

JAIME REQUEIJO

EL EURO
Y LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
Esperanzas, inquietudes y realidades
(Tercera edición)

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES

2009

	Pág.
INTRODUCCIÓN A LA TERCERA EDICIÓN	11
1. LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA	13
1.1. EL VERDADERO SIGNIFICADO DE LA UNIÓN MONETARIA	13
1.2. LAS UNIONES MONETARIAS EN PERSPECTIVA HISTÓRICA	14
1.2.1. La Unión Monetaria norteamericana	15
1.2.2. La Unión Monetaria italiana	15
1.2.3. La Unión Monetaria alemana	16
1.2.4. La Unión Monetaria española	17
1.2.5. La Unión Monetaria latina	20
1.2.6. La Unión Monetaria escandinava	21
1.2.7. La Unión Monetaria entre el Reino Unido e Irlanda	22
1.2.8. La Unión Monetaria belgo-luxemburguesa	23
1.3. A LA BÚSQUEDA DE UN SISTEMA DE CAMBIOS FIJOS.....	25
1.4. EN POS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA ...	32
2. BENEFICIOS Y COSTES DE LA MONEDA ÚNICA	39
2.1. ALCANCE DEL ANÁLISIS.....	39
2.2. LA DESAPARICIÓN DE LOS COSTES DE TRANSACCIÓN.....	40
2.3. LA DESAPARICIÓN DEL RIESGO DE CAMBIO	41
2.4. MONEDA ÚNICA Y UNIFICACIÓN DE MERCADOS	43
2.5. LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA.....	44
2.6. LA DIMENSIÓN INTERNACIONAL DEL EURO	47
2.6.1. El dinero internacional.....	47
2.6.2. Los requisitos del dinero internacional.....	48
2.6.3. Los beneficios de la moneda internacional.....	52

	Pág.
2.7. LA PERDIDA DEL SENOREAJE INDIVIDUALIZADO.	55
2.8. LA DESAPARICIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA AUTÓNOMA.....	55
2.9. LA DIFICULTAD DE AJUSTE ANTE PERTURBACIONES ASIMÉTRICAS.....	58
3. LA UNIÓN MONETARIA, ¿NECESIDAD ECONÓMICA O PROYECTO POLÍTICO?.....	67
3.1. EN UN PRINCIPIO FUE LA POLÍTICA.....	67
3.2. LA PÉRDIDA DEL HORIZONTE POLÍTICO.....	72
3.3. LAS URGENCIAS ECONÓMICAS.....	75
3.4. EL RETORNO DE LA RAZÓN POLÍTICA.....	79
3.5. EL LENTO PASO DEL PORVENIR.....	82
4. ESPAÑA ANTE LA UNIÓN MONETARIA.....	89
4.1. A LAS PUERTAS DEL EURO.....	89
4.2. EL CRECIMIENTO COMO IMPERATIVO.....	93
4.3. ¿DÓNDE RADICA LA CAPACIDAD DE CRECIMIENTO?.....	96
5. EL PUNTO DE PARTIDA.....	101
5.1. SOBRE LA EMPRESA ESPAÑOLA Y SUS DEBILIDADES.....	101
5.2. DIFERENCIAS ENTRE EL SECTOR FINANCIERO Y EL NO FINANCIERO.....	108
5.3. EL ENTORNO EMPRESARIAL.....	114
5.4. CERTEZAS Y RETOS DE LA UME.....	124
6. LAS ESPERANZAS.....	125
6.1. LA UME Y LA EMPRESA ESPAÑOLA.....	125
6.2. LA APARICIÓN DE UN GRAN MERCADO.....	125
6.3. LOS BENEFICIOS DE LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA.....	127
6.4. EL GRAN MERCADO FINANCIERO QUE SE AVENICINA.....	132
6.5. EL USO DE UNA MONEDA INTERNACIONAL.....	135
6.6. LA FLEXIBILIZACIÓN DE LOS MERCADOS.....	138
7. LAS INQUIETUDES.....	143
7.1. LOS PROBLEMAS PRINCIPALES.....	143

	Pág.
7.2. LOS COSTES DE ADAPTACIÓN AL EURO	143
7.3. LA BÚSQUEDA DE LA CONVERGENCIA IRREAL.	147
7.4. LA GRAN SOMBRA ALARGADA DE LA PERTUR- BACIÓN ASIMÉTRICA	155
8. LA DUDOSA ALTERNATIVA	163
8.1. LA PREGUNTA INEVITABLE	163
8.2. DENTROY FUERA DE LA UNIÓN MONETARIA...	164
8.3. DE LOS TEMORES NO SUFICIENTEMENTE FUN- DADOS	168
8.4. LOS CAMINOS DEL ÉXITO O DEL FRACASO	173
9. TRES AÑOS DESPUÉS	175
9.1. EL CAMPO DE ANÁLISIS	175
9.2. EL TIPO DE CAMBIO DEL EURO	175
9.3. EL PAPEL DEL EURO COMO MONEDA INTERNA- CIONAL	180
9.4. LOS MERCADOS FINANCIEROS DE LA UME	183
9.5. LA APARICIÓN DEL EURO FÍSICO.....	189
9.6. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y EL EURO: MEMO- RIA DE UN TRIENIO	193
10. REFLEXIÓN INCONCLUSA	201
10.1. LA APRECIACIÓN DEL EURO	201
10.2. EFECTOS DE LA APRECIACIÓN DEL EURO SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.....	204
10.3. ABANDONAR EL EURO, ¿AYUDARÍA A SUPERAR LA ACTUAL CRISIS?.....	206
GLOSARIO BÁSICO	211
ÍNDICE ANALÍTICO	217

INTRODUCCIÓN A LA TERCERA EDICIÓN

En 1999 la economía española se incorporará a la Unión Monetaria Europea, tras haber cumplido todos los requisitos exigidos. Una incorporación que suscita toda una serie de esperanzas e inquietudes.

Esperanzas porque el euro, al integrar definitivamente los mercados de los once países que forman la Unión, debe ofrecer muchas mayores posibilidades de crecimiento a las empresas, en un entorno de estabilidad macroeconómica; y esperanzas también porque, con el paso del tiempo, la moneda europea puede convertirse en moneda de gran peso internacional, con las ventajas añadidas que derivan de la condición de moneda-vehículo.

Inquietudes porque la aventura no está exenta de riesgos: dado que la política monetaria será única, los tipos de interés fijados pueden no convenir a la posición cíclica de la economía española; la inexistencia de política cambiaria autónoma hará desaparecer el tipo de cambio como instrumento de ajuste; la gran transparencia y la inexistencia de trabas acentuarán la competencia y obligarán a las empresas a un esfuerzo continuo de adaptación.

El presente trabajo se divide en dos partes, claramente diferenciadas. En la primera, de tres capítulos, se ofrece una visión general del trayecto hacia la moneda única —con un resumen histórico de las uniones monetarias—, se sintetizan los principales beneficios y costes del euro y se examinan los aspectos políticos de la integración. En la segunda, de cinco capítulos, se analiza la incorporación de España a la Unión Monetaria Europea desde un ángulo fundamental: el de la empresa española. Porque, a nuestro entender, el rasero con el que se deben medir los efectos de la integración es el de la empresa: si las empresas españolas se expanden en el mercado euro, los objetivos de crecimiento y empleo se conseguirán y la convergencia real se alcanzará progresivamente; si las empresas tienen dificultades para adaptarse a la nueva dimensión y a la competencia acrecentada, todas las demás ventajas quedarán empalidecidas.

Pensar que, por el simple hecho de sumarse a la UME, la prosperidad está asegurada es adoptar una postura acrítica que puede desencan-

tar a amplios sectores de nuestra sociedad. El análisis adecuado requiere conocer, desde el principio, los principales problemas y dificultades que el empeño acarreará, porque conocerlos es dar el primer paso para superarlos. Y es ése, y no otro, el objetivo fundamental de este análisis.

Mis agradecimientos deben extenderse a muchas personas, sin cuya colaboración difícilmente hubiera podido escribir el libro. Los profesores Eugenio Domingo, Juan Iranzo y Gregorio Izquierdo me facilitaron múltiples datos y opiniones. Debo a mis compañeros del Cuerpo de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado Luis Linde, Ricardo Martínez, Apolonio Ruiz Ligerero, Cristina Serrano y Enrique Verdeguer un sinfín de ayudas. Por medio del Banco de España he podido encontrar toda una serie de datos que consideraba de interés y, por ello, doy también las gracias a José Luis Malo de Molina, Beatriz Sanz, Ana Sánchez y Eduardo Rodríguez. Valentín Edo, de la Fundación FIES, y Blas Calzada, de la Bolsa de Madrid, me han facilitado, también, artículos y estadísticas nada fáciles de conseguir. Raúl Respaldiza me ha prestado, como en otras ocasiones, su eficaz ayuda y la tarea de pasar a limpio el texto, y de incorporar múltiples correcciones, ha correspondido a doña María Jesús Lanuza, casi siempre, y a doña Rosa Obregón, en varias ocasiones.

Cúmpleme, pues, dar las gracias a todos ellos y poner de manifiesto, asimismo, que los errores que puedan apreciarse en el trabajo son de mi exclusiva responsabilidad.

★ ★ ★

Transcurridos tres años desde el comienzo de la Unión Monetaria Europea se hacía preciso examinar lo sucedido con el euro, la UME y la economía española. El nuevo capítulo, el noveno, lleva a cabo ese análisis.

Repito los agradecimientos contenidos en la Introducción original y quiero incluir, en ésta, a don Francisco Canales y don Ignacio Muñoz, eficaces rastreadores de documentos y datos.

Diciembre de 2001

★ ★ ★

En medio de la recesión por la que atraviesa la economía española, nos ha parecido conveniente examinar, desde el ángulo de nuestra pertenencia al euro, las razones de la evolución de su tipo de cambio, con tendencia alcista desde el 2002, los problemas que esa apreciación plantea para nuestra economía y, finalmente, las consecuencias que acarrearía el posible abandono de la moneda única, idea acariciada por una parte de la opinión pública española.

Otoño de 2009

1

LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

SUMARIO: 1.1. EL VERDADERO SIGNIFICADO DE LA UNIÓN MONETARIA.—
1.2. LAS UNIONES MONETARIAS EN PERSPECTIVA HISTÓRICA.—1.2.1. La Unión Monetaria norteamericana.—1.2.2. La Unión Monetaria italiana.—1.2.3. La Unión Monetaria alemana.—1.2.4. La Unión Monetaria española.—1.2.5. La Unión Monetaria latina.—1.2.6. La Unión Monetaria escandinava.—1.2.7. La Unión Monetaria entre el Reino Unido e Irlanda.—1.2.8. La Unión Monetaria belgo-luxemburguesa.—1.3. A LA BÚSQUEDA DE UN SISTEMA DE CAMBIOS FIJOS.—
1.4. EN POS DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA.

1.1. EL VERDADERO SIGNIFICADO DE LA UNIÓN MONETARIA

Integrar plenamente mercados de diferentes países, de forma que los flujos reales y financieros, de carácter transfronterizo, no tropiecen con obstáculo alguno, requiere poner en pie una zona de estabilidad monetaria entre las monedas correspondientes; es decir, requiere que los precios relativos no se vean continuamente modificados por la variación de los tipos de cambio.

En teoría, la estabilidad monetaria entre monedas de distintos países podría alcanzarse por dos vías: por medio de tipos de cambio irrevocablemente fijos o por la implantación de una moneda común. En la práctica, la solución primera plantea múltiples problemas porque la sustituibilidad entre distintas monedas nunca puede ser perfecta, lo que hace que las tres funciones del dinero —servir de unidad de cuenta, de medio de pago y de depósito de valor— se cumplan de manera inadecuada¹.

Con monedas distintas, los precios se expresarán en la moneda de cada país, con lo cual la comparabilidad será imperfecta puesto que los agentes económicos seguirán contando en su propia moneda y la gran transparencia que deriva del uso de una moneda común no se alcanza-

¹ Seguimos a D. GROS y N. THYGESEN, *European Monetary Integration. From the European Monetary System to European Monetary Union*, Londres, Longman, 1992, pp. 230-233. La edición de 1998 se remite, en este terreno, a la de 1992.

rá. Si, para el caso de la Unión Monetaria Europea, los españoles siguen calculando en pesetas, los franceses en francos y los alemanes en marcos, la integración de los mercados será mucho menor que si todos ellos piensan en euros.

Con monedas distintas, los costes de cambiar unas por otras no desaparecerán porque los intermediarios financieros mantendrán los cambios comprador-vendedor, dado que habrán de soportar el coste de conservar saldos en diferentes divisas, de intercambiarlas y de contabilizarlas. Una parte sustancial de los costes de transacción no desaparecerá, y todos los agentes económicos de los distintos países habrán de sumar ese coste a sus transacciones con agentes de otros países.

Con monedas distintas, los activos financieros, denominados en cualquiera de las monedas, no serán perfectamente sustituibles porque los tipos de interés no se igualarán: mientras existan diferentes monedas, subsistirá la posibilidad de que los cambios se alteren y subsistirán, también, las primas de riesgo, lo que dará lugar a que las monedas menos fiables deban soportar intereses mayores que las que gocen de elevada credibilidad. Ello significa que la desaparición del riesgo de cambio, requisito indispensable para que el ahorro se mueva libremente y la composición de carteras responda a la rentabilidad de inversiones alternativas, no se producirá.

Alcanzar la estabilidad monetaria por medio de tipos de cambio irrevocablemente fijos es, en buena medida, soñar con lo imposible. Ese objetivo sólo se consigue con la aparición de una moneda común, tal y como se deduce, en gran medida, de la experiencia histórica.

1.2. LAS UNIONES MONETARIAS EN PERSPECTIVA HISTÓRICA

Cabe distinguir las uniones monetarias nacionales de las internacionales, es decir, las que cristalizan en un solo país frente a las que vinculan a varios países². Entre las primeras debemos citar la norteamericana, la italiana, la alemana y la española; entre las segundas se cuentan la Unión Monetaria latina, la Unión Monetaria escandinava, la existente entre Reino Unido e Irlanda tras la independencia de este último país y la belgo-luxemburguesa.

² Como hacen BORDO y JONUNG, cuyo trabajo constituye la referencia principal de este apartado. M. D. BORDO y L. JONUNG, «The history of monetary regimes-some lessons for Sweden and the EMU», *Swedish Economic Policy Review*, vol. 4, núm. 2, 1997.

1.2.1. La Unión Monetaria norteamericana

La historia monetaria de Estados Unidos está llena de vaivenes, como cabe esperar de un país formado, primero, por colonias inglesas; después por Estados independientes, que van sumándose a un proyecto común que experimenta la fractura de una guerra civil (1861-1865) y que, finalmente, se transforma en una potencia mundial a principios de siglo.

Durante el periodo colonial la prohibición de emitir moneda y el desinterés británico por aumentar, en América, la circulación de monedas de plata inglesas hace que la moneda más común sea la moneda de plata española conocida con el nombre de «pieza de ocho» o «dólar», lo que mantiene, durante los siglos XVII y XVIII, una escasez de numerario que dificulta la expansión económica. Escasez que será soslayada, en muchos casos, por la emisión, por parte de las autoridades coloniales, de letras y bonos con garantía metálica apoyada, a su vez, en el cobro de impuestos. Esa forma de emisión, que generaba en ocasiones tensiones inflacionistas, se vería interrumpida, en muchos casos, por decisiones del Gobierno británico.

Tras la convulsión de la Revolución Americana, años en los que los insurgentes emiten moneda propia sin adecuado respaldo metálico y desencadenan procesos de inflación veloces, la Constitución de 1789 supone el primer gran paso hacia la Unión Monetaria: el Congreso es el único autorizado para emitir dinero y regular su valor, disposición que se vería reforzada por la creación, en 1792, de una Casa de la Moneda en Filadelfia.

Pese a la unificación monetaria, los bancos autorizados por los diferentes Estados siguen emitiendo moneda con respaldo metálico, si bien sus valores terminan por alterarse y generar sucesivos problemas de inestabilidad. Más aún, la guerra civil y la emisión de dinero fiduciario por parte de la Confederación plantearía problemas de enorme envergadura, una vez terminada la contienda³. En realidad, la verdadera unificación sólo se alcanzará en 1914, con la aparición del Sistema de la Reserva Federal como única autoridad monetaria.

1.2.2. La Unión Monetaria italiana

La búsqueda de una moneda única responde, en el caso italiano, a la necesidad de resolver el caos monetario reinante hacia mediados del

³ Relatados en el cap. 1.5 de *A Monetary History of the United States 1867-1960*, de M. FRIEDMAN y A. SCHWARTZ, NBER, Princeton University, 1963.

siglo XIX y al propio proceso de unificación política. Téngase en cuenta que, por esos años, unas 90 monedas metálicas, de curso legal, circulan por los diferentes Estados italianos, lo que de hecho suponía una considerable barrera para los flujos comerciales. De ahí que, terminado el proceso de unificación política en 1861, proceso impulsado por el Reino de Cerdeña, se procurase encontrar solución al problema y se decidiese, en 1862, unificar el sistema monetario a partir de la lira de Cerdeña, de valor igual al franco francés. Se trataba de un patrón bimetálico que buscaba asimilar el notable volumen de monedas de plata existente en el sur del país. No se establece, sin embargo, autoridad monetaria alguna, aunque la Banca Nazionale nel Regno d'Italia, el mayor de los bancos, con sede en Cerdeña, ejerce considerable influencia sobre las demás entidades de crédito.

Pronto el desequilibrio fiscal vino a complicar el proceso: el exceso de deuda emitida en la primera mitad de los años sesenta dio lugar a que la cotización de la deuda cayera, sobre todo fuera de Italia, y a que la salida de oro y plata, resultante de la conversión, pusiera en peligro todo el sistema y especialmente la capacidad de los bancos para otorgar créditos al Gobierno central. Razón por la cual se decretó, en 1866, la no convertibilidad de los billetes —equivalente a imponer un patrón fiduciario—, convertibilidad que sólo se restablecería en 1884, al restablecerse la paridad oro de la lira.

En 1891 se produjo una crisis de liquidez como resultado de la creciente brecha entre el volumen de billetes y la base metálica correspondiente, crisis de liquidez que fue resuelta disminuyendo la obligación de reserva. A partir de ahí se llevó a cabo la reorganización del sistema bancario que culminó con la aparición de la Banca d'Italia por fusión de la Banca Nazionale y de dos bancos toscanos, entidad a la que se encargó la emisión del 75 por 100 de la circulación fiduciaria.

1.2.3. La Unión Monetaria alemana

Antes de la unificación política —que llegaría en 1871, de la mano de Bismarck y a consecuencia del fervor despertado por la victoria sobre Francia y la rendición de París—, Alemania era un mosaico de Estados y ciudades que gozaban de gran autonomía monetaria; lo que daba como resultado que la circulación de numerario estuviese formada por billetes y monedas de muy diversas procedencias. Incluso los billetes y monedas franceses podían ser utilizados. Una algarabía monetaria mal vista por comerciantes y artesanos, que veían así restringidos sus mer-

cados, y defendida por príncipes y alcaldes, nada deseosos de perder el señoreaje correspondiente.

Cuando, en 1834, se decide formar, entre la mayoría de los Estados de la Confederación Alemana, una Unión Aduanera —el Zollverein—, es decir, la supresión de trabas al libre comercio y la aparición de un único arancel, la necesidad de instaurar un sistema monetario más coherente cobra fuerza inusitada. Y así, por el Tratado de Dresden de 1838, cada región se vio obligada a escoger entre dos monedas, el Thaler y el Florín, ligadas entre sí por una determinada paridad-plata. Más tarde, en 1857, el Tratado de Viena, en virtud del cual Austria se incorpora al sistema, la relación entre monedas quedaría fijada bilateralmente: un thaler equivaldría a 1,5 florines austriacos y a 1,75 florines del sur de Alemania. Y, lo que es más importante, el Tratado incluye dos compromisos que suponen avances claros hacia la unión monetaria: 1) ya no se acuñarían monedas de oro, salvo la denominada *Vereins-handelsgoldmünze*, para las operaciones exteriores, ni tampoco se cambiarían, a tipo fijo, monedas de oro por monedas de plata, para evitar la aparición de un patrón bimetálico; 2) el papel moneda no convertible dejaría de tener curso legal, disposición que afectaba especialmente a Austria, en donde, desde 1848, se venía emitiendo ese tipo de circulante.

El impulso hacia la unificación monetaria continúa durante los años sesenta, con funciones cada vez más amplias del Banco de Prusia, unificación que va a cobrar forma definitiva tras la aparición, en 1871, del Reich, es decir del Estado alemán. Las Leyes de 1871 y 1873 establecieron un sistema monetario único, basado en el marco y en el patrón oro. En 1875 una nueva ley convirtió el Banco de Prusia en el Reichsbank, con carácter de banco central de la nueva Alemania. En suma, la unificación política se acompañó de tres modificaciones importantes en el sistema monetario, puesto que se instauró el patrón oro, el marco pasó a ser la unidad de cuenta y se creó un banco central, que en la práctica monopolizó la emisión de papel moneda.

1.2.4. La Unión Monetaria española

Las uniones monetarias de Norteamérica, Italia y Alemania presentan, como hemos visto, un denominador común: derivan del proceso de unificación política y constituyen, en buena medida, su broche. La Unión Monetaria española no responde al mismo impulso —la unificación política se había logrado a finales del siglo xv—, sino a la nece-

sidad de reorganizar un sistema monetario caótico, el del siglo XIX, y de evitar los múltiples problemas que esa desorganización generaba⁴.

Un primer problema, existente todavía a mediados del XIX, era la circulación de monedas extranjeras, sobre todo francesas. Y especialmente, la moneda de plata llamada «Napoleón», cuyo valor oficial, fijado en 1813 y 1823, excedía al de su valor real, lo que hacía desaparecer —por ley de Gresham— parte de la circulación metálica española.

Un segundo problema venía dado por la heterogeneidad de monedas: viejas y nuevas, columnarias (monedas de plata acuñadas en América), extranjeras y nacionales. La confusa mescolanza no solamente causaba incertidumbres, sino que obstaculizaba las transacciones.

Un tercer problema se alumbraba por los cambios de valor del oro, la plata y, hasta cierto punto, el cobre —Cataluña, que gozaba de cierta autonomía monetaria, emitía su propia moneda fraccionaria de cobre, llamada calderilla, con valor nominal excesivo—, lo que, al no quedar solucionado por frecuentes reaçuñaciones, hacía desaparecer las monedas infravaloradas y creaba una insuficiencia de demanda.

Un cuarto problema surgía por la carencia de fuentes propias de metales preciosos, una vez perdidas las colonias americanas. En muy buena medida la circulación monetaria dependía del comercio exterior, de las exportaciones y, por tanto, se veía recortada por los frecuentes déficit de la balanza comercial, especialmente en el periodo 1842-1853.

En 1848 un Real Decreto pretendió lograr una cierta ordenación monetaria, al apoyar todo el sistema sobre un patrón bimetálico e introducir el real como unidad fundamental. Entre las monedas cuya acuñación se ordenaba figuraba la peseta, con valor de cuatro reales. El patrón se resintió pronto de la creciente producción mundial de oro, de origen norteamericano y australiano, hasta el punto de convertirse en un patrón cojo, ya que, en 1851, se prohibió acuñar oro pero se mantuvieron las monedas de oro exteriores, prohibición que se sostuvo hasta 1854.

Tras la reforma de 1854, que permitió reanudar la acuñación del oro y modificó las tallas de las monedas de oro y plata (la cantidad de moneda que se produce por unidad de peso del metal utilizado) para

⁴ Resumimos aquí el trabajo de C. FERNÁNDEZ PULGAR y R. ANES ÁLVAREZ, «La creación de la peseta en la evolución del sistema monetario de 1847 a 1868», en P. SCHWARTZ (coord.), *Ensayos sobre la economía española a mediados del siglo XIX*, Servicio de Estudios del Banco de España, Barcelona, Ariel, 1970.

mantener el patrón bimetálico —lo que ayudó a lograr, durante unos años, una cierta expansión monetaria que facilitó el crecimiento de la economía—, llegó la crisis de 1861, generada, de nuevo, por una relación inadecuada entre los dos tipos de monedas, que espoleaba la exportación de plata, y acentuada por la crisis financiera cubana, que cegó una de las fuentes del numerario peninsular, y por la propia crisis financiera peninsular⁵. Esa complicada situación se procuró resolver con las medidas de 1864 —la unidad monetaria pasaba a ser el escudo de plata, se rebajaba el señoreaje para las monedas de pleno contenido y se decidía que la nueva calderilla sería de bronce y no de cobre—, medidas que poco resolvieron y que siguieron manteniendo la desorganización monetaria que caracterizaba a la economía española. Un año más tarde, en 1866, se produjo una nueva contracción del circulante metálico, aparentemente causado por la quiebra de varias casas emisoras inglesas y la retirada de capitales franceses de bancos y empresas españolas, contracción que amenazaba la evolución de la economía española.

Con el telón de fondo de la Unión Monetaria latina, y con la idea inicial de sumarse a ella, se decidió la reforma de 1868. En su virtud, la unidad monetaria pasaba a ser la peseta, en monedas de oro y plata de diferente valor, y se disponía la acuñación de moneda fraccionaria de bronce, de distinto valor, en céntimos de peseta. Naturalmente, la reforma sólo vino a racionalizar, en parte, un desordenadísimo sistema, sin resolver el problema que sufren los patrones bimetálicos: si la paridad entre monedas de oro y plata no es muy similar a la del precio de mercado de los metales, los particulares comprarán el metal que más barato resulte para vendérselo al Estado al precio oficial y harán desaparecer la moneda infravalorada oficialmente. Así ocurrió en España cuando, a partir de 1870, la plata, de origen norteamericano, se hizo abundante y terminó por desplazar totalmente al oro y por imponer un patrón-plata de facto; lo que, además, contrastaba con la instauración del patrón-oro en nuestros principales socios comerciales, una diferencia que contribuyó a aislar a nuestra economía de las demás. En realidad, el patrón-plata, apoyado en un metal cuyo precio se reducía continuamente, terminó por poner en pie un patrón fiduciario-plata que impulsó la oferta monetaria de forma distinta a la experimentada por los países de Europa occidental. Ese patrón fiduciario imperfecto se vio reforzado por la concesión del monopolio de emisión de billetes al Banco de España, en 1874, una medida que, con el tiempo, haría

⁵ *Ibidem*, pp. 166-170.

del Banco el eje del sistema monetario nacional y conferiría a éste una cierta uniformidad⁶.

1.2.5. La Unión Monetaria latina

Antes de que se acordase, en 1865, la instauración de la Unión Monetaria latina, Francia, Bélgica, Suiza, y hasta cierto punto Italia, se reconocían mutuamente sus monedas en tanto que medios de pago. Se partía del patrón bimetálico francés, en vigor desde 1803, según el cual el contenido metálico de cada moneda debía ser del 90 por 100 y con un tipo de cambio, entre oro y plata, de 15,5.

En los años cincuenta del siglo pasado, el precio del oro disminuyó, lo que dio lugar a que se fundieran monedas de plata para cambiarlas por oro al precio de mercado, proceso que fue intensificándose al mantenerse la caída del precio del oro y que, de hecho, generó un patrón oro, dado que sólo esas monedas se mantenían en circulación pese a que la desaparición de las de plata dificultaba la realización de las pequeñas transacciones. Suiza primero e Italia después redujeron el contenido metálico de sus monedas de plata, medida que supuso, para Francia y Bélgica, la llegada masiva de esas monedas de ley inferior y también importantes beneficios de señoreaje para los dos países emisores.

Para resolver los problemas así creados, Bélgica convocó una Conferencia, en 1865, en virtud de la cual se creó la Unión Monetaria latina⁷, una Unión plagada de problemas desde su inicio, pese a los acuerdos adoptados, en virtud de los cuales: 1) se mantenía el patrón bimetálico; 2) todas las monedas de plata de valor inferior a cinco francos tendrían un contenido de plata de 83,5 por 100 y deberían ser aceptadas por las autoridades de todos los países hasta el monto de cien francos, si bien la acuñación de ese tipo de monedas quedaba limitada a seis francos por habitante en cualquiera de los países miembros. De esa forma se suponía que no escasearía la moneda fraccionaria y que, además, ningún país obtendría una ventaja apreciable del señoreaje resultante de acuñar monedas envilecidas.

⁶ G. TORTELLA, *El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX*, Madrid, Alianza Universidad, 1995. Cap.VI.2 y, para todo lo referente al papel desempeñado por el Banco de España, «El Banco de España entre 1829-1929. La formación de un banco central», en *El Banco de España. Una historia económica*, Madrid, Banco de España, 1970.

⁷ *Vid.*, para más detalles, el trabajo de A. REDISH, «The Latin Monetary Union and the emergence of the international gold standard», en M. BORDO y E. CAPIE (eds.), *Monetary Regimes in Transition*, Cambridge University Press, 1993.

Las complicaciones no tardaron en aparecer. Poco después de aprobarse la Unión, el precio del oro subió, lo que dio lugar a que las monedas de plata de cinco francos entraran de nuevo en circulación, al tiempo que se fundían o exportaban las de oro. Además, Francia e Italia empezaron a emitir papel moneda no convertible: Francia para financiar la contienda con Alemania de 1870-1871; Italia para hacer frente a los déficit públicos crónicos. Más aún, la creciente masa monetaria italiana dio lugar a una depreciación de la lira y a la salida, hacia los otros países, de las monedas de plata italianas, de curso legal en cualquiera de los países miembros; de esa forma el Gobierno italiano hacía uso del señoreaje para financiar parte de sus déficit, señoreaje que tenían que soportar los demás integrantes de la Unión.

En 1874 los países participantes decidieron mantener el patrón bimetálico y reducir la acuñación de monedas de plata de cinco francos, y en 1878 acordaron no acuñar más monedas de esas características, si bien estuvieron de acuerdo en respetar el curso legal de las ya en circulación. Aún antes de la reunión de 1874 belgas y suizos proponían poner fin a la Unión e implantar el patrón oro frente a franceses e italianos, nada decididos a afrontar el coste de convertir en oro todas las monedas de cinco francos en circulación. La Unión no se deshizo porque Francia, Bélgica y Suiza temían que el Gobierno italiano se negara a convertir en oro sus amplias tenencias de monedas italianas; lo que si consiguieron es que Italia se comprometiera a retirar ese tipo de monedas de la circulación internacional, en tanto en cuanto su papel moneda no fuera convertible. En 1885, y al aumentar de nuevo el precio del oro, se pensó, una vez más, en adoptar el patrón oro, y una vez más se desistió porque el valor intrínseco de las monedas de plata se encontraba muy por debajo de su valor nominal. Inclusive se llegó a firmar un acuerdo por el que si una de las partes abandonaba la Unión debía convertir en oro las monedas de plata en poder de los demás países.

La Primera Guerra Mundial deshizo la Unión porque los enormes gastos de la contienda obligaron a los tres miembros envueltos en ella —Francia, Bélgica e Italia— a emitir papel moneda, un papel moneda no convertible que se mantuvo en circulación terminada ya la guerra, pero que no tenía curso legal más que en el país emisor. Aunque había dejado de funcionar mucho antes, la Unión se disolvió formalmente en 1927.

1.2.6. La Unión Monetaria escandinava

Conviene recordar que antes de que se constituyera, en 1873, la Unión Monetaria escandinava, los tres países que la integrarían —Dina-

marca, Noruega y Suecia— mantenían un elevado grado de cooperación monetaria: los tres aplicaban el patrón plata, y el riskdaler, la moneda sueca, servía de unidad de cuenta: el rigsdaler danés valía aproximadamente lo mismo que dos specierigsdalers noruegos y que cuatro riskdaler suecos. De ahí que buena parte del circulante de cada país estuviese formado por monedas acuñadas en los otros países, sin que las ligeras diferencias en su valor intrínseco respecto del cambio nominal plantearan problemas de envergadura, aunque el mayor valor intrínseco de la moneda sueca atraía a la danesa y noruega.

La necesidad de corregir esa tendencia, que incomodaba a las autoridades suecas, el interés por adoptar el patrón oro —en uso en los dos países con los que el bloque escandinavo mantenía un comercio más intenso, Gran Bretaña y Alemania— y la conveniencia de instaurar el sistema decimal en el sistema monetario, llevaron a crear, en 1873, la Unión Monetaria escandinava. La unidad de cuenta pasó a ser la nueva corona sueca, ligada al oro y con valor igual en los tres países. Las monedas menores se acuñarían en plata o cobre, con ley del 80 por 100, serían de curso legal en todos los países y se limitaba su emisión. Circulaba también papel moneda, no regulado por el Acuerdo, lo que hacía que los pagos entre países tendieran a efectuarse en papel moneda y moneda subsidiaria.

El Acuerdo de 1873 se completó con los de 1885 y 1894. En virtud del primero, los tres bancos centrales se otorgaron derechos de giro, sin intereses ni comisiones; por el segundo, firmado inicialmente por Noruega y Suecia, y al que en 1901 se sumó Dinamarca, cada uno de los países aceptaría, sin restricciones y a la par, el papel moneda de los otros. El sistema funcionó aceptablemente bien hasta el comienzo de la Primera Guerra Mundial, en buena medida porque el patrón oro y la plena convertibilidad aseguraban el crecimiento lento de la oferta monetaria. Pero con el estallido de la contienda, con la declaración de no convertibilidad del papel moneda y la prohibición de exportar oro, las bases de funcionamiento de la Unión se desmoronaron, puesto que las ofertas monetarias dejaron de estar ligadas al stock de oro. Al crecer más la oferta monetaria danesa y noruega que la sueca, las monedas de estos dos países afluyeron a Suecia, las paridades se modificaron y el Acuerdo quedó, de hecho, vacío de contenido al finalizar la guerra, si bien no fue denunciado hasta 1924.

1.2.7. La Unión Monetaria entre el Reino Unido e Irlanda

Mientras Irlanda formó parte del Reino Unido, la libra esterlina constituyó también la moneda irlandesa. Al proclamarse, en 1922, su

independencia la situación se mantuvo porque el Gobierno irlandés entendió que, puesto que el Reino Unido continuaba siendo su cliente principal, las ventajas de utilizar una misma moneda resultaban ser muy superiores a las de imponer su propia soberanía monetaria. Más tarde, en 1925, la libra irlandesa (punt) se estableció como unidad de cuenta, aunque debía estar plenamente respaldada por oro o activos denominados en libras; y aun así, la libra inglesa conservó el curso legal.

Pese a los distintos avatares ocurridos en los sistemas monetarios, la Unión se mantuvo hasta que, debido a las fuertes tendencias inflacionistas que acosaban a la libra inglesa, el Gobierno decidió, en 1979, abandonar la estrecha relación entre las dos monedas y sumarse al Sistema Monetario Europeo.

1.2.8. La Unión Monetaria belgo-luxemburguesa

La Unión Monetaria entre Bélgica y Luxemburgo, decidida en 1921, es parte de un acuerdo de unión económica más laxo en principio que la correspondiente fórmula comunitaria actual, y tiene una raíz histórica: desde 1842 el Gran Ducado de Luxemburgo había formado parte del Zollverein (Unión Aduanera) alemán, una situación que, terminada la Primera Guerra Mundial, no deseaba prorrogar pero que, dado su tamaño, le obligaba a buscar un acuerdo con algún otro país; descartada Francia, por toda una serie de razones políticas, el Tratado se firmó con Bélgica⁸. Un Tratado que debía estar vigente durante cincuenta años, con prórrogas posteriores, de diez años cada una, salvo denuncia expresa. La última prórroga data de 1992.

En virtud del Tratado sólo hay un banco central, el belga, lo que significa que la soberanía monetaria corresponde a Bélgica y que la emisión de dinero luxemburgués queda restringida⁹. La unión monetaria ha funcionado bastante bien, con algunas fricciones. En febrero de 1982 el Gobierno belga devaluó el franco belga, informando en el último minuto al luxemburgués, medida que resultaba desventajosa para Luxemburgo, puesto que avivaba su inflación sin estimular su principal

⁸ Vid. M. A. G. VAN MEERHAEGHE, «The Belgium-Luxemburg Economic Union», en F. P. LANG y R. OHR (eds.), *International Economic Integration*, Heidelberg, Physica-Verlag, 1995. Se resumen aquí sus principales consideraciones.

⁹ Para más detalles sobre los aspectos monetarios, vid. J. MEADE, «The Belgium-Luxemburg Economic Union, 1921-1939», en *Essays in International Finance*, Princeton University, 1956. Existe ya un banco central luxemburgués.

exportación, productos siderúrgicos, sometidos a contingente. A consecuencia de esa situación se creó, en 1983, el Instituto Monetario Luxemburgués, encargado de emitir la moneda luxemburguesa y de representar los intereses de un país en las reuniones internacionales de carácter monetario.

Pese a haber sido bautizada como «Unión Monetaria», los tipos de cambio entre el dinero belga y el luxemburgués se han mantenido, y además los dos países decidieron, en 1955, establecer un sistema dual: las transacciones corrientes se harían a los cambios oficiales, con intervención de la autoridad monetaria para mantener estables los cambios, y las operaciones de capital se llevarían a cabo en un mercado totalmente libre, con un tipo de cambio decidido por las fuerzas de mercado. La mínima diferencia que siempre se dio entre los dos cambios hizo que ni el FMI ni la CEE insistieran mucho en que la dualidad desapareciera, una dualidad que se ha mantenido hasta 1990, momento en que se suprimió por aplicación de la Directiva Comunitaria de 24 de junio de 1988, que no permite situaciones de ese tipo.

Muy probablemente la Unión Monetaria entre Bélgica y Luxemburgo ha pervivido porque la diferencia de tamaño entre los dos países —la población belga es casi veinticinco veces mayor que la de Luxemburgo, aunque su producto bruto sólo sea quince veces superior—¹⁰ haría muy difícil mantener una moneda luxemburguesa propia y porque el buen entendimiento político ha sabido sortear, casi siempre, los escollos económicos.

Las consecuencias que pueden extraerse de las experiencias resumidas son distintas en el caso de las uniones nacionales que en el de las multinacionales. En aquéllas, las uniones monetarias quedan estrechamente ligadas al proceso de unificación política, siendo consecuencia del mismo, en algunos casos (USA), o precediéndolo en otros (Alemania). La razón primera parece ser siempre la misma: que, en un área políticamente unificada, la diversidad de monedas constituye un obstáculo para todo tipo de transacciones, y en especial para las comerciales. Y que resulta, por tanto, preferible concentrar la soberanía monetaria y ceder al Gobierno único los derechos de señoreaje. El ejemplo español, no ligado al proceso de unificación política pero sí a la búsqueda de un cierto orden monetario, responde a la misma inquietud.

En éstas, las multinacionales, priva la búsqueda de una armonización monetaria que facilite las transacciones, pero el sistema padece de

¹⁰ Datos de los cuadros 1 y 5 de *European Economy*, núm. 65, correspondientes a 1997.

continuo alteraciones debidas a la pluralidad de monedas y, sobre todo, a la existencia de autoridades monetarias diferentes. Tarde o temprano la Unión se rompe, como resultado de la aparición de divergencias acusadas en la política monetaria de cada país. La experiencia belgo-luxemburguesa no descompone el razonamiento, porque, como hemos visto, la autoridad monetaria ha sido, siempre, la belga.

1.3. A LA BÚSQUEDA DE UN SISTEMA DE CAMBIOS FIJOS

Cuando, en 1958, se pone en marcha el Mercado Común Europeo, el mecanismo de cambios semifijos de Bretton Woods asegura una razonable estabilidad monetaria que perdura, con algunos altibajos, hasta 1971; hasta que en ese año el Gobierno norteamericano decide suspender la convertibilidad oro del dólar, una medida que triza el sistema monetario internacional al eliminar la garantía oro de la moneda ancla¹¹.

Conscientes de los peligros que la nueva situación entrañaba —el paso de los cambios fijos a los flotantes—, los países miembros de la CEE, por entonces los seis originales, decidieron poner en pie un armazón monetario que evitara la excesiva volatilidad de sus monedas, volatilidad que se consideraba incompatible con el funcionamiento del Mercado Común y, muy especialmente, con la Política Agrícola Común instaurada en 1962. Recuérdese que la PAC inicial se apoyaba sobre un mercado único y precios de garantía también únicos y que esos precios se fijaban en una Unidad de Cuenta Agraria, equivalente al dólar norteamericano. Naturalmente los agricultores de cada país no recibían «dólares verdes», sino la correspondiente contrapartida en moneda nacional. Con fluctuaciones ligeras de los cambios, el complicado mecanismo de apoyo de la PAC podía funcionar sin tropezar con graves problemas pero, con alteraciones cambiarias de cierta entidad, el sistema se tornaba explosivo: en primer lugar, porque modificaba los precios internos, con efectos distintos sobre la rentabilidad de las explotaciones agrarias, las superficies de cultivo y las tasas de inflación; en segundo lugar, porque desencadenaba movimientos especulativos, consistentes en trasladar productos agrícolas a los mercados de moneda apreciada, cobrar las ayudas en esa moneda y cambiarla luego por la moneda depreciada.

¹¹ Sobre la evolución del sistema de Bretton Woods, *vid.* M. BORDO y B. EICHEN-GREEN, «The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview», en su compilación, *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*, Chicago, NBER, University of Chicago Press, 1993.