dicho calendario.

Después del reajuste de paridades de mayo, el SME se convirtió en un mecanismo a dos velocidades. Por una parte, existía una zona-marco que quería avanzar rápidamente y, por otra, un grupo más lento de monedas de segunda categoría que se comportaban más como en un régimen de *crawling peg* que como en un régimen de *strong currency option* (zona-marco). Además, como era probable que la moneda ancla del sistema se debilitase a partir de aquel momento, el papel del MTC del SME como dispositivo transmisor de estabilidad monetaria entre los países miembros quedó en entredicho y las ventajas que los países monetarios débiles podían obtener al «invertir en credibilidad» apostando por una *strong currency option* podían desaparecer, a menos que una nueva moneda de ancla tomase la iniciativa, cuestión ésta a todas luces improbable.

De este modo, la credibilidad de la política macroeconómica española se vio seriamente dañada y tuvo que reconstituirse. Además, dicha credibilidad debía regenerarse también en el campo de las políticas de oferta, en materia de flexibilidad de los mercados de los factores, en políticas de la competencia y, en general, en otras políticas microeconómicas de reformas estructurales. La regla de oro que desde 1983 gobernaba el MTC había sido *adjustment begins at home*, de modo que si las autoridades españolas deseaban mantener la peseta en el MTC tenían que respetar dicha regla de oro de forma ineludible y reconstituir la credibilidad macroeconómica perdida.

9. Portugal: una economía con exceso de liquidez primaria

A finales de 1989, el Comité Monetario decidió pasar revista a la situación de la economía portuguesa. Con este fin, la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros preparó para antes del verano de 1990 la misión que debía discutir con las autoridades portuguesas (Ministerio de Hacienda, Banco de Portugal e Instituto Nacional de Estadística) el diagnóstico sobre la situación de la economía portuguesa. La misión estaba encabezada por el director general adjunto, H. Matthes, y compuesta, entre otros, por el director de Asuntos Monetarios, J.-F. Pons, y el director de Economías Nacionales y luego ministro de Economía portugués, J. Braga de Macedo. Nuestra visita coincidió con la celebración del Congreso Europeo de Economía al que también asistían los grandes popes norteamericanos de la profesión, además del propio J. Braga de Macedo.

En los documentos que se discutieron en aquella ocasión, los servicios de la DG II dieron la bienvenida a la fuerte recuperación que experimentaba la economía portuguesa desde el período inmediatamente anterior a la entrada en la Comunidad Europea. También subrayaban el vigor de la inversión, las exportaciones, y las inversiones extranjeras directas dirigidas a los sectores tecnológicamente más avanzados de la economía portuguesa. Saludaban, en definitiva, lo que consideraban un crecimiento «sano» porque aumentaba el *stock* de capital de la economía y, por lo tanto, desplazaba hacia arriba su curva de producto potencial a largo plazo.

En parte como consecuencia de estos éxitos económicos, pero también como resultado de la ineficacia de las políticas monetaria y cambiaria para hacer frente al exceso de liquidez y al recalentamiento económico, las tensiones inflacionistas se fueron acumulando, a pesar del buen comportamiento de los salarios. Portugal reunía en aquel momento casi todos los requisitos para desencadenar una explosión inflacionista de enormes magnitudes. El crecimiento excesivo de los beneficios empresariales que se transmitía a los pre-

cios, por una parte, y los elevados déficit públicos, por otra, crearon un enorme volumen de liquidez que era necesario absorber.

Por otra parte, los programas de estabilización del FMI habían establecido como ancla nominal límites concretos al crecimiento del crédito interno. Sin embargo, este racionamiento del crédito estaba acompañado por tipos de intereses administrados y por una política cambiaria consistente en el preanuncio de la depreciación controlada del tipo de cambio, o *crawling peg*, que necesitaba una urgente puesta al día. Dicha modernización de los instrumentos monetarios y cambiarios era necesaria no sólo para evitar los efectos de expulsión de la inversión privada en favor del crédito al sector público, sino también para absorber el enorme exceso de liquidez primaria o *monetary overhang* de la economía portuguesa.

Del mismo modo que estaba ocurriendo en España, el exceso de demanda interna dio lugar desde 1988 a un aumento de precios incompatible con la previsible participación de Portugal en el MTC del SME. La continua entrada de capitales a corto plazo —alentados por la reducción de la prima de riesgo sobre los activos portugueses, los elevados tipos de interés, y la certeza en la evolución futura del tipo de cambio, que se derivaba del régimen de tipos de cambio preanunciados— agravó las dificultades de las autoridades nacionales para ejercer con eficacia el control monetario y absorber el exceso de liquidez del sistema bancario.

El paralelismo entre la situación económica y las dificultades de control monetario experimentadas por los españoles en el período anterior a la entrada de la peseta en el MTC del SME y las que padecía la economía portuguesa eran más que evidentes. Además, la corta experiencia de la peseta en el MTC desde junio de 1989 nos había enseñado que estaba manteniendo una continua tendencia a la apreciación dentro de las bandas. Al hacer esto la peseta estaba cumpliendo a rajatabla lo establecido en la crítica de Walters. Era por lo tanto fácil deducir que podría ocurrir otro tanto con el escudo.

10. El escudo abandona el *crawling peg*

Como encargado de elaborar el diagnóstico de la política monetaria y de cambio me parecía que lo más sensato, a la vista de las dificultades para conciliar el control monetario interno con el objetivo cambiario durante 1986-1990, era aconsejar a las autoridades portuguesas el desarrollo de los mercados financieros y monetarios y el abandono de los tipos de interés administrados, para pasar a regular la liquidez de forma indirecta. En cuanto a las restricciones cuantitativas del crédito, los servicios de la DG II dieron la bienvenida a su abolición en marzo de 1990, al tiempo que subrayaban la necesidad de derogar también las recomendaciones que desde el Banco de Portugal se habían hecho a la banca para que la expansión del crédito bancario se ajustase al valor anunciado y recomendado por las autoridades.

En cuanto a la política de tipo de cambio los economistas del DG II preconizamos el abandono del *crawling peg*, para dar paso a la flotación administrada del escudo. El argumento principal consistió en señalar que un aumento de la impredecibilidad del escudo a corto plazo contribuiría a desalentar las entradas de capitales, que hasta entonces eran atraídos por la reducción de la prima de riesgo y los elevados tipos de interés portugueses. Si la experiencia española era transferible al caso portugués, y pensábamos que lo era, la flotación del escudo induciría una apreciación real—como así ocurrió—y ello tendría un impacto más positivo que el régimen anterior de *crawling peg* sobre la estabilidad de precios a corto plazo.

La apreciación —se opinaba en la unidad de Políticas Monetarias Nacionales y Comunitaria— contribuiría a enfriar la economía no sólo como consecuencia del cambio inducido en la composición del gasto sino también por la presión que produciría en los beneficios de las empresas, haciéndolas menos proclives a conceder incrementos salariales excesivos en un contexto de fuerte demanda y de elevada utilización de la capacidad productiva.

Se trataba en aquel momento de hacer pasar esta idea —el abandono de la política cambiaria que Portugal había seguido durante los últimos 13 años— con éxito a través de la jerarquía de la DG II. Cuando planteé esta cuestión a mi jefe de unidad, Bernard Connolly, subrayé los argumentos de racionalidad económica de dicha decisión porque estaba convencido de que sería muy favorable a cualquier propuesta que tuviese plena racionalidad económica, así como a todo aquello que conllevara la flotación libre de las monedas. Era cuestión entonces de que la superioridad —más proclive a la estabilidad cambiaria que a la flotación— se adhiriese también a esa idea. Para ello era necesario presentar la flotación administrada del escudo como un salto hacia atrás para poder después saltar mejor hacia la plena participación del escudo en el MTC del SME.

El abandono del régimen de *crawling peg* y su sustitución por un régimen de flotación más o menos administrada fue una decisión de política económica de hondo calado para Portugal. Implicaba arrumbar definitivamente las prácticas cambiarias establecidas desde 1977. También fue arriesgado aconsejar aquella medida a los responsables de la DG II, aunque la propuesta estaba llena de sentido económico y perfectamente documentada.

Cuando la misión de la Comisión Europea de la que formé parte acudió a Lisboa antes del verano para discutir el informe sobre la economía portuguesa dirigido a la atención del Comité Monetario, las autoridades acogieron muy favorablemente los cambios que proponíamos en la política monetaria y cambiaria. Unas semanas después, el FMI realizó una misión a Portugal, confirmó el mismo diagnóstico sobre la situación económica y financiera y propuso recetas muy similares a las de la DG II, entre otras el abandono del régimen de *crawling peg* y la flotación administrada del escudo.

Poco después, el 1 de octubre de 1990 los portugueses abandonaron el régimen de *crawling peg* y el objetivo de la política de tipo de cambio se orientó gradualmente hacia la estabilización del escudo. Desde noviembre de 1990 hasta la entrada del escudo en el

MTC del SME el 6 de abril de 1992 las autoridades lo dejaron flotar frente a otras monedas dentro de límites no especificados o preanunciados —tal y como se había aconsejado en el informe—, lo cual tuvo los efectos previstos. Se comprobó que la decisión de abandonar el *crawling peg* y dejar flotar de forma administrada el escudo fue acertada en aquel momento y tuvo una gran influencia tanto en la absorción del exceso de liquidez en la economía como en el posterior control de la inflación.

11. A modo de epílogo

Desde mediados de los años ochenta hasta principios de los noventa, la Comisión Europea, liderada por la mano firme de su presidente, Jacques Delors, vivió uno de sus períodos de mayor esplendor en términos de propuestas políticas y de avances concretos en el proceso de la construcción de Europa, principalmente en el ámbito de las relaciones monetarias (MTC) y financieras (libre circulación de capitales y área financiera integrada), pero también en otras muchas vertientes.

En el caso de España, el imparable proceso de innovación y desregulación financieras, el método inflacionista de financiación de los déficit públicos y la participación de la peseta en el MTC del SME introdujeron elementos adicionales de inestabilidad en la función de demanda de dinero y redujeron notablemente la autonomía de la política monetaria española. Los servicios de la DG II formularon propuestas concretas con el fin de ayudar a resolver algunos de aquellos dilemas de política económica. La política monetaria tomó un carácter más discrecional y fue menos normativa.

En el caso de Portugal, los servicios de la Comisión contribuyeron con sus iniciativas a modernizar la estrategia y los instrumentos de la política monetaria portuguesa. Pero, sobre todo, dieron elementos útiles de reflexión a las autoridades portuguesas a la hora de formarse una opinión fundada sobre la necesidad imperiosa de abandonar el *crawling peg*. Si a corto plazo la decisión de dejar flotar el escudo pudo parecer he-

teróclita, a medio plazo ayudó a absorber el exceso de liquidez y, por consiguiente, se convirtió en un elemento importante de la estabilidad nominal para la economía portuguesa, condición imprescindible para entrar en el MTC del SME.

En toda iniciativa de cooperación monetaria europea se han solapado siempre dos fuerzas motrices. Por una parte, la preocupación por crear un sistema a la Bretton Woods de carácter regional en el que los bancos centrales pudiesen aplicar eficazmente políticas orientadas a la estabilidad. Y, por otra, la inquietud de construir una unión económica y monetaria que fuese más allá de la convergencia nominal y la estabilidad cambiaria y pusiese el énfasis en la convergencia real de las economías y en la coordinación de las políticas macroeconómicas —y no sólo monetaria— y de oferta. Mientras que la primera ha reflejado fundamentalmente el punto de vista y la sensibilidad de los Bancos Centrales, la segunda ha recogido el sentir de los Ministerios de Economía.

El llamado «Informe Delors» sobre la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea que se examinó por los ministros de Economía y Finanzas durante el turno de presidencia española de 1989 tomó en consideración ambas vertientes, pero profundizó sobre todo en aquellos detalles que se referían a la unión monetaria. Históricamente, la integración monetaria europea ha sido un asunto de banqueros centrales más que de funcionarios de los Ministerios de Economía, y eso ha quedado reflejado en las relaciones entre las distintas instituciones. Ello ha sido así porque las experiencias históricas de cooperación monetaria en Europa —tales como la serpiente o el MTC del SME— han sido el resultado de acuerdos entre Bancos Centrales de los distintos países. La Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG II), en aquellos años la guardia pretoriana del presidente Delors, realizó una labor discreta y callada, pero ayudó de forma eficaz a que los Bancos Centrales pudiesen avanzar en la construcción monetaria de Europa.

Referencias bibliográficas

- [1] CONNOLLY, B. (1995): *The Rotten Heart of Europe*. Faber&Faber, London, 426 páginas.
- [2] CONSEJO DE MINISTROS (1960): *Directiva del Consejo* de 11 de mayo.
- [3] CONSEJO DE MINISTROS (1960): *Directiva del Consejo* 63/21/CEE del 18 de diciembre.
- [4] CONSEJO DE MINISTROS (1960): *Directiva del Consejo* 86/566/CEE de 17 noviembre.
- [5] GALY, M.; PASTOR, G. y PUJOL, T. (1993): «Spain: Converging with the European Community», *Occasional Paper*, número 101, International Monetary Fund, febrero, 58 páginas.
- [6] KRÖGER, J. y SANCHIS, M. (1989): «Las curvas de rendimiento en España: nuevas posibilidades de un instrumento analítico», *Documentos de Trabajo FIES*, número 34, Madrid, 17 páginas.
- [7] LE POINT (1986): *Le Point*, número 745, 29 de diciembre, páginas 64-65.
- [8] RUBIO, M. (1987): *Spain and the European Monetary System. A Spanish Viewpoint on the European Currency*, Discurso pronunciado en la tercera conferencia europea sobre la moneda europea ante el Parlamento Europeo, 13 de mayo, mimeo.
- [9] SANCHIS I MARCO, M. (1988): *La peseta ante el sistema monetario europeo*, Ed. Alfons el Magnànim, València, 283 páginas.
- [10] SANCHIS I MARCO, M. (1989¹): «España ante el sistema monetario europeo». *Revista de estudios e investigación de las Comunidades Europeas*, número 10, julio-agosto, Madrid, páginas 465-485.
- [11] SANCHIS I MARCO, M. (1989²): «L'entrada de la peseta al SME: Propostes de política econòmica», *Revista Econòmica de Catalunya*, número 12, setembre-desembre, páginas 79-87.
- [12] SANCHIS, M. y BEKX, P. (1994): «Money Demand and Monetary Control in Spain», *Brookings Discussion Papers in International Economics*, número 105, The Brookings Institution, Washington, D.C., 21 páginas.

