

Del real al euro

Una historia de la peseta

José Luis García Delgado
José María Serrano Sanz
(directores)



Del real al euro
Una historia de la peseta

José Luis García Delgado
José María Serrano Sanz
(directores)



”la Caixa”

CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, planta 15, torre I
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.estudios.lacaixa.es
Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona "la Caixa", 2000

© *Un cambiante escenario: perfil evolutivo de la economía española*, José Luis García Delgado - *El nacimiento de una moneda*, Juan Carlos Jiménez Jiménez - *El patrón oro en el horizonte, 1868-1918*, Marcela Sabaté Sort - *La peseta entre dos guerras y una crisis, 1919-1936*, Pablo Martín Aceña - *La guerra de las dos pesetas, 1936-1939*, Juan Velarde Fuertes - *Veinte años de soledad. La autarquía de la peseta, 1939-1959*, José María Serrano Sanz - *De la estabilización a la crisis: la peseta en Bretton Woods, 1959-1973*, José Aixalá Pastó - *Técnica sin disciplina en los años de flotación, 1974-1989*, José María Serrano Sanz - *La peseta en la cultura de la estabilidad, 1989-1999*, María Dolores Gadea Rivas - *Las políticas macroeconómicas en la España del euro*, José Antonio Martínez Serrano y Vicente Pallardó - *El euro, una moneda para el siglo XXI*, Eugenio Domingo Solans - *Apéndice. Hechos y protagonistas, 1868-1999*, Ana Belén Gracia Andía

ÍNDICE

	PÁG.
PRESENTACIÓN	7
<hr/>	
PRÓLOGO	9
José Luis García Delgado	
José María Serrano Sanz	
<hr/>	
I. UN CAMBIANTE ESCENARIO: PERFIL EVOLUTIVO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	12
José Luis García Delgado	
1.1. Los lentos progresos de la industrialización decimonónica	14
1.2. El avance truncado de la primera mitad del siglo xx	17
1.3. Crecimiento y transformaciones estructurales desde el decenio de 1950	21
1.4. Recapitulación	25
Orientación bibliográfica	27
<hr/>	
II. EL NACIMIENTO DE UNA MONEDA	28
Juan Carlos Jiménez Jiménez	
2.1. Los pasos previos en la modernización del sistema monetario: las reformas de 1848 y 1864	30
2.2. La peseta, unidad de cuenta del patrón bimetálico en la reforma de 1868	35
Orientación bibliográfica	43
<hr/>	
III. EL PATRÓN ORO EN EL HORIZONTE, 1868-1918	45
Marcela Sabaté Sort	
3.1. Magnitudes monetarias. La forma	46
3.2. Medidas legislativas. La voluntad	50
3.3. El tipo de cambio. La imagen	60
Orientación bibliográfica	65

IV. LA PESETA ENTRE DOS GUERRAS Y UNA CRISIS, 1919-1936	68
Pablo Martín Aceña	
4.1. Las fluctuaciones de la peseta durante los años veinte y treinta	71
4.2. Política monetaria y tipo de cambio	80
Orientación bibliográfica	85

V. LA GUERRA DE LAS DOS PESETAS, 1936-1939	87
Juan Velarde Fuertes	
5.1. Una guerra total	87
5.2. El palenque y los escuderos	88
5.3. Las consecuencias en la peseta republicana	93
5.4. Guerra y cuchillo	97
5.5. El asunto Larráz-Ungría	103
5.6. La guerra ha terminado	104
Orientación bibliográfica	106

VI. VEINTE AÑOS DE SOLEDAD. LA AUTARQUÍA DE LA PESETA, 1939-1959	107
José María Serrano Sanz	
6.1. Años de aislamiento	108
6.2. La inflación, fruto del descontrol monetario	110
6.3. El ingenierismo cambiario	115
6.4. El fracaso y la rectificación	122
Orientación bibliográfica	124

VII. DE LA ESTABILIZACIÓN A LA CRISIS: LA PESETA EN BRETTON WOODS, 1959-1973	125
José Aixelá Pastó	
7.1. Luz al final del túnel y estabilización de la peseta	129
7.2. Pérdida de estabilidad y devaluación: la peseta bajo sospecha	136

	<u>PÁG.</u>
7.3. Desplome de Bretton Woods y flotación de la peseta	142
Orientación bibliográfica	149
<hr/>	
VIII. TÉCNICA SIN DISCIPLINA EN LOS AÑOS DE FLOTACIÓN, 1974-1989	151
José María Serrano Sanz	
8.1. Una nueva política para la soberanía monetaria	153
8.2. La peseta, moneda de cambio en la crisis y la transición	156
8.3. En busca de un ancla	164
Orientación bibliográfica	168
<hr/>	
IX. LA PESETA EN LA CULTURA DE LA ESTABILIDAD, 1989-1999	169
María Dolores Gadea Rivas	
9.1. Inconsistencia de objetivos	170
9.2. En segunda línea de la tormenta monetaria	176
9.3. En busca de los fundamentos	179
9.4. Una política para el euro	186
Orientación bibliográfica	190
<hr/>	
X. LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN LA ESPAÑA DEL EURO	191
José Antonio Martínez Serrano y Vicente Pallardó López	
10.1. Los retos del nuevo escenario	193
10.2. Los mecanismos de defensa perdidos, ¿y necesitados?	202
10.3. El arma que nos quedó y nunca se usó	208
10.4. Los instrumentos para triunfar	213
10.5. Reflexión final	216
Orientación bibliográfica	217
<hr/>	

	<u>PÁG.</u>
XI. EL EURO, UNA MONEDA PARA EL SIGLO XXI	220
Eugenio Domingo Solans	
11.1. Euro y estabilidad	221
11.1.1. Los costes de la inflación	221
11.1.2. Inflación, crecimiento y empleo	224
11.1.3. Una definición operativa de estabilidad	226
11.2. El euro como moneda internacional	231
11.3. El euro y la integración europea	234
Orientación bibliográfica	237
<hr/>	
HECHOS Y PROTAGONISTAS, 1868-1999	239
Ana Belén Gracia Andía	
A) Cronología de la peseta y del Sistema Monetario Internacional, 1868-1999	240
B) Jefes de Estado, Presidentes del Consejo de Ministros, Ministros de Economía o Hacienda y Gobernadores del Banco de España, 1868-1999	248
<hr/>	
LA PESETA Y SU IMAGEN A LO LARGO DE SU HISTORIA	260
Miquel Crusafont i Sabater	
Anna M. Balaguer	
<hr/>	
ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS	267
<hr/>	

Presentación

La peseta nació en 1868 y 130 años después, el 1 de enero de 1999, cedió el papel de unidad monetaria nacional al euro, al igual que lo hicieron otras diez monedas de la Unión Europea. El recorrido de la peseta ha coincidido con 130 intensos años de historia política y económica de España, un período en el que se han fraguado progresivamente muchos de los aspectos que configuran la realidad actual de la economía y la política española. Así, cabe citar la primera industrialización a mediados del siglo XIX, la pérdida definitiva de las colonias, las constantes tentaciones proteccionistas, la Guerra del 14, la Dictadura de Primo de Rivera, la República, la Guerra Civil, la Segunda Guerra Mundial, el franquismo y la consolidación de la democracia. Un trayecto histórico que finalmente ha traído la modernización de la estructura productiva y la integración progresiva y acelerada en el proceso de mundialización de la economía.

No hay duda de que la historia de la peseta aporta claves imprescindibles para comprender el presente, y ésta es la razón de que el Servicio de Estudios de "la Caixa" acogiera con verdadero interés la propuesta del profesor José Luis García Delgado, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Complutense y rector de la Universidad Internacional Menéndez y Pelayo, de publicar un libro en esta colección de estudios económicos que reflexionara sobre la historia de la peseta desde la perspectiva que ofrece la culminación de su ciclo. Interés de fondo y sentido de la oportunidad se unían así para abordar este recorrido histórico.

El propio profesor García Delgado, junto con José María Serrano Sanz, catedrático de la misma materia en la Universidad de Zaragoza, se han encargado de coordinar el trabajo realizado por destacados especialistas y de redactar una introducción que sintetiza las distintas aportaciones que se encuentran en este volumen. Estoy seguro de que este estudio cumplirá su tradicional función de información y reflexión, a la vez que será una invitación a valorar la experiencia de la peseta ante el nuevo ciclo monetario que ahora comienza.

Josep M. Carrau

Director del Servicio de Estudios

Barcelona, diciembre de 2000

Prólogo

Poco más de ciento treinta años ha vivido la peseta, entre su elevación al rango de unidad monetaria española, por Decreto del 19 de octubre de 1868, y su acordada disolución en la moneda común europea, el 31 de diciembre de 1998. Apenas habían transcurrido unas semanas desde aquel septiembre de *La Gloriosa*, cuando el ministro de Hacienda, Laureano Figuerola, introdujo la reforma monetaria sustituyendo el escudo por la peseta. No fue, ciertamente, una medida improvisada ni un arrebató revolucionario, pues la reforma estaba prevista y pensada desde meses atrás. Pero ese acto de gobierno del Sexenio acabaría siendo el de más largo alcance y trascendencia, porque la peseta logró consolidarse y ha llegado, compartiendo avatares con la vida española, hasta las puertas del siglo veintiuno.

Como no podía dejar de ser, la economía y –acaso más intensamente– la historia política española han sido los principales condicionantes de la historia de la peseta. A menudo, la moneda ha presentado la cara y los símbolos de regímenes políticos y jefes de Estado, pero esa vinculación no ha sido puramente un rasgo externo, sino algo profundo. Sus peores y sus mejores momentos han coincidido con los de la vida colectiva española. Así, la peseta fue un espejo en el que se reflejaron *el 98*, los depresivos treinta, la sombría posguerra o las tribulaciones de crisis y transición política en el decenio de 1970, conociendo sin duda su momento más dramático en la propia Guerra Civil. Pero también registró los beneficios de la disciplina tras *el Desastre* y de la neutralidad en la Primera Guerra Mundial, se alegró con el

final del conflicto africano en 1927 y ha afrontado con entereza la apuesta europea en que vino finalmente a inmolarsse. Las páginas de esta obra tratan precisamente de recordarlo al tiempo que de explicarlo. Una obra cuyo título contiene una licencia que el lector habrá advertido y es la referencia a una moneda tradicional española, el real, en lugar del escudo, oficialmente vigente a la llegada de la peseta pero de vida efímera.

Habrá que anticipar aquí, en todo caso, que, sin ser la mejor moneda posible, la peseta se ha comportado con gran dignidad en estos ciento treinta años, habida cuenta de que ha sido la divisa de un país que no ha pertenecido, durante todo el curso de la industrialización, al núcleo de los más ricos y poderosos. Es cierto que ha perdido valor si se compara con el dólar o la libra. Pero esas no son las comparaciones relevantes porque, además de ser las valutas de países líderes, dólar y libra cumplieron un papel singular en el sistema monetario internacional. Más bien hay que medir el comportamiento de la peseta en relación con las monedas de países más próximos y parecidos; en particular, Francia e Italia, naciones, por otra parte, significadas y ricas. Tiene la comparación de la peseta con el franco y la lira una virtud adicional y es su plasticidad, pues la peseta comenzó su andadura en el mismo punto en que estaban las otras; es decir, el valor inicial de una peseta era, prácticamente, un franco o una lira. Pues bien, cuando estas tres monedas –peseta, franco y lira– se han disuelto en el euro, la peseta es la que más valor ha conservado con notoria diferencia: si en 1868 con una peseta se compraba un franco o una lira, en 1999, de acuerdo con los tipos de conversión irrevocable del euro, con una peseta se compran 11,6372 liras o 3,9424 francos (de los de 1868, pues en 1958, como es sabido, se creó el franco nuevo multiplicando por cien el valor del antiguo).

El libro se divide en once capítulos más dos apéndices. Los dos primeros y los dos últimos tienen cierta singularidad, en tanto los capítulos centrales analizan el recorrido en las diversas etapas históricas de la peseta. En el primero se examina la economía española entre 1850 y el presente, como marco en el que se ha desenvuelto, principalmente, la peseta. Juan Carlos Jiménez traza a continuación una panorámica del nacimiento de la moneda española, recreando los años previos, los planes, el momento y los primeros avatares. En ese punto comienza la historia de la peseta propiamente dicha, de la mano de Marcela Sabaté Sort, que la prolonga hasta el fin de la Gran Guerra, abar-

cando, por tanto, los años en que la moneda española se encuentra ante el horizonte del patrón oro, un sistema monetario que anhela pero no abraza. Y si la neutralidad española en aquel conflicto bélico europeo condujo a la peseta a su máximo valor, pronto fue seguida de una larga etapa de confusión y crisis, que desembocó en la Guerra Civil, tras atravesar un cambio de régimen y una depresión, recreados por Pablo Martín Aceña. La contienda fratricida abrió, al cabo, la existencia de dos Españas y dos pesetas en lucha, según relata en el capítulo correspondiente Juan Velarde Fuertes. Después, la prolongada crisis de posguerra, cuando la moneda española quedó al margen de los sistemas de cooperación económica y política establecidos por Occidente, como se glosa en el siguiente capítulo. El Plan de Estabilización de 1959 fue el aldabonazo para integrar por primera vez a la peseta en un sistema monetario transnacional, el que había surgido en Bretton Woods, y José Aixalá Pastó se ocupa de su comportamiento en el mismo. La crisis económica de los setenta, que puso fin a una intensa etapa de expansión, coincidió con la transición política y una descomposición del sistema monetario internacional, llevando a la peseta –y así se explica en capítulo aparte– a la flotación. La integración en el Sistema Monetario Europeo es la etapa final de la peseta como moneda independiente: una suerte de aprendizaje de la estabilidad, relatada por María Dolores Gadea Rivas. Los dos capítulos finales apuntan pronósticos: sobre el devenir de la economía española sin el instrumento tipo de cambio, en el caso de José Antonio Martínez Serrano y Vicente Pallardó, y sobre el futuro del euro, como moneda que ha sustituido a la peseta y ahora se enfrenta a las otras divisas en la escena internacional, tema abordado por el consejero del Banco Central Europeo, Eugenio Domingo Solans. La obra se cierra con dos apéndices. El primero elaborado por Ana Belén Gracia Andía, en el que figuran los acontecimientos y las autoridades que han jalonado la historia de los ciento treinta años de vida de la peseta. El segundo, de Miguel Crusafont i Sabater y Anna M. Balaguer, contiene algunas imágenes de la peseta a lo largo de la historia.

Ojalá que todo ello contribuya a permitir una mejor perspectiva histórica y sirva para conocer, también mejor, las posibilidades españolas en el escenario económico europeo y mundial que abre el siglo XXI. Pues la memoria, radicalmente entendida, es recuerdo, pero también proyecto, pasado, pero también deseo.

José Luis García Delgado
José María Serrano Sanz

I. Un cambiante escenario: perfil evolutivo de la economía española

José Luis García Delgado

Catedrático de Economía Aplicada. Universidad Complutense

(Madrid, 1944). Catedrático de Economía Aplicada en la Universidad Complutense. Ha sido decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Oviedo (de la que fue investido doctor «honoris causa» en 1994). También ha sido director del Departamento de Estructura Económica y Economía Industrial de la Universidad Complutense y de la Escuela de Economía del Colegio de Economistas de Madrid. Desde 1995 es rector de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo. Cofundador de las revistas «Investigaciones Económicas» y «Revista de Economía Aplicada», es director de esta última. Sus principales trabajos están referidos a diversos aspectos del proceso de industrialización en la España contemporánea.

Del real al euro, la historia de la peseta discurre en paralelo a la industrialización española del último siglo y medio. No ha de deducirse de ahí, claro está, una relación de causalidad entre ambas, aunque sí haya existido una obvia interrelación entre la evolución de las variables reales de la economía española, comenzando por el propio progreso industrial, y las que se relacionan con el signo monetario nacional, ya sea la cantidad de dinero, la inflación o el tipo de cambio respecto de las principales valutas internacionales. Pues bien, la economía española, aunque haya sido en una línea quebrada de avance, se ha modernizado, y hasta convergido en parte con los países más adelantados, y alguna reflexión merece el cómo se ha conseguido ese desarrollo a largo plazo. Un desarrollo, dígame desde el principio, tan incuestionable como espectacular: en estos ciento cincuenta años —aunque no

siempre al mismo ritmo, como es lógico— la población española se ha multiplicado por dos veces y media, y la renta real de cada uno de los españoles, dentro de lo aproximados e imperfectos que resultan siempre estos cálculos, lo ha hecho por más de diez, lo que da idea de las enormes ganancias de productividad que explican unos niveles de renta nacional no menos de treinta veces superiores, en términos reales, al iniciarse el siglo XXI que al enfilarse la segunda mitad del XIX. Progreso material mayor que en cualquier otro decurso histórico, y acompañado de un sinfín de cambios en la esfera productiva y de las relaciones de la economía española con el exterior; y, también, de otras transformaciones de carácter social e institucional, en línea con la experiencia común del occidente europeo y con sus principales fases de desarrollo, si bien con una cronología algo retardada.

Las grandes etapas de la modernización económica de España desde mediados del siglo XIX se dibujan con cierta claridad al observar la evolución de sus tasas de crecimiento, y, sobre todo, al cotejarlas con la senda de progreso de los principales países occidentales. A cada una de ellas se dedica un breve epígrafe en este capítulo introductorio, antes de la recapitulación final que ha de proporcionar una visión de conjunto. Si se inicia el recorrido hacia 1850 —esto es, coincidiendo con la implantación del real como unidad monetaria española en la reforma de 1848, bajo el gobierno moderado de Narváez—, el tramo inicial cubriría la segunda mitad del siglo XIX, con los avances y las insuficiencias de una primera industrialización que mantuvo a España a una considerable distancia de las economías líderes, aunque sin descolgarse de las grandes tendencias continentales, y habiendo cumplido, al menos, el principal de sus deberes, la creación de un mercado nacional. Una segunda etapa —por más que en el cambio de siglo no se hallen cortes sustanciales en las líneas de crecimiento de la economía española— sería la que abarca toda la primera mitad del siglo XX, con la introducción de las novedades tecnológicas que traía la segunda revolución industrial, y expresa el desarrollo truncado de la economía española: una senda de innegable avance, sostenida a lo largo del primer tercio de siglo, cortada por la Guerra Civil y la contramarcha de los largos años subsiguientes. Por último, la segunda mitad del novecientos, aun considerando sus oscilaciones cíclicas, constituye el período más claro y continuado de convergencia y homogeneización económica —y no sólo económica— de España con Europa, en el que se han con-

sumado las transformaciones estructurales características de las economías más avanzadas: desagrarización, en beneficio de los sectores industrial y de servicios, apertura al exterior y mayor poder presupuestario del Estado, con la articulación de unas estructuras del bienestar favorecedoras del progreso económico y de la cohesión social. Y, como expresión de ese provechoso recorrido –y punto final del de estas páginas, «del real al euro»–, la incorporación de España al grupo de países que encabezan el decisivo paso dado en la construcción europea con la moneda única.

1.1. Los lentos progresos de la industrialización decimonónica

Hay suficiente consenso historiográfico en fechar el «arranque» del desarrollo industrial español a partir de la cuarta década del siglo XIX, coincidiendo con el final del turbulento reinado de Fernando VII –y el inicio de la era isabelina, en términos políticos–, cuando el vapor irrumpe en el establecimiento textil de los Bonaplata, en Barcelona, y, con él, las manufacturas algodonerías adquieren el cuño de «industria moderna» que se extenderá, principalmente en Cataluña, a lo largo de todo el ochocientos. Período inicial que coincide con la creación de ciertas precondiciones institucionales para el surgimiento del capitalismo y, pronto, la conformación, con el auxilio de capitales, técnicas y proyectos empresariales procedentes del exterior, de algunas de las bases materiales del crecimiento posterior, entre las que destaca el ferrocarril, esencial para la articulación del mercado peninsular. Son estos años medulares del ochocientos, de sensibles estímulos a la formación de capital, en particular los del bienio progresista (1854-1856), los que bien pudiéramos llamar fundacionales del capitalismo español, sobre todo si se enlazan con las novedades legislativas que aportará el sexenio que abre la revolución septembrina de 1868.

Así pues, junto con otros factores, una extensa revisión del marco jurídico-mercantil animó en esta segunda mitad del ochocientos tanto los movimientos de los inversores extranjeros como las iniciativas autóctonas: durante el bienio progresista, la Ley de Ferrocarriles de 1855 y las leyes de Sociedades Anónimas de Crédito y de Bancos de Emisión, ambas de 1856, que enlazan, poco más de una década después, con las reformas normativas

de *la Gloriosa*: entre otras, la Ley de Bases de la Minería y el Arancel Figuerola, además de la reforma monetaria que otorga en 1868 a la peseta su condición de moneda nacional de curso legal. Reforma que tenía una intencionalidad bien clara, al fundarse sobre una unidad monetaria, la peseta, equivalente al franco que circulaba en los países de la Unión Monetaria Latina, lo que, aun sin integrarse formalmente en ella, debía ser un acicate al intercambio comercial y una llamada a los capitales, franceses y belgas, principalmente. Cuando el patrón bimetálico que regía en esta «zona franco» sucumbió al patrón oro, triunfante desde el decenio de 1870, la peseta quedó descolgada del referente metálico de los países más avanzados, y gobernada por un patrón fiduciario más cómodo para las autoridades –que en 1874 otorgaron al Banco de España el monopolio de emisión de billetes, y en 1883 permitieron su inconvertibilidad en oro–, pero que entorpecía los movimientos de bienes y de capitales, que, en todo caso, siguieron afluyendo hacia España.

Una de las constantes de la historiografía española ha sido precisamente la de insistir en las cuantiosas contrapartidas que impusieron los inversores extranjeros en este período, fortalecidos frente a la siempre escuálida Hacienda española, que no dudó en compensar indirectamente a los acreedores extranjeros que acudían en su auxilio, franqueándoles la entrada que conducía a la toma de posiciones dominantes, cuando no privilegiadas, en los ferrocarriles, en las sociedades de crédito o en la minería. Pero no conviene olvidar que una parte sustancial del capital social fijo y del equipamiento industrial del país en la segunda mitad del ochocientos no habría sido factible sin el concurso de esos capitales extranjeros, por más que pueda argumentarse también la parvedad extrema de los «efectos de arrastre» inducidos por la construcción de la infraestructura ferroviaria y por la expoliación de las reservas metalíferas de España.

Como fuere, con el tendido ferroviario se abrió definitivamente un capítulo crucial en la formación del mercado nacional en el territorio peninsular español: más que en casi ningún otro país europeo, el ferrocarril, con el cambio revolucionario que trajo consigo en la relación de tiempos, distancias y costes de transporte, acabó siendo en España una condición necesaria, aunque no suficiente, para el flujo y el intercambio de mercancías, para la efectiva articulación unitaria del mercado nacional, aunque no fuera, desde lue-

go, la panacea que algunos contemporáneos pensaron. Lo sucedido con el ferrocarril ejemplifica bien la compleja trama de factores de oferta y de demanda –de unas fábricas que producían caro para competir, y poco para abaratar, y de una agricultura atrasada que no tiraba suficientemente de la industria y del comercio, pero que tampoco recibía de éstos los estímulos necesarios– que explican el rezago español a lo largo del siglo XIX.

Finalmente, la larga marcha hacia el proteccionismo –otro ejemplo de las encadenadas consecuencias de las carencias de oferta y de demanda–, que en los últimos lustros del XIX queda ya claramente delineada, completará el itinerario decimonónico. Un poderoso revulsivo inicial para avanzar en esa dirección proteccionista lo proporciona, en la penúltima década del ochocientos, la crisis agraria que desatan las importaciones masivas de cereales americanos y rusos, hundiendo los precios y las rentas de los agricultores europeos. La extensión de las superficies de cultivo en estos países y las revolucionarias innovaciones en los transportes, suman sus efectos competitivos frente a los bajos rendimientos de una agricultura como la castellana. La reacción proteccionista suscitada por estos hechos no se hace esperar, como tampoco la petición de medidas defensivas para otros sectores, del textil y el siderúrgico al hullero, entre otros; movimiento defensivo para reservar el mercado nacional a las empresas y a los productos también nacionales –el llamado viraje proteccionista en la Restauración–, que no es, por lo demás, sino la versión española de una tendencia de alcance europeo, que aquí levanta un parapeto comercial sobre el que ya constituía su peculiar régimen monetario.

En resumen, puede decirse que la trayectoria económica e industrial del siglo XIX español no es la de un país que tenga bloqueadas sus potencialidades de crecimiento y esté, por tanto, abocado al fracaso, sino la de una economía que partía rezagada al iniciarse la década de 1830; la de un país que no logró en el transcurso de la centuria acortar las distancias que le separaban de sus vecinos más prósperos y dinámicos, en particular de Inglaterra, pero que sí aguantó, en cambio, y sin grandes desmayos, el tirón de esas naciones de referencia. Con el resultado final de que la España que se asome al siglo XX será, en lo económico, y tanto más en lo industrial, muy distinta de la que salía del agónico reinado fernandino, siete décadas atrás. No tan distinta como hubiera sido preciso para alcanzar a sus vecinos más prósperos, pero sí lo bastante pertrechada para

subirse, aunque fuera en uno de los vagones de cola del occidente europeo, al tren de la segunda revolución tecnológica y a la dinámica de crecimiento que traía consigo el novecientos.

1.2. El avance truncado de la primera mitad del siglo xx

La liquidación traumática en 1898 de las últimas colonias fue, en cierto sentido, liberadora para España, abriendo nuevas perspectivas de progreso –favorecidas por el efecto balsámico de la estabilización de Villaverde– a una economía que, pese a la sangría previa y al desánimo colectivo que siguió al 98, no afrontaba inane el cambio de siglo. Se contaba, por lo pronto, con la ampliada capacidad inversora que procuran, de un lado, la vuelta de capitales de ultramar, y, de otro, el renovado flujo de capitales europeos que tiene como destino a España entre 1901 y 1913. Hay que añadir los excedentes generados por las actividades económicas más dinámicas de los años finiseculares, comenzando por las exportaciones de hierro vizcaíno, y la mayor movilidad de todos esos recursos financieros propiciada por la formación, también desde los primeros compases del siglo, de una banca nacional de vocación mixta que luego ha dominado la financiación industrial en España.

Un pulso mercantil que se mantiene, y se acrecienta en algunas fases, a lo largo del primer tercio del novecientos, cosechando un moderado acercamiento a los niveles de renta de la Europa más próspera, en porcentajes quizá aún modestos –entre dos tercios y tres cuartos de la renta per cápita promedio de Gran Bretaña, Francia y Alemania–, pero que se agigantan al considerar el tercio de siglo que luego tardarían en ser recuperados, tras la Guerra Civil. En términos agregados, la renta nacional de España se dobló en las tres décadas iniciales del siglo, produciéndose, además, cambios muy significativos en los métodos fabriles y en la propia estructura de cada uno de los sectores, por no hablar de las transformaciones demográficas o del aumento de la esperanza de vida de 35 a 50 años.

El sector industrial refleja muy bien ese sostenido progreso económico: el trasvase de no menos de un millón de trabajadores al sector industrial en el primer tercio de siglo alimentó el crecimiento del producto fabril, que

se duplicó largamente, en particular por el impulso recibido por las industrias básicas y de bienes de inversión. Tanto sectorial como territorialmente –y desde la óptica de las iniciativas empresariales–, la extensión y diversificación del tejido industrial español resulta bien perceptible en los tres primeros decenios del siglo xx: se afianzan, crecen o se renuevan, según los casos, las empresas eléctricas, químicas y de automoción, entre las más ligadas a las nuevas tecnologías que traía consigo la segunda revolución industrial; y, junto a ellas, las de fabricación de buques, construcción residencial y de obras públicas, así como una amplia gama de industrias transformadoras, desde las de maquinaria a las de reparaciones y construcciones metálicas. Barcelona, Madrid y Bilbao se consolidan como principales núcleos fabriles, pero no faltan tampoco avances en otras regiones, ganando en densidad el mapa de la industria española; si bien, junto a las modernas fábricas, donde el producto por trabajador obviamente sobresalía, pervivían instalaciones fabriles de mínima dimensión, desfasada tecnología y reducida productividad, sólo viables en un mercado protegido.

La agricultura, el sector aún predominante dentro de la estructura productiva española, experimenta asimismo una no desdeñable mutación durante el primer tercio del siglo xx. Son apreciables los aumentos de la superficie sembrada, la mejora en las técnicas de laboreo –con la introducción de los arados de vertedera– y el uso de abonos y fertilizantes, la penetración de nuevos cultivos –forrajeros e industriales, en particular–, los incrementos de la productividad, favorecidos por el éxodo agrario, y la renovada capacidad exportadora de ciertos productos –frutales, hortalizas, vid y olivo–, que acaban por constituirse en una pieza esencial del equilibrio económico español; como el aumento de la producción ganadera, cuya expansión en este período apunta en la misma dirección modernizadora. Aunque son precisamente estos logros los que, al introducir diferencias de productividad y rentabilidad entre unas y otras explotaciones, aceleran la ruina, sobre todo en las dos Castillas, de muchos pequeños campesinos sin capacidad inversora ni tierras adecuadas para introducir mejoras técnicas o para diversificar los cultivos.

Por lo que se refiere al sector terciario, las novedades son asimismo importantes, hasta el punto de asistirse a una incipiente revolución en esos

años. Comparecen innovaciones tecnológicas de amplio alcance: el teléfono y el motor de combustión interna, asociado al uso creciente de los derivados del petróleo, son las más significativas. Se modernizan las empresas de banca y seguros, telecomunicaciones, hostelería y transportes. Contribuyen las actividades de servicios, en consecuencia, a la creación de empleo, abundando cada vez más los trabajadores de cuello blanco, ya sea en la Administración, el comercio y el ejercicio de las profesiones liberales, así como, de un modo también muy destacado, en el sector financiero. Sector que experimenta, igualmente, cambios muy expresivos en un sentido modernizador: la reducción del peso del Banco de España dentro del sistema crediticio –en favor de otras entidades sin el privilegio de emisión– y la diversificación de los instrumentos financieros apuntan, en efecto, en esa dirección, como también los cambios operados en el balance de la banca privada, o el propio arraigo de ésta, con el perfil de banca mixta y nacional que mantendrá luego con el siglo. Un asentamiento muy favorecido por la facultad concedida en 1917, y largas décadas vigente, de pignorar fondos públicos automáticamente, ventajosa para el erario y los propios bancos, pero del todo contraproducente para el control monetario.

Ese despliegue de nuevas realizaciones y novedades se produce al compás del progresivo afianzamiento del nacionalismo económico, expresión que resume la orientación de la política económica del período, cuando se acentúa, más aún que en otros países, la introversión comercial, con el arancel como parapeto, y un intervencionismo estatal que, actuando por vías extrapresupuestarias, contribuye a postergar en muchas ocasiones los criterios de racionalidad del mercado. La excepcional coyuntura de la Gran Guerra del 14, con momentos de auge no poco espectacular y cuantiosos «beneficios extraordinarios», contribuye a la afirmación de los idearios nacionalistas, dando alas a empresas y grupos patronales, y nueva voz a los credos doctrinarios proteccionistas.

Pues bien, ese magma de creciente nacionalismo económico cristaliza en España, al igual que en tantos otros países europeos, en múltiples disposiciones. En la política comercial, el arancel Cambó de 1922, ampliando y elevando las barreras proteccionistas de 1891 y 1906. En la política de fomento directo de la producción nacional, las leyes de protección a las industrias de

1907 y 1917, reforzadas por toda una panoplia de regulaciones y organismos sectoriales de corte corporativo en el decenio de 1920, caldo de cultivo para la discrecionalidad administrativa en las ayudas públicas y el florecimiento de las situaciones de statu quo, tanto en el ámbito financiero –con el respaldo de la ley de ordenación bancaria de 1921–, como en el de otros sectores cartelizados, de la energía a los azúcares, y de las primeras materias textiles a las minerales. Se va conformando así una organización corporativa de la producción nacional, que encontrará en la Dictadura de Primo de Rivera el marco más propicio para su refrendo legal y aliento público, adentrándose con fuerza también en los años treinta, en medio de una Europa convulsionada por la Gran Depresión y generalizadas pulsiones proteccionistas.

El balance global, en todo caso, del primer tercio del novecientos dista mucho de ser despreciable: quizá baste con reseñar aquí dos indicadores cruciales, la reducción a la mitad de las tasas de analfabetismo y la duplicación de los coeficientes de inversión, como expresión más palpable del progreso de la economía española en este período. Un progreso que era crecimiento, modesto pero tenaz, y que era cambio, no radical pero sí sostenido, en diversos planos de la estructura social y económica.

Eso es precisamente lo que va a truncarse con la guerra y los largos años de posguerra durante el decenio de 1940, y tanto la senda de crecimiento como las líneas de transformación estructural. No gratuitamente los años que van desde mediados de los treinta hasta comienzos de los cincuenta han sido catalogados de «noche de la industrialización española». Un tinte oscuro que se extiende al conjunto de la economía española, bien reflejado en la década y media que tardó España en recuperar los niveles de vida de preguerra, mientras los demás países europeos occidentales, apenas concluida la Segunda Guerra Mundial, y con la ayuda de los fondos y las orientaciones del Plan Marshall, avanzaban rápidos por la senda de un crecimiento sin precedentes. Y si hondo fue el estancamiento económico, mayor fue el contraste con las pautas de liberalización comercial que guiaron la expansión posbélica europea, pues, en España, caen a niveles mínimos los intercambios exteriores y el intervencionismo estatal, tanto directo, a través del INI, como indirecto, alcanza su más extrema y discrecional aplicación. De auténtica contramarcha en el proceso de desarrollo español puede hablarse, en conse-

cuencia, al referirse al período del primer franquismo, el cual se prolonga hasta el final del decenio de 1940.

1.3. Crecimiento y transformaciones estructurales desde el decenio de 1950

Desde el mismo comienzo de los años cincuenta —el decenio bisagra— las circunstancias que determinan el curso de los acontecimientos y los resultados mismos del proceso económico van a presentar ya otra faz. Factores externos a España —larga onda expansiva de los países occidentales y recuperado valor geoestratégico— e internos —medidas aperturistas, primero en forma de goteo y más tarde en cascada, junto a una renovación generacional en muchos ámbitos de la vida empresarial y de la Administración— confluyen y explican tanto la liberación como el aliento de esas potencialidades de crecimiento de la economía española coaguladas, podría decirse, durante los quinquenios anteriores. Se inicia entonces una más que notable recuperación de posiciones en términos comparados. Recobrado pulso del proceso de industrialización, en definitiva, que arrojará un saldo final de logros y consecuciones, al terminar el siglo xx, sin parangón posible con ningún tiempo precedente.

Tres etapas fundamentales pueden distinguirse en esta segunda mitad del siglo xx, durante la cual el crecimiento y las transformaciones estructurales definen una modernización económica largamente perseguida. Una, la que recorre el decenio bisagra, el de 1950, y la década y media posterior de intenso crecimiento. Otra, la del decenio crítico, que abarca la crisis energética e industrial de los setenta y el ajuste de los primeros ochenta, abriendo un abrupto paréntesis en la tendencia previa de crecimiento, superpuesto a los difíciles años de la transición política. La tercera, la de los últimos tres quinquenios del novecientos, cuando la economía española acompasa sus ondulaciones cíclicas al ritmo europeo, avanza en la convergencia y perfila su estructura productiva de acuerdo con los requerimientos de la construcción de la Europa unida. Algunos elementos identificadores de cada una de ellas merecen ser retenidos.

El cuarto de siglo que sigue a 1950 presenta, ante todo, una excepcional tasa de crecimiento medio de la renta per cápita, superior al 5% anual.

Este notabilísimo avance se fundamenta, muy principalmente, en el aumento de la productividad del trabajo, fruto, a su vez, de una intensa capitalización de la economía española y difusión del progreso técnico. Ya desde los años cincuenta –aunque más aún a partir de los sesenta, una vez que el Plan de Estabilización y Liberalización de 1959 eliminó los estrangulamientos de la política autárquica–, el crecimiento económico español se basó en el aprovechamiento de unos recursos potenciales que la favorable coyuntura internacional permitía incorporar a los distintos procesos productivos; en concreto, energía relativamente barata, tecnologías accesibles, ampliados flujos de capital –de turistas, emigrantes e inversores extranjeros, flujos compensadores del continuado déficit comercial español– y mano de obra abundante. Una receptividad a los impulsos favorables que venían del exterior que fue posible, en buena medida, por la incorporación de España a las instituciones internacionales que regían el orden monetario y comercial de la posguerra mundial, más la fijación, desde 1959, de un tipo de cambio realista para la peseta.

Con estos ingredientes, en el marco siempre de la bonanza internacional, la economía española avanza deprisa como resultado de aplicar más –y más productivos– factores y recursos sobre unos procesos de producción cada vez más diversificados y tecnológicamente complejos. Ello se traduce, ante todo, en un recorte sustancial de la distancia que separaba los niveles de vida medios en España y en Europa occidental, pasando el producto por habitante español de representar apenas un 50% del inglés, cuando el siglo alcanza su ecuador, a situarse por encima del 70% cuando culmina el ciclo expansivo aludido, avanzados los años setenta. Por otro lado, la renovación estructural del campo español, forzada por la definitiva crisis de la agricultura tradicional que se precipita en estos mismos años; el reequipamiento industrial, con lo que significa de mejora de la posición relativa de las manufacturas españolas frente al exterior, y el avance del terciario, que se sitúa a la cabeza de la distribución sectorial del producto y del empleo, ejemplifican la radical transformación de la estructura productiva española que acompaña al crecimiento de la renta, particularmente durante los años del desarrollo que tienen en la década de 1960 su mejor expresión.

Un tiempo que fue igualmente el de la planificación indicativa en España, adaptando parcialmente un modelo no poco extendido en la Europa

de la posguerra, aunque instrumentalizándolo al servicio del dirigismo económico que era propio del marco político autoritario del régimen franquista. Nuevos cauces y resortes intervencionistas entraron, pues, en escena, con los planes de desarrollo, por no hablar de los que, tras la nacionalización del Banco de España en 1962, hacen de los circuitos privilegiados de financiación el cauce por el que fluye una parte sustancial del crédito bancario; y, al tiempo que se orientaban las inversiones hacia los sectores de base y se forzaban las transformaciones sectoriales, se favorecían posiciones de dominio de mercado antes que de libre competencia, alimentando rigideces en el sistema que luego, con la crisis desencadenada en la economía mundial a partir de 1973, habrían de constituir un pesado lastre.

De ahí nacen, en efecto, las hipotecas que heredará la España de la transición a la democracia, al menos en tres áreas institucionales y de mercado fundamentales. Por un lado, en el sector financiero, con una banca más poderosa y rentable que eficiente, y cuyos altos costes de intermediación repercutirían, en los años de crisis, en el sector real de la economía española. Por otro, en el mercado de trabajo, producto de esa especie de «pacto implícito» por el que el Estado concedía fijeza al empleo a cambio de financiación privilegiada a las empresas, aunque fuera a costa de negar los derechos básicos para la defensa libre de los intereses de los trabajadores y los empresarios. Finalmente, en el sector público, donde, contrastando con su raquíta dimensión, se había dado cita toda suerte de instrumentos y resortes administrativos con los que interferir en la actividad mercantil, aunque no con los que ejercer una efectiva acción anticíclica. Déficit institucionales que apuntan en una dirección común: la de hacer que, desde los años sesenta, la economía española haya presentado mayores desequilibrios macroeconómicos que los otros países europeos avanzados, y, señaladamente, una tasa de inflación diferencial que ha requerido de ajustes periódicos en el tipo de cambio de la peseta.

Sobre estas premisas, crisis económica y transición política se conjugaron con particular conflictividad a partir de 1975, en un clima de incertidumbre que hace que los condicionantes políticos posterguen algunas de las más urgentes decisiones económicas. La inicial perturbación de oferta que supone la brusca elevación del precio del crudo de petróleo y de otras materias primas, adquiere un efecto acumulativo no sólo con la inmediata flexión

a la baja de la demanda internacional y de los flujos de capital, sino, quizá de un modo aún más decisivo, con la elevación de los costes salariales y el relajado manejo de las políticas discrecionales, monetaria y fiscal; un manejo descompasado, como también en el ámbito de la política energética, del control más estricto emprendido con prontitud por los principales países industrializados. No puede sorprender, por tanto, que el ciclo de la crisis y el ajuste industrial que se extiende hasta 1983 –tras el impacto, a la altura de 1979, de un segundo *shock* energético–, se salde con un crecimiento medio muy escaso, apenas por encima del 1% anual, al tiempo que se agudizan algunas tensiones macroeconómicas, con alzas de precios que llegan a ser históricas –la tasa de inflación del 26% en 1977– y una descontrolada evolución de las cuentas públicas. La crisis empresarial, crisis de beneficios y de inversión, que golpea muy fundamentalmente al sector industrial y al sector bancario más vinculado a éste, dejó, como saldo añadido, una pérdida de casi dos millones de empleos netos, arrancando de ahí el desempleo masivo que ha sufrido desde entonces la economía española.

Un período, en síntesis, extremadamente difícil, aunque no deje por ello de presentar componentes creativos que, desde el ámbito de la economía y las relaciones industriales, acompañan a los pasajes más intensos de la transición a la democracia: es el significado que puede atribuirse a la cultura del pacto y del consenso que desde los Pactos de la Moncloa nutre las negociaciones entre los agentes sociales, y es el caso, igualmente, de algunas importantes reformas institucionales, desde la tributaria a la que comienza a liberalizar el sector financiero.

Los efectos de la política de saneamiento previo y la certeza de la pronta integración europea abren, a partir de la segunda mitad de 1983, un ciclo de la economía española que bien puede rotularse de «europeo», con cuatro fases muy nítidamente dibujadas: la que llega hasta 1985, año de la firma del tratado de adhesión a las Comunidades Europeas y durante el cual se termina de consolidar la recuperación; los años 1986-1989, de fuerte expansión; la desaceleración de los años 1990 a 1992, apenas disimulada este último año, y la recesión que alcanza su nivel más bajo en 1993, tras las tormentas monetarias que sacuden a la Unión Europea a raíz de las dudas sobre la suerte del Tratado de Maastricht. Ciclo de la integración europea

caracterizado por las altas tasas de crecimiento de la segunda mitad de los ochenta –la renta por habitante en términos reales volverá a crecer a ritmos superiores al 4%–, impulsadas, en parte, por el vigoroso auge de la inversión extranjera hacia España, y también por la ampliación del gasto público, con un ritmo muy alto de ejecución de obras públicas y de otras infraestructuras, técnicas y sociales, a la vez que se universalizan prestaciones sociales básicas y se incrementa la provisión de bienes preferentes, desde los educativos a los sanitarios. Ciclo también en parte malogrado, por cuanto no se aprovechan todas las oportunidades que entonces se tienen para emprender las reformas precisas en la estructura productiva española, con un sector industrial fuertemente perjudicado por el cambio sobreapreciado de la peseta de todo este período hasta las forzadas devaluaciones de 1992.

El ciclo del cambio de siglo, que arranca en 1994, expresa para la economía española la más puntual sincronía con Europa en los ritmos de crecimiento, y la conquista de una marcada estabilidad en las variables de equilibrio interno y externo, merced al cumplimiento de los criterios de convergencia nominal que han desembocado –también para España– en la moneda única. Estabilidad en los precios y en otros indicadores significativos favorecida por la coyuntura internacional, pero también por el recuperado clima de acuerdo entre los agentes sociales y la estabilidad gubernamental posterior a 1996, todo lo cual propicia un crecimiento apreciablemente alto –superior al 3% en los últimos años del siglo– y la remoción del marco institucional, en un sentido liberalizador y de progresiva desregulación, exigida para completar la plena convergencia con Europa.

1.4. Recapitulación

Con acentos particulares, y con ritmos y rasgos en algún caso específicos, puede concluirse que la trayectoria económica de España desde mediados del siglo XIX, responde a un patrón general de crecimiento plenamente occidental y europeo, compartido, en sus grandes tendencias, tanto por los países de la fachada atlántica como, con mayor sincronía aún, por los de la cuenca mediterránea. La observación de este siglo y medio de crecimiento a largo plazo y de hondas transformaciones en la economía española

procura, además, algunas enseñanzas de interés que conviene recapitular aquí: por un lado, los beneficios que proporciona la estabilidad –entendida en un sentido amplio, y no sólo económica, esto es, monetaria y financiera, sino política y social, quizá de un modo aún más decisivo– para el desarrollo de unas potencialidades de progreso durante demasiado tiempo remansadas; y, por otro, el influjo –a pesar, también con gran frecuencia, de las barreras levantadas al intercambio– que ha tenido la coyuntura internacional sobre la economía española, en particular en sus fases de mayor bonanza, y tanto más cuanto mayor ha sido el acomodo, en forma de apertura al exterior, a los esquemas mundiales de cooperación en el terreno comercial y monetario.

El mejor ejemplo de todo esto lo proporciona la experiencia de los últimos años, en que la plena integración comercial con Europa –y la incorporación a la unión monetaria– ha ido unida, bajo el acicate del cumplimiento de los criterios de convergencia, al afianzamiento de una «cultura de la estabilidad», patente sobre todo en el terreno de los precios y de otros desequilibrios macroeconómicos, en particular de las cuentas públicas. Atrás parece quedar el viejo modelo de funcionamiento de la economía española, inflacionista, rígido y cerrado durante décadas, cautivo de esa propensión al déficit tan característica de nuestra Hacienda y sin los resortes institucionales –ni la voluntad política– para ejercer un efectivo control monetario; factores todos ellos que han ido minando históricamente el valor de cambio de la peseta en relación con las principales monedas internacionales, con las que largo tiempo no ha sido siquiera intercambiable, o lo ha sido a unos tipos de cambio que desmentían los oficiales.

Mucho han cambiado la economía internacional y la propia economía española a lo largo de los ciento cincuenta años sucintamente descritos en las páginas previas, pero no tanto como para dejar de consignar algunos puntos de comparación entre el nacimiento y el final de la peseta como unidad monetaria nacional. En efecto, aunque la peseta naciera en 1868 con vocación internacional –de la mano de los liberales septembrinos, y conectada a la zona comercial del franco–, sus pasos, como los de la economía española, fueron pronto encaminados en la dirección contraria del cosmopolitismo económico que, resistiendo las pulsiones proteccionistas de la época, sostuvo durante tres décadas y media el patrón oro

clásico a ambos lados del Atlántico. Con ello, y con otras medidas de acentuada introversión, España se distanciaba en parte de ese engarce común –por más que el aislamiento pudiera resultar provechoso en algunas fases de crisis internacional–, tomando un camino lateral al del progreso económico europeo, al que sólo se ha incorporado con decisión bien avanzado el novecientos. El euro, por su parte, deberá dar también sus primeros pasos en un mundo en cambio –y no fácil, por lo visto hasta ahora–, en que a aquel cosmopolitismo, hoy más amplio y extendido que nunca, se le llama globalización, y es sinónimo de una interconexión económica –y cultural, de la información– nunca antes conocida, ni tan sometida al rigor de los mercados. Al vincularse España al nuevo signo monetario continental apuesta esta vez por una senda no exenta, por supuesto, de incertidumbres, y sin duda exigente, pero que promete, con los debidos esfuerzos, las ventajas que pueden conducirle a una plena convergencia con sus vecinos más prósperos.

Orientación bibliográfica

Las páginas que preceden condensan una visión de la economía española desde mediados del siglo XIX que ha sido expuesta, con algún mayor detalle, en el capítulo de J. L. GARCÍA DELGADO y J. C. JIMÉNEZ, «El proceso de modernización económica: perspectiva histórica y comparada», en J. L. García Delgado, *España, economía: ante el siglo XXI*, Espasa Calpe, Madrid, 1999, del que se han entresacado algunos fragmentos, y en el que se puede hallar una nota bibliográfica más completa. El artículo de P. MARTÍN ACEÑA, «Las tribulaciones de una rubia centenaria», *Claves de la razón práctica*, núm. 40, marzo de 1994, procura igualmente una perspectiva panorámica del período, más centrada, en este caso, en la trayectoria de la peseta.

II. El nacimiento de una moneda

Juan Carlos Jiménez Jiménez

Profesor Titular de Estructura Económica. Universidad de Alcalá

(Madrid, 1959). Se licenció en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense. Obtuvo el Premio Extraordinario de Licenciatura y se doctoró en Ciencias Económicas por la Universidad de Alcalá, en la que es profesor titular de Estructura Económica. Es, en la actualidad, vicerrector de la Universidad Internacional Menéndez Pelayo. En su obra se cuentan varios trabajos de corte histórico sobre el proceso de industrialización de la economía española contemporánea, el papel del crédito oficial y de la empresa pública, así como otros relacionados con la financiación industrial y el sector energético.

*«El duro es absolutista, el real moderado,
el escudo unionista y radical la peseta.»*

Dicho popular recogido por J. M. Sanromá,
La cuestión monetaria en España, 1872.

En medio del rebullicio de aquellas fechas de fervor revolucionario, la noticia del cambio en la pieza central del sistema monetario español –del escudo a la peseta– pasó un tanto inadvertida, sin llegar a merecer siquiera honores de portada en la prensa de la época. Más ocupada la ciudadanía en vitorear con entusiasmo, a su paso por las distintas Juntas revolucionarias, a los marinos alzados en Cádiz y a los generales firmantes del *Manifiesto* del 19 de septiembre, y más preocupada, también, por otros asuntos, ya fueran políticos –la composición del recién constituido *Gobierno provisional*–, sociales –la «cuestión religiosa» reavivada en esos mismos días– o incluso económicos –la anunciada supresión del impuesto de consumos–, lo cierto es que sólo en las páginas interiores de los principales diarios era posible encontrar alguna referencia acerca de lo que se titulaba, sin mayor alusión a la peseta, como «reacuñación de la moneda».

Nacida, pues, silenciosamente, la entronización de la peseta como unidad monetaria nacional en 1868, en virtud del Real Decreto dictado por el ministro de Hacienda, Laureano Figuerola, el 19 de octubre, esto es, apenas tres semanas después de haber triunfado *la Gloriosa*, ha sido interpretada de formas diversas: por un lado, el lema de Prim en aquellos días, y que acabó siéndolo de la revolución septembrina –¡abajo lo existente!–, animaba sin duda a sustituir de los troqueles la efigie de Isabel II por la de la matrona «Hispania», que, recostada entre los Pirineos y Gibraltar, y con una rama de olivo en la mano, reflejaba el espíritu del nuevo régimen, al menos hasta que éste hallara otra encarnación regia; pero la reforma monetaria de 1868 encerraba también otras motivaciones de mucho mayor calado económico, y hasta político, en un amplio sentido. Para empezar, la necesidad –pospuesta, por las insuficiencias del erario, desde la reforma de 1848– de proceder a una reacuñación general que acabase con el mare mágnam de monedas, incluidas las extranjeras, que inundaban el mercado peninsular. Y también, y muy principalmente, la peseta había de ser la unidad de cuenta cuyo contenido metálico la hiciera intercambiable con las monedas de la Unión Monetaria Latina, encabezada por Francia, a la que el Gobierno provisional, aún cauto en cuanto a su adhesión, deseaba cuando menos aproximarse. Baste recordar en qué términos recogió *El Imparcial* la filtración anticipada del decreto de Figuerola: «El diario oficial publicará mañana, según se nos ha asegurado, la nueva ley de moneda, en que se asimila nuestra unidad monetaria al franco».

No deja de ser curioso que la peseta naciera, como moneda principal del sistema español, a la sombra de un avanzado proyecto de unidad monetaria en Europa –el de la citada Unión Monetaria Latina, constituida en torno del franco–, y vaya a acabar sus días, ciento treinta y cuatro años después, a causa de otro, por mucho que el de ahora sea más ambicioso y perfilado, como es el de la Unión Económica y Monetaria, sobre la base del euro. De cualquier modo, este capítulo ha de ocuparse de aquel primer acontecimiento, el del nacimiento de la peseta en 1868, situándolo en su contexto histórico y en la realidad económica y monetaria de la segunda mitad del siglo XIX. Para ello, se resumirán en el siguiente epígrafe los pasos previos, insuficientes por más que bienintencionados, que habían dado las autoridades españolas desde al menos dos décadas antes de la reforma de Figuerola, en el sentido de la modernización del sistema monetario. A continuación, el epígrafe

tercero se centra ya en el origen más inmediato y en las motivaciones que hay detrás del decreto de 1868, en la elección de la peseta como unidad monetaria y en el mantenimiento, a partir de ésta, de un patrón bimetálico de oro y plata que resultaría mucho más efímero que la nueva moneda. Finalmente, habrán de seguirse los primeros pasos de la peseta hasta su consagración definitiva, no sólo en la circulación metálica, sino, desde 1874, en los billetes del Banco de España, coincidiendo con el privilegio exclusivo de emisión concedido a éste por el Gobierno.

2.1. Los pasos previos en la modernización del sistema monetario: las reformas de 1848 y 1864

La llamada «cuestión monetaria» –que incluye la pugna entre metalistas y nominalistas, y la alineación del sistema español con el de los países vecinos, con el fin de evitar la salida de monedas y favorecer el comercio– venía coleando desde mucho antes de 1868. Los problemas monetarios de la economía española a mediados del novecientos fueron tan cabalmente abordados en su día por Joan Sardá en *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX* que apenas si puede hacerse en este punto otra cosa que glosar lo allí expuesto.

En efecto, dos son los rasgos principales que definen la compleja situación monetaria a mediados del siglo XIX. Uno –reflejo, en este terreno, de la multiplicidad de pesos y medidas físicas imperante por entonces en España– es el de la falta de unidad dentro del sistema monetario, en el que conviven monedas de todas las clases, viejas y nuevas, peninsulares y americanas, españolas y extranjeras, mayoritariamente francesas; situación que en Cataluña adquiere perfiles más acusados, con una circulación fraccionaria propia, en forma de «calderilla» de monedas de cobre, que, además, no era equivalente con la castellana. La otra característica del sistema es la recurrente falta de circulación metálica, debido a la escasez de plata, apenas compensada, dentro de un sistema financiero aún muy atrasado, por una mínima circulación fiduciaria en forma de billetes; problema en este caso agravado por la exportación, a Francia sobre todo, de las monedas de plata españolas, cuyo contenido metálico y paridad con el oro –16 a 1 hasta 1848–

no se correspondía ni con el precio del mercado ni con el del franco *germinal* –15,5 a 1–, con el resultado de que los *napoleones* franceses desplazaban a los pesos fuertes o *duros* españoles, fundidos, exportados o, simplemente, atesorados por los particulares, pero, de cualquier modo, extraídos de la circulación en España.

Se cumplía así, inexorable, el conocido principio de la *ley de Gresham*, y la moneda «mala» desalojaba a la «buena» de la circulación. Bien claro se denunciaba en el preámbulo del proyecto de reforma monetaria de 1848: «Nuestras monedas de buena ley y peso desaparecen; abundan las falsas y desgastadas; [...] la proporción del oro con la plata amonedada es excesiva y contribuye no poco a repeler del reino la segunda; [...] circulan con profusión los bustos y nombres de monarcas extranjeros...». Y más gráfico aún es lo que relata Vázquez Queipo, cuando, al tratarse de calcular en 1851 el desgaste de las distintas monedas por encargo de la Junta de Moneda, sólo pudo hacerse con la plata nacional menuda, por cuanto en las arcas del Banco de España «no había entonces duros ni medios duros, y sí sólo *napoleones* o piezas de cinco francos».

Pues bien, sobre esta situación de partida, las reformas monetarias emprendidas entre 1848 y 1868 persiguieron dos objetivos esenciales: el primero fue el de «nacionalizar», en la medida de lo posible, la circulación metálica en España; el segundo, en consonancia también con los problemas descritos, fue el de contener la desaparición de plata, intentando dar con una moneda cuyo valor intrínseco no superase al del franco. Con el fin de conseguirlo, las sucesivas reformas, desde 1848, trataron, en general, de estimular la acuñación y la circulación de las monedas de plata salidas de las cecas nacionales, bien alterando su paridad legal con el oro (esto es, revaluando la plata), bien, como sucediera en 1864, devaluando su contenido metálico, o, dicho en otros términos, disminuyendo la cantidad de metal fino de las monedas.

Tras el fallido intento de Salamanca en 1847, la reforma que abre este período de modernización, aunque resultase un tanto serpenteante, del sistema monetario español, es la de abril de 1848, firmada por Manuel Bertrán de Lis desde el Ministerio de Hacienda del Gobierno moderado de Narváez. En ella se adoptaba un patrón bimetálico de base decimal, a partir del real de vellón como unidad de cuenta, fijándose una relación legal entre el

oro y la plata de 1/15,771. De este modo, el real tendría un valor metálico equivalente a un diecinueveavo de *napoleón* de cinco francos, lo que significaba, de hecho, una devaluación que buscaba contener, como se ha dicho, la exportación de plata española, en un momento en que su precio crecía imparable en los mercados internacionales.

Ésta fue, posiblemente, la causa fundamental del fracaso de la reforma del 48 en su propósito de nacionalizar y unificar el sistema monetario, de tal forma que las monedas españolas de plata siguieron saliendo al exterior o, en todo caso, desapareciendo de la circulación interior. Lo que hasta 1848 se explicaba por el mayor contenido metálico de las monedas españolas en relación con las francesas, en los años siguientes pasó a deberse a la elevación del precio de mercado de la plata, coincidiendo con el descubrimiento de nuevas minas de oro en California y Australia, y la mayor demanda de plata en el comercio con Oriente; relación de mercado entre el oro y la plata que se situaba en 1/15,21 a la altura de 1850 y que, al cambio oficial español (que llegó a repuntar hasta un sorprendente 1/15,886 en 1850), hacía que las monedas españolas, recargadas de plata, valieran más de lo que resultaba de su relación legal, y, de ahí, fuera rentable sacarlas de la circulación interior.

También es cierto, para entender lo sucedido, que la coyuntura económica adversa de esos años y la inestabilidad política –incluido el levantamiento carlista de Cabrera– no ayudaron demasiado al éxito de la reforma monetaria de 1848, si bien ésta, con el sesgo deflacionista que impuso en la economía, tampoco contribuyó a salvar aquella delicada situación. A partir de enero de 1851, y hasta la nueva reforma de 1854, las autoridades españolas suspendieron la compra de pastas de oro y la acuñación de monedas de este metal, lo que vino a significar, *de facto*, y aunque las monedas de oro existentes pudieran seguir circulando, la adopción de un patrón monometálico de plata.

Reanudadas, a partir de 1854, las acuñaciones de monedas de oro –los centenes isabelinos–, y a pesar de la revalorización oficial de la plata (1/15,479 frente al oro), ésta siguió escaseando de la circulación, y el sistema monetario español, como en el resto de los países europeos bimetálicos –todos los principales, salvo Gran Bretaña y Holanda–, debió apoyarse fundamentalmente en el metal áureo. Y, como en los otros países, en España se constituyeron grupos de estudio para tratar la «cuestión monetaria». La Jun-

ta Consultiva de la Moneda, en 1856, y los informes recopilados por la Dirección General de Consumo, Casas de Moneda y Minas, publicados en 1861, ofrecieron sus recomendaciones para afrontar un problema, la escasez de plata, que no sólo afectaba a la estabilidad del sistema monetario, sino a las posibilidades de desarrollo del conjunto de la economía.

Los expertos de la época basculaban entre el bimetalismo oficial y el monometalismo de uno y otro color. Así, mientras Joaquín de Aldamar se mostraba abiertamente favorable a la implantación en España de un patrón oro, sin más, como ya estaban haciendo otros países, Vázquez Queipo se declaraba partidario de ir hacia un patrón plata, si bien conservando la circulación del oro a un curso fijado mensualmente por el ministro de Hacienda, de acuerdo con su precio de mercado. Confrontadas estas y otras opiniones, el *Resumen de los informes sobre la cuestión monetaria* publicado en 1861 por la Dirección General de Consumos concluía su diagnóstico afirmando que la acelerada sustitución de la moneda de plata por la de oro observada en España desde décadas atrás se debía a dos razones fundamentales: una, al exceso de valor concedido al oro; otra, a la evidente depreciación con que circulaban los *napoleones* de plata. De manera que, de no tomarse medidas radicales, se decía, podía «desaparecer totalmente la moneda gruesa de plata, quedando sólo la de oro, depreciada doblemente por su excesivo valor legal primitivo y por su desgaste». Ante esta situación, el *Resumen de los informes* se decantaba por una doble posibilidad: conservar la unidad monetaria de plata, pero revisando periódicamente su valor con el oro, o bien adoptar una nueva unidad monetaria, el escudo, creando monedas fraccionarias de plata gravadas con un *señoreaje* —o proporción de metal fino retenido por el Estado al acuñar— tan alto como para desvincular el valor intrínseco del cartal de las monedas, que habrían de tener, por lo tanto, una capacidad liberatoria limitada.

Entre tanto se discutían estas cuestiones, la coyuntura fraguada durante el bienio progresista (1855-1856), y que se extiende a lo largo de los años subsiguientes, permitió un oportuno respiro monetario, aunque fuera con algún sobresalto, como el que se produjo en 1861. La legislación aperturista en materia bancaria y de ferrocarriles posibilitó un flujo de capitales del exterior que compensó largamente el déficit de la balanza comercial español-

la, aumentando así las reservas de oro, y con ello la circulación metálica, que creció a casi el 6% anual entre 1856 y 1868. Todo ello, fundamental en un país donde esa circulación metálica representaba el 90% de la cantidad de dinero, lo que expresa, a la vista de la exigua fracción restante de *dinero bancario*, el escaso desarrollo financiero de la economía española, pese al impulso de esos años, y el evidente atraso de su sistema bancario.

La reforma monetaria efectuada por Pedro Salaverría en junio de 1864, trazada sobre las líneas maestras del *Resumen de los informes* de 1861, convirtió de un modo efímero al escudo de plata de diez reales en la unidad de cuenta del sistema; rebajó la relación oro-plata hasta el cociente 1/15,476, prácticamente igual al francés; y, sobre todo, decidió la acuñación de moneda divisionaria de plata de baja ley, lo que venía a significar que el nominalismo monetario se abría paso en España frente a las concepciones metalistas, al aceptarse monedas de plata de un valor legal diferente del metálico. La situación, no obstante, se complicó a partir de ese año, y sobre todo a partir de la crisis internacional desatada en 1866, con la quiebra, entre otras, de la importante casa de banca británica Overend & Gurney, que se trasladó a España, donde ya otros factores hacían barruntar la depresión, en forma de crisis financiera –con la suspensión de pagos de buena parte de los bancos y de las sociedades de crédito instituidas diez años antes– y mercantil, reavivando, junto al malestar social, la escasez de metálico.

En resumen, a la altura de 1868, y pese a los intentos anteriores de reforma, el sistema monetario español continuaba aquejado de los mismos problemas que décadas atrás. El primero, si cabe acrecentado, era el de la amalgama de monedas de muy distintos metales y nacionalidades, y de valor intrínseco diverso, que había escapado a las tentativas previas de reacuña-ción, hasta convertir a la circulación monetaria peninsular en «una de las más heterogéneas y degeneradas de Europa», como se reconociera sin ambages en el citado *Resumen de los informes sobre la cuestión monetaria* elevado al Gobierno en 1861. El segundo gran problema, al menos hasta entonces, era el provocado por la tendencia, que ya duraría poco, a la desaparición de la plata; tendencia que pronto se convertiría, en cuanto la cojera del bimet-alismo cambiara de pie con la abundancia mundial de plata –lo que comenzó a suceder desde finales del decenio de 1860–, en escasez de oro. La refor-

ma de 1868, sin alterar ese esquema bimetálico vigente *de iure* desde 1848, intentó, por un lado, unificar el disgregado sistema monetario español –y contribuir, con ello, a la unificación del propio mercado interior– en torno de una nueva unidad, la peseta; y, por otro, vinculando el valor de ésta con el franco, integrar también comercialmente a la economía española con el exterior, facilitando los intercambios con las naciones vecinas, en particular con Francia. Ambos propósitos encajaban muy bien, de paso, con el ideario liberal de los *economistas* septembrinos liderados por Laureano Figuerola.

2.2. La peseta, unidad de cuenta del patrón bimetálico en la reforma de 1868

La peseta –por si hiciera falta aclararlo– no nació, ciertamente, en 1868. Vino a sustituir, eso sí, al escudo, unidad monetaria nacional desde la reforma de Salaverría en 1864, según acaba de verse, de igual modo que éste había reemplazado como medida principal de cuenta al real de plata tras la reforma efectuada bajo el Gobierno de Narváez en 1848. Pero la peseta ya existía como múltiplo del real y submúltiplo del escudo, y, de hecho, la palabra «peseta», sinónimo del real de a dos, era un término común en el habla castellana desde mucho antes (el rastreo de sus orígenes en documentos oficiales se remonta hasta siglo y medio atrás, en concreto a 1718): las *pecetes carolines* –en realidad, reales de a dos, o pesetas– acuñadas en Barcelona al despuntar el setecientos por el archiduque Carlos de Austria, pretendiente en la Guerra de Sucesión a la Corona española, inundaron durante buena parte del XVIII el mercado monetario peninsular, ayudando a propagar un vocablo, el de «peseta», que ya en 1737 aparece en el *Diccionario de Autoridades* como «la pieza que vale dos reales de plata de moneda Provincial [término opuesto al de ‘real americano’, también denominado ‘columnario’]»; y, aclara, «es voz modernamente introducida». Esta «hipótesis catalana» del origen del término «peseta» –y de las razones de su adopción en 1868, completamente al margen de las raíces geográficas de Laureano Figuerola– ha sido bien fundamentada por Crusafont y Balaguer: la palabra *peceta* (diminutivo de *peça*, o pieza), utilizada en lengua catalana desde épocas muy remotas, en la Edad Moderna pasó a ser sinónima del real de a dos, como valor más pequeño entre los múltiplos –o *peces*– del real de plata. Y de ahí, ya desde

comienzos del siglo XVIII, como se ha dicho, se introduce en el léxico castellano, generalizándose su uso en las reformas monetarias previas a 1868.

Como fuere, la peseta, al margen de todo esto, contaba en 1868, en el momento en que Figuerola perfilaba su reforma monetaria, con una virtud muy especial: la de ser, como real de a dos, el equivalente más próximo al franco, valuta internacional sobre la que giraba la Unión Monetaria Latina, el acuerdo de *moneda única* suscrito en 1865 por Francia, Bélgica, Italia y Suiza, al que luego se sumó Grecia, y al que España aspiraba por entonces a incorporarse, como quedara reflejado en el propio Real Decreto de creación de la peseta. El franco –denominación que se conservó luego, además de en Francia, en Bélgica y Suiza– tenía el contenido metálico fijado en el franco *germinal* de 1803, esto es, una moneda de cinco gramos con un 90% de plata fina, sujeto a una relación legal oro-plata de 1 a 15,5. La peseta acuñada por Salaverría en 1864 contenía 5,192 gramos de plata. Bastaba, pues, con un pequeño ajuste, para que la peseta de 1868, dividida en cien céntimos, y revestida de oro en las acuñaciones de cinco o más unidades –y de plata en las de menos de cinco pesetas–, se equiparara del todo, en pesos y leyes, con la unidad común de cuenta de los países vecinos. Para que fuera, en palabras de Anes y Fernández del Pulgar, «un franco con distinto nombre».

Ya se ha insinuado antes cómo esta adopción de la peseta –y el propio decreto de octubre de 1868– se enmarca dentro del impulso reformista y liberalizador (de «regeneración económica», se le llamó entonces) que define, de los aranceles a la fiscalidad y a la legislación de sociedades, la política económica inicial del sexenio, entre 1868 y 1870, coincidiendo con la presencia de Laureano Figuerola al frente del Ministerio de Hacienda. En efecto, los dos objetivos perseguidos por la reforma de 1868 fueron, por un lado, la nivelación de los precios interiores y la unificación monetaria, dificultadas por la presencia de múltiples monedas, hasta noventa y siete registradas, que corrían por España en esa fecha y que estorbaban, obviamente, cualquier tipo de intercambio; y, por otro, se buscaba alinear el sistema monetario español con el de los países firmantes de la Convención Monetaria Internacional de 1865, con el deseo, muy poco disimulado, tanto de activar el comercio exterior como de atraer de nuevo a los capitales extranjeros, tras el frenazo de 1866. Así pues, el propósito último, respaldado por las res-

tantes reformas económicas de los liberales del 68, no era otro que el de favorecer la industria y el comercio en general, en una España en crisis desde 1864, y en donde, como escribe Vicente de la Fuente reivindicando *la sopa de los conventos*, domina «la penuria, hambre general y horrible miseria del aciago invierno de 1867 al 68», y «el invierno de 1868 al 69 se presenta en lontananza horrible y pavoroso». Poco podía hacer, sin embargo, una nueva unidad de cuenta por remediar este estado de cosas, y bastante hizo, en medio de la vorágine política y de la inestabilidad económica de los años siguientes, con mantenerse a flote.

Dos cuestiones, obviamente conexas, pero que conviene examinar por separado, han de resaltarse en estos momentos iniciales de la peseta: por un lado, el frágil equilibrio del patrón bimetálico que ésta sustentaba, como lo era el de los países del «área franco»; por otro, las relaciones de España con la Unión Monetaria Latina.

En lo que respecta al primer punto, la creación de la peseta vino a coincidir con una agudización de los problemas monetarios, no sólo en España, sino en el conjunto de los países que empleaban la plata en su sistema. El Decreto de 1868, al consagrar el mismo bimetalismo que la Unión Monetaria Latina, admitía la libre acuñación de oro y plata, si bien la acuñación de plata divisionaria (sujeta a una ley de 835 milésimas de metal fino, algo inferior, por tanto, a la de la moneda de plata de cinco pesetas) sólo podía hacerse por cuenta del Estado, y hasta un máximo de seis pesetas por habitante. Pero el mantenimiento de una equivalencia legal fija entre el oro y la plata (1/15,5) dependía, no obstante, de que el precio de mercado de ambos metales conservase esa proporción aproximada. Y esto fue precisamente lo que dislocó el sistema a partir de los últimos años del decenio de 1860, cuando el precio mundial de la plata comenzó a caer con fuerza, y no de un modo coyuntural, sino irrefrenable, dificultando la pervivencia de los patrones monetarios basados en este metal, e inclinando a los países —en un proceso acumulativo, a medida que algunos de éstos, de la importancia de Alemania, en 1871, o Estados Unidos, en 1873, iban desmonetizando su plata— hacia el patrón oro, cuyo precio subía impulsado por idéntico principio, sólo que a la inversa. Pocos remedios podían enfrentarse a este dictado de los mercados: y no, desde luego, la suspensión sin más de la acuñación de

plata, como intentaron las autoridades españolas durante casi un año, entre 1870 y 1871, en medio de las incertidumbres de la guerra franco-prusiana.

Por otro lado, en España, este problema del precio relativo de los metales se solapaba con otro, de carácter puramente interno, pero que complicó mucho la situación monetaria posterior a 1868. Al no realizarse –¡tampoco esta vez!– la reacuñación general de las monedas ordenada en la reforma de ese año, y que debió haberse ejecutado antes de 1871, siguieron conviviendo en el sistema español no sólo monedas diversas, sino incluso pesetas de distinto valor, como las de 1864 y 1868, cuyo contenido metálico –basta una simple operación sobre los pesos y leyes respectivos ofrecidos más arriba– difería en casi un 4%. Ante este desajuste, Figuerola sostuvo un criterio nominalista, y resolvió mantener, en virtud de un Decreto de marzo de 1869, la equivalencia legal entre unas y otras monedas: cuatro reales (esto es, una peseta antigua), iguales a una peseta nueva; y un escudo de 1864, igual a diez reales o a 2,50 pesetas nuevas. Pero el público, y hasta el Banco de España, resultó ser más metalista que el ministro, y a la vista del rechazo a aceptar las monedas nuevas *devaluadas*, el Gobierno admitió –ya en 1871– la acuñación basada en los principios de 1864, incluso con los cuños de Isabel II.

Esta concesión no hizo sino empeorar las cosas: las Casas de Moneda acuñaban oro con arreglo al sistema de 1864, labrando, pues, una moneda con exceso de metal fino y más susceptible, por tanto, de atesoramiento. Tan pronto como el precio relativo del oro volvió a subir –y esto sucedió en 1873– la situación se hizo insostenible, y hubo de suspenderse, ya sin opciones, la acuñación de oro. Como en tantos otros pasajes, en éste de 1873 Sardá supo retratar con singular viveza las angustias monetarias del momento: «Una balanza de pagos por cuenta de renta desfavorable y un sistema monetario bimetálico que pretendía mantener contacto con el exterior con una moneda de oro de alto valor sólo podían compensarse con un considerable aumento del endeudamiento exterior». Pues bien, la deuda exterior ya se había cuadruplicado desde 1867, y el otro recurso, la venta de activos a extranjeros, particularmente del patrimonio minero nacional, se había empleado también con profusión a partir de la Ley de minas: el propio año 1873 es el del traspaso de Riotinto y Orconera a manos extranjeras. Así, España, que conservaba *de iure* el patrón bimetálico de 1868, pasó a funcio-

nar, *de facto* –y hasta 1876, en que se reanudan las acuñaciones de oro–, con un patrón monometálico de plata.

La segunda cuestión planteada más arriba –las relaciones de España con la Unión Monetaria Latina en estos años– puede ahora ser examinada. La cojera alternativa del patrón monetario español que acaba de describirse no hace sino ilustrar las dificultades del resto de los países bimetálicos, y, en concreto, los de la Unión Latina, que navegaban igualmente, al iniciarse la década de 1870, a contracorriente de los vientos internacionales. Esto explica, en parte, por qué España no se sumó formalmente a esta convención, pero hay aspectos específicos que deben ser considerados. Y que merecen una atención más allá de lo anecdótico, sobre todo si se tiene en cuenta que, de haber entrado en este *club*, España hubiera podido evolucionar de un modo más natural hacia el patrón oro, como el resto de los socios, en vez de escorarse hacia un patrón fiduciario, quizá más cómodo para las autoridades, pero que la alejaba de los usos monetarios internacionales.

La Unión Monetaria Latina, ya se dijo, se constituyó en diciembre de 1865 como una extensión, en principio a otros tres países, del sistema bimetálico francés, sobre la base del franco, y con libre acuñación y circulación de oro y regulación de la circulación de plata, que en piezas menores circularía sólo en el interior de cada Estado. El descenso continuado del precio de la plata en relación con el oro obligó en los años siguientes a adoptar distintas medidas restrictivas, como la de contingentar las acuñaciones de plata, hasta que en 1878 –si bien el acuerdo monetario, a pesar del empecinamiento francés, era ya letra muerta desde algunos años antes– los países de la Unión Latina decidieron suspender sus acuñaciones de monedas de cinco francos, con lo que, en la práctica, el patrón bimetálico perdió definitivamente su carácter, y se convirtió en un patrón oro *cojo*: sólo el oro podía acuñarse libremente, aunque mantenían su curso legal las monedas de plata ya en circulación.

España había sido invitada, desde el primer momento, a integrarse en esta convención monetaria, y, de hecho, el Decreto de 1868, además de ajustarse al milímetro a sus principios, contenía, en el preámbulo, una loa sin dísimulos a sus virtudes y potencialidades, tan en sintonía con las aspiraciones de *la Gloriosa*. El alineamiento con la Unión, allí se dice, se fundamentaba en el minucioso proyecto elevado al Gobierno anterior, en febrero, por la Junta

Consultiva de Moneda; proyecto que había merecido igualmente la aprobación del Consejo de Estado, y que Figuerola hacía suyo. ¿Por qué no se llegó a entrar, entonces, en la Unión Monetaria Latina? ¿Por qué las buenas palabras no se tradujeron en hechos?

Para situar la cuestión, Tortella encuentra que «la reforma monetaria de 1868 intentaba, entre otras cosas, ofrecer un gesto de buena voluntad que mantuviera a los círculos financieros internacionales en la creencia de que el nuevo Gobierno se proponía facilitar los flujos monetarios entre España y la Unión Monetaria Latina y que tan sólo esperaba a que se reunieran las nuevas Cortes para someter a su aprobación el plan de adhesión». De ahí quizá lo precipitado del Decreto –si bien la reforma no puede tildarse de improvisada–, pero también la favorable reacción de las bolsas de Madrid, Londres y París, en las que se negociaba la deuda pública española. Así pues, además de los principios doctrinales, Figuerola tenía razones muy prosaicas para hacer un guiño a dos de los principales acreedores de su Gobierno –y clientes preferentes–, esto es, franceses y belgas: el ya citado endeudamiento exterior y la comprometida situación financiera de las compañías ferroviarias, en torno de las que también gravitaban cuantiosos capitales foráneos.

Y, aunque el noviazgo fuera sincero, el paso por el altar contó con algunos obstáculos insalvables. El primero de todos, la falta de un consenso suficiente entre las fuerzas políticas y económicas –con el abierto rechazo de los más proteccionistas–, y el temor a atarse a las obligaciones de un convenio que no iba a añadir demasiado a un matrimonio *de hecho*. Vázquez Queipo, el principal opositor a la *cuádruple convención monetaria*, ya había denunciado, en un opúsculo publicado a la altura de 1867, cómo el primer inconveniente de una mancomunidad de moneda entre varias naciones era «la solidaridad que contraen todas ellas a consecuencia de los desaciertos que puedan cometerse por algunas [estaba pensando particularmente en Francia], y hasta de las calamidades públicas, y aun de los mismos progresos de la industria...»; en una palabra, la pérdida de autonomía monetaria y de soberanía nacional, algo tanto más inaceptable, como es bien sabido, cuanto mayor vecindad se tiene con la nación que se considera beneficiaria. Y, por otro lado, está el temprano declive de la propia Unión Monetaria Latina, asediada por el imparable avance del patrón oro y por los problemas que pronto

impuso en su área de influencia la guerra franco-prusiana de 1870. A diferencia de Grecia, que sí ingresó en 1868, España, cuya revolución inspiraba incómodos recelos en buena parte de las cancillerías europeas, *dejó pasar* ese año, y enseguida la dinámica de los hechos la fue alejando de la Unión: no se reacuñan las monedas (condición *sine qua non*, como antes de 1868, para adherirse a ella), se vuelve a las tallas de 1864, se suspenden las acuñaciones de plata, años después, las de oro. El mundo caminaba en otra dirección, y la peseta hacia la soltería metálica.

Al margen de esta frustrada adhesión a la Unión Latina, ha quedado claro que lo sucedido en España en esos años en el terreno monetario no es muy diferente de lo que acontece en el resto de los países occidentales más adelantados, a uno y otro lado del Atlántico. Lo que sí va a diferir, en cambio, es el resultado: imposible de mantener el bimetalismo *a la francesa* dibujado en la reforma de 1868, España, en vez de pasarse al patrón oro como esos otros países, se encaminó, con algunos bandazos, hacia un sistema fiduciario, sin conexión directa con la base metálica del sistema, que se consolida finalmente década y media después, a partir de 1883, cuando los billetes dejan de ser convertibles. Un paso intermedio, pero sin duda decisivo en esa dirección, fue la concesión del monopolio de emisión al Banco de España en 1874.

La que pudo haber sido una reforma monetaria más de las efectuadas en las décadas centrales del siglo XIX, la de 1868, acabó teniendo más trascendencia que ninguna otra, sobre todo cuando, tras la ley bancaria de 1874 –la que otorgaba el privilegio exclusivo de emisión de billetes en todo el territorio nacional al Banco de España–, la peseta pasó a ser el signo monetario de referencia en los billetes de banco españoles, y así, ya sin solución de continuidad, hasta nuestros días.

Repárese en las dos circunstancias decisivas que concurren en 1874: por un lado, la peseta sustituye al escudo en la denominación de los billetes; pero, sobre todo, será a partir de esa fecha cuando estos billetes, merced a las mayores posibilidades de expansión fiduciaria implícitas en la Ley del Banco de España –debidamente aprovechadas por una Hacienda exhausta–, van a ampliar decisivamente su presencia, en detrimento de las monedas metálicas, dentro de la base monetaria del sistema. Luis Ángel Rojo lo ha explicado con la máxima concisión: «En 1874, el modesto avance de las acuñaciones de

oro, un nuevo aumento del precio de éste y las necesidades de la Hacienda pública llevan a poner fin al sistema de libertad de bancos de emisión, introducido en 1856, y a conceder el privilegio de emisión de billetes al Banco de España, cuyo papel como soporte de la Hacienda queda reforzado».

En efecto: «Abatido el crédito por el abuso, agotados los impuestos...», como rezaba, en su exposición de motivos, el Decreto firmado por José Echegaray el 24 de marzo de 1874, no se ocultaba que la razón principal para crear un Banco nacional de estas características era la virtual situación de quiebra del Estado. Manteniéndose, eso sí, la convertibilidad de los billetes, por cuanto su curso forzoso –se decía– sería «el último de los desastres y la mayor de las calamidades económicas». Propósito, por cierto, que no duró ni una década.

Y es que la liquidación definitiva del patrón metálico, enfilada a partir de 1874, no tardaría en llegar. Dos años más tarde se decidió que la plata, que continuaba afluyendo en abundancia a las Casas de Moneda, sólo podría acuñarse por cuenta del Estado: con un valor intrínseco claramente por debajo del legal, y, por tanto, legalmente sobrevaluada, la moneda de plata pasó a funcionar, desde entonces, como moneda fiduciaria y de curso forzoso. Difícilmente podía mantenerse ya el oro circulando, o respaldando los billetes del instituto emisor, y no mucho después, a mediados de 1883, tras una nueva contracción de las inversiones extranjeras –la gran fuente de ingresos áureos, reducidos los de la exportación a causa de la filoxera–, la convertibilidad en oro de los billetes del Banco de España fue definitivamente suspendida. La obligación de pagar en este metal a los tenedores extranjeros de obligaciones españolas, impuesta poco antes por el arreglo de la deuda de Camacho, y profusamente utilizada a raíz de la crisis casi simultánea de la Bolsa de París, presionó también en ese mismo sentido. Rojo vuelve a expresarlo de un modo muy sencillo: «La desaparición del oro de la circulación fue compensada por la expansión de los billetes. España había llegado, de hecho, a un sistema de dinero fiduciario con tipo de cambio flotante».

Toca ya concluir este primer capítulo de la historia de la peseta. Un discurrir en adelante marcado, como enseguida se verá, por el alejamiento durante décadas del orden monetario internacional adoptado por los principales países, bajo la égida del patrón oro, y por el declinar más o menos con-

tinuo del valor real de la peseta respecto de la mayor parte de esas otras monedas. Con lo que pronto cundió aquel dicho que recoge la floresta de Francisco Rodríguez Marín: «peseta falsa, entre las buenas pasa».

Orientación bibliográfica

Los orígenes de la peseta y de la reforma monetaria de 1868, insertos en las coordenadas de su época, han sido tratados con singular acierto en tres textos: el primero en el tiempo, y quizá el más preclaro en el análisis, fue el de J. SARDÁ, *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*, Madrid, Consejo Superior de Investigaciones Científicas, 1948 (reeditado en 1998 por la editorial Alta Fulla, dentro de la colección «Clàssics del Pensament Econòmic Català», con prólogo de Luis Ángel Rojo), en particular a lo largo de sus capítulos V a VII; la segunda aproximación corresponde a 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*, Madrid, Banco de España, 1970, pp. 147-186 (volumen colectivo que incluye otras aportaciones de interés para el tema que aquí ocupa, como la del propio R. Anes sobre las inversiones extranjeras o la de G. Tortella sobre la evolución en esos años del sistema financiero español); la tercera y más reciente contribución a este tema, y también la más aquilatada, tanto por recoger lo mejor de las aportaciones anteriores como por situar muy adecuadamente la experiencia española en un marco internacional, es la de P. MARTÍN ACEÑA, «The Spanish monetary experience, 1848-1914», en P. Martín Aceña y J. Reis (eds.), *Monetary standards in the periphery. Paper, silver and gold, 1854-1933*, Londres, Macmillan Press, 2000, pp. 112-151.

Con mucha mayor vocación de síntesis, y entresacado de otras muchas aportaciones recientes que podrían citarse aquí, el nacimiento de la peseta ocupa un apartado esencial dentro del ensayo de J. VELARDE FUERTES, «De la peseta al euro: biografía de una moneda», en J. C. Jiménez (ed.), *La economía española ante una nueva moneda: el euro*, Madrid, Civitas, 1998, pp. 179-216. Sumamente esclarecedor –desde la privilegiada atalaya que procura el estudio de las monedas– resulta igualmente el breve artículo de

M. CRUSAFONT I SABATER y ANNA M. BALAGUER, «¿Qué significa la palabra peseta?», *Gaceta numismática*, n.º 111, IV, diciembre, 1993, pp. 45-54.

Por último, el lector hallará en diversos textos coetáneos a la creación de la peseta interesantes discusiones acerca de la cuestión: entre ellos, no puede dejar de citarse el de V. VÁZQUEZ QUEIPO, *La cuádruple convención monetaria considerada en su origen, objeto, ventajas e inconvenientes, e imposibilidad actual de su adopción en España*, Madrid, Imprenta de José Cruzado, 1867 (recogiendo una serie de artículos publicados el año anterior), cuyo título revela bien a las claras la posición del autor, inmediatamente contestado por el polemista JUAN GÜELL Y FERRER, *Examen de la crisis actual, con ocasión del opúsculo publicado por el Excmo. Sr. D. Vicente Vázquez Queipo*, Barcelona, Imprenta de Narciso Ramírez, 1866; o también la obra posterior de S. RUIZ GÓMEZ, *La cuestión monetaria*, Madrid, Sucesores de Rivadeneyra, 1886. Una sintética panorámica de éstas y de otras posiciones doctrinales de la época puede obtenerse en J. L. GARCÍA RUIZ, «Moneda y finanzas en España, 1845-1921», en J. Hernández Andreu (coord.), *Historia monetaria y financiera de España*, Madrid, Síntesis, 1996, pp. 123-187.

III. El patrón oro en el horizonte, 1868-1918

Marcela Sabaté Sort

Profesora Titular de Economía Aplicada. Universidad de Zaragoza

(Manresa, Barcelona, 1962). Doctora en Economía por la Universidad de Zaragoza y profesora titular de Economía Aplicada en la Facultad de Económicas de la citada universidad. Especialista en el sector exterior de la economía española contemporánea, ha publicado diversos artículos en revistas científicas sobre la política arancelaria y cambiaria, así como sobre la historia de la peseta. Entre sus trabajos destaca el libro «El proteccionismo legitimado. Política arancelaria a comienzos de siglo» (Madrid, 1996).

Estas páginas se ocupan del período que va desde el alumbramiento de la peseta en octubre de 1868, hasta 1918. Tratan pues de recrear la historia monetaria española a través del Sexenio revolucionario (1868-1874) y la Restauración borbónica (de 1875 en adelante), hasta el fin de la Primera Guerra Mundial. Medio siglo de intermitente conflicto (la guerra de los diez años contra Cuba, 1868-78; segunda guerra carlista; la insurrección antillana de 1895 y el enfrentamiento con los Estados Unidos en 1898; la campaña de Marruecos en 1909), que salda sin embargo para el país, en términos de crecimiento y modernización, con signo positivo. Como parte inseparable de este devenir económico, deben considerarse la transformación experimentada entonces por la circulación monetaria (primer epígrafe); los intentos de integrar a España en el área del patrón oro (segundo apartado), y la variación del tipo de cambio de la peseta a lo largo del período (tercer epígrafe).

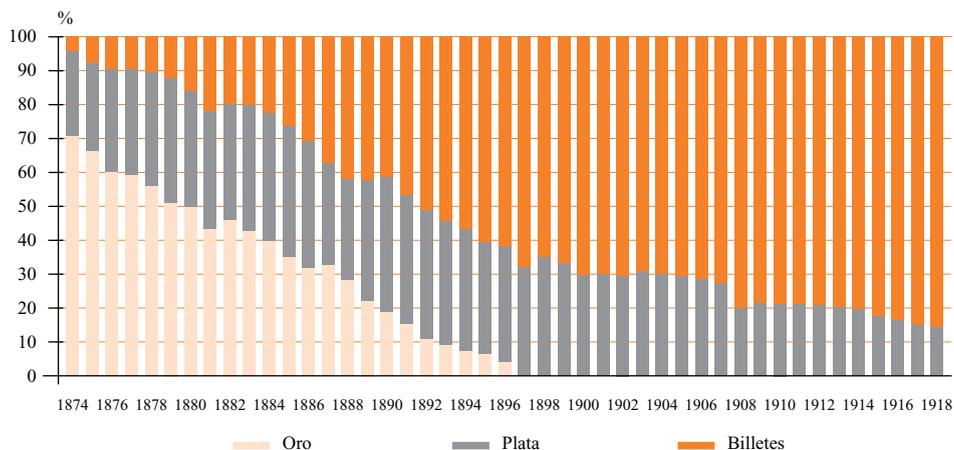
3.1. Magnitudes monetarias. La forma

Cuando en 1868 la peseta se eleva a la categoría de unidad monetaria nacional, la clase de dinero empleado por los españoles en las transacciones económicas es esencialmente dinero de pleno contenido, monedas de oro y plata, cuyo valor legal (nominal de la moneda) se iguala al valor intrínseco (el precio de mercado del metal contenido en ella). Dicho año, el *stock* de oro supera el equivalente a 1.200 millones de pesetas y el de plata, los 300. Muy lejos en importancia se encuentra el dinero fiduciario, el billete, así considerado por circular con un valor nominal claramente superior a su valor mercancía, en este caso, el valor del papel que le sirve de soporte. En 1868, la cifra de billetes emitida por la banca suma poco más de 100 millones de pesetas. Un monto suficientemente modesto como para poder afirmar sin reservas –aun desconociendo la cuantía de moneda metálica inmovilizada en la caja de los bancos, y sustraída por tanto a la circulación–, que el efectivo en manos del público es entonces, fundamentalmente, dinero de pleno contenido.

Un panorama radicalmente distinto al de 1918, cuando la peseta cumple cincuenta años. En el ínterin (gráfico 3.1) el combinado de magnitudes monetarias que dan soporte a la peseta ha cambiado de forma radical. El destello de oro que alumbró su nacimiento y dominó la circulación de los primeros años –con un 70% del valor del efectivo en manos del público en 1874– ha desaparecido a la altura de 1896. A partir de este ejercicio, el único brillo será el de la moneda de plata, que de representar el 25% del efectivo en manos del público, alcanza a constituir un tercio del dinero efectivo en 1897. Desde entonces, su brillo no dejará de apagarse y en 1918, ya sólo supone el 15% del efectivo en manos del público. En consecuencia, el período examinado comporta el triunfo de la figura del billete: con un peso testimonial en la circulación de 1874 –año en que el Banco de España recibe el privilegio de emisión–, y de presencia arrolladora (más del 85% del efectivo en manos del público) en 1918. Hay, en resumen, un cambio importante en el medio físico, el cuerpo en que la peseta se encarna durante el medio siglo aquí examinado. Un cambio más importante incluso de lo que la mera sustitución de moneda por billetes deja entrever, si se tiene en cuenta que desde 1873 la plata se ve afectada por un proceso de continua desvalorización en

Gráfico 3.1

CIRCULACIÓN MONETARIA, 1874-1918



Fuente: Tortella (1974).

los mercados internacionales, que rebaja el valor mercancía de sus monedas, convirtiéndolas rápidamente en dinero –igual que el billete–, de tipo fiduciario.

En efecto, durante largo tiempo, la onza de plata había cotizado a 60 $\frac{7}{8}$ peniques en la Bolsa de Londres; pero en 1873 empieza a experimentar un acusado descenso, cuando frente a una producción más estable de oro, el descubrimiento y puesta en explotación de los ricos yacimientos de California inundan de plata el mercado internacional. Una tendencia bajista, además, reforzada por la avalancha de ventas del metal blanco en que se traducen las decisiones alemana primero (en 1871) y norteamericana después (1873) de relegar el uso monetario de la plata en favor del oro. Este aumento de oferta relativa explicaría el desplome en la cotización de dicho metal a partir de 1873, que de los 60 peniques de 1868, le lleva a cotizar 52 $\frac{3}{4}$ peniques en 1876, 50 $\frac{9}{16}$ en 1883 y 30 $\frac{3}{4}$ en 1896. Y como quiera que simultáneamente permanecieran inalteradas las condiciones de talla de las monedas de plata (nominal en pesetas por kilo de metal acuñado), resultó automática su pérdida de valor intrínseco, pasando de monedas de pleno contenido a convertirse desde 1873 en dinero fiduciario. Hecho éste, que

explica en sí mismo por qué empieza entonces a desaparecer el oro de la circulación en los países que como España, partían de una situación bimetalista, con monedas de oro y plata.

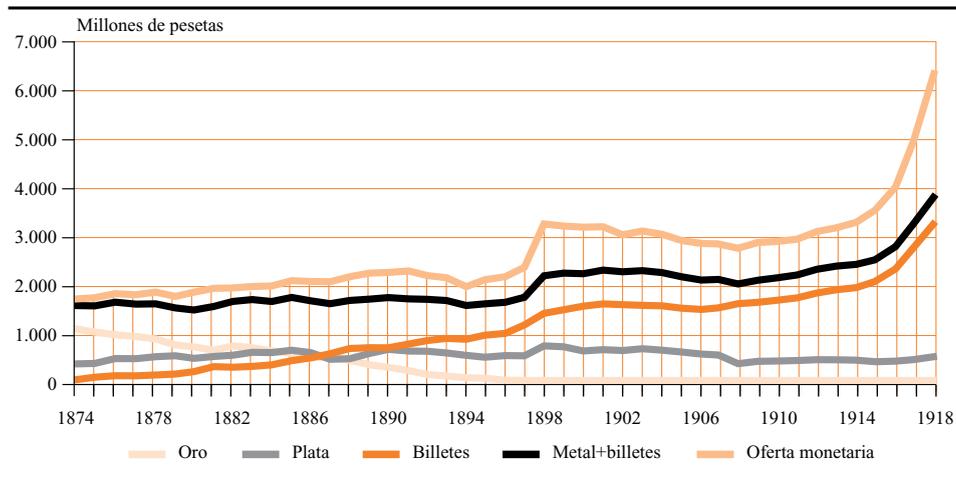
Considérese que a la altura de 1868, el precio de la onza de plata (60 7/8 peniques) definía una relación con el oro de 1 a 15,5 (1 gramo de oro fino a cambio de 15,5 gramos de plata). El continuado descenso del precio de la plata iría modificando dicha relación en un sentido marcadamente alcista: la abundancia relativa de la plata o, si se prefiere, la escasez relativa del oro, se tradujo en un aumento de la relación a 17,88 gramos de plata en 1876, hasta 18,64 en 1883 y más de 30 gramos de plata por 1 gramo de oro en 1896. Si en paralelo a dicha pérdida de valor, no se rebajaba el nominal de la moneda de plata, el resultado sólo podía ser un incremento de estas acuñaciones, y simultáneamente, el atesoramiento de la moneda de oro. Aumento de las acuñaciones de plata porque éstas representaban per se una ganancia: al estar bajando el precio en el mercado y no revisarse el contenido físico (las condiciones de talla) de las monedas, el coste de la pasta o lingote presentado a la ceca quedaba por debajo del nominal de las monedas entregadas a cambio. Recíprocamente, los particulares se sienten incentivados a atesorar oro –no presentando nuevos lingotes a las Casas de Moneda, detrayendo incluso monedas de la circulación–, al ser este metal una mercancía que se revaloriza en términos de la otra mercancía acuñable. De manera que la desaparición de la moneda de oro en 1896, tiene mayor trascendencia para la historia monetaria española de la que en principio cabe suponer. Porque no se desvanece en vano el oro de la circulación; su desaparición, por las razones que la provocan, es fiel indicador de que el capítulo de las monedas de pleno contenido queda definitivamente cerrado en España. De 1897 en adelante, el efectivo en manos del público (moneda más billetes) es un agregado enteramente fiduciario.

De forma que entre los primeros compases de la Restauración borbónica y el final de la Gran Guerra, el sistema monetario español experimentó una notable transformación: de patrón metálico de pleno contenido a patrón fiduciario, con un creciente protagonismo de los billetes. Realmente, sólo el crecimiento de estos últimos pudo evitar que la acelerada desaparición del oro circulante en el último cuarto del XIX –aunque en parte compensada por

Gráfico 3.2

MAGNITUDES MONETARIAS, 1874-1918

Millones de pesetas



Fuente: Tortella (1974).

la expansión de la plata—, no derivara en una fuerte contracción monetaria. Si el efectivo en manos del público se sostiene hasta 1896 es gracias a la proliferación de los pasivos monetarios del Banco de España. A partir de esa fecha, el dominio de los billetes sobre la marcha del efectivo en manos del público queda de manifiesto, sin más que observar el paralelismo de las trayectorias que dibujan una y otra magnitudes (gráfico 3.2) hasta el fin de la Primera Guerra Mundial.

El Banco de España termina alimentando en solitario con sus pasivos —los billetes que emite como contrapartida a sus operaciones de activo—, las necesidades de circulante del mercado a principios de siglo. Y aunque en 1918, comparando con la situación de partida, los depósitos a la vista (dinero bancario) han ganado posiciones relativas frente al dinero legal (efectivo en manos del público), este último continúa, gracias a la proliferación del billete, dominando la oferta monetaria española (efectivo en manos del público más depósitos a la vista). Sin duda, el rasgo más característico de la evolución del agregado monetario español entre 1868 y 1918, fue el de la homogeneización primero, y creciente difusión después, del billete de banco.

La homogeneización se consigue con un Decreto de 19 de marzo de 1874, cuando al otorgar el monopolio al Banco de España, se acaba con la pluralidad de emisión de billetes bancarios que regía desde 1856. Las necesidades de fondos públicos en la delicada coyuntura de 1874 –menguados los ingresos regulares del Estado a causa de las reformas tributarias del Sexenio y presionando los gastos por las guerras con Cuba en ultramar y carlista en la península–, están detrás de la medida. Lo importante es que a partir de ese momento, sólo los billetes emitidos por el Banco de España van a ser de curso legal, quedando homogeneizada en el país, por tanto, la circulación de este tipo de efectivo. La base para su difusión se sienta años más tarde, en marzo de 1884, al suprimirse el requisito de que los billetes estuvieran domiciliados en las sucursales del Banco. Desde entonces, pueden circular sin restricciones los billetes (independientemente de series y emisiones) por toda la península, haciéndose su utilización más fluida y convirtiéndolos en el efectivo que en poco tiempo, de 1887 en adelante, predominaría en la constitución física de la peseta.

El epígrafe de legislación que sigue, resume cuantas disposiciones se orientaron a modificar las condiciones de emisión del Banco; habida cuenta de que la vitalidad del curso de sus billetes domina la trayectoria de los medios de pago en la España de 1868-1918, sería de otro modo imposible historiar la evolución de la peseta y la política monetaria hispana (intenciones y resultados) de la época.

3.2. Medidas legislativas. La voluntad

En el capítulo anterior se han descrito el contexto y condiciones que promovieron la unificación monetaria española (por Decreto de 19 de octubre de 1868), eligiendo a la peseta como unidad del sistema. Una reforma monetaria que, aparte de clarificar y simplificar la circulación, pretendía alinear el sistema nacional al de los países con que España mantenía mayor volumen de flujos comerciales y financieros. Sólo así se entiende la elección de la peseta de plata (de 5 gramos de peso, el mismo que un franco francés de plata) como centro del sistema.

Los vínculos con el exterior, en efecto, apuntaban como natural la integración española en la Unión Monetaria Latina, constituida en 1865, y

que inicialmente agrupó a Francia, Bélgica, Suiza e Italia. El primer país era el principal importador de productos españoles, con presencia mayoritaria además, junto a Bélgica, en la financiación de inversión extranjera en solar hispano. Hacer más fluidas las relaciones exteriores con los principales interlocutores respondería, por tanto, a la cuestión de por qué España –aun sin incorporarse formalmente–, declara a la peseta unidad monetaria (por su equivalencia con el franco) y adopta el resto de reglas de la Unión. Entre ellas, la aceptación de la libre acuñación de oro y plata, esto es, la aceptación de un sistema bimetalista, con una relación entre uno y otro metales de 1 a 15,5; la relación observada por los países de la Unión, y que a la altura de 1868, como antes se apuntaba, refleja fielmente la cotización relativa de ambos metales en el mercado. En el caso español, esta equivalencia se tradujo en una talla de 3.444,44 pesetas (en monedas de 5, 10, 20, 50 ó 100 pesetas) por kilogramo de oro fino entregado a las cecas para acuñar; en relación con la plata, la talla quedaba establecida en 222,22 pesetas por kilo de metal fino (1 peseta/4,5 gramos de plata fina, esto es, la equivalencia de 1 peseta/5 gramos de plata de ley, que definía la equivalencia francesa).

Y estos eran, de acuerdo con lo decretado en octubre de 1868, los términos en que deberían acuñarse las monedas españolas –dependiendo de que fueran de oro o plata–, a partir del 31 de diciembre de 1870. Problemas de índole exclusivamente presupuestaria parecen haber sido los causantes de la prevista demora (más de dos años) para que las reacuñaciones empezaran a ajustarse a los nuevos criterios. Lo cierto es que, llegado ese momento, la resistencia del Banco de España a aceptar las monedas de nuevo cuño haría que el Decreto de 19 de octubre, tal como fue inicialmente concebido, tampoco entrara entonces en vigor.

Para entender la oposición a la nueva talla, debe considerarse que la reforma de 1868 supuso *de facto* una revalorización de los metales (oro y plata) en relación con el valor reconocido en la talla de 1864. Al nominal de las monedas reacuñadas (expresadas en pesetas) les asignaba un contenido metálico inferior: un 3,99% menos de peso en la moneda de oro y un 3,84% menos en la de plata. Revalorización, por tanto, de ambos metales, aunque más que proporcional en el caso del oro. De la relación 1 a 14,90 de 1864, la talla de 1868 –al revalorizar el oro tanto en términos absolutos como compa-

rados—, defendía una relación de 1 a 15,5, más cercana a la cotización relativa de ambos metales en las bolsas internacionales. De ahí el problema de ceder a la resistencia opuesta por el Banco de España, como se cede en el Decreto de 15 de diciembre de 1871, cuando dispone que las nuevas acuñaciones mantengan la talla de 1864. La desvalorización de la plata a partir de 1873, tendrá en consecuencia, efectos tanto más contundentes en España, cuanto que en la situación de partida, el metal blanco ya estaba sobrevaluado.

Así se explica el debilitamiento de las acuñaciones de metal amarillo, sin que la decisión de rebajar en 1873 la talla de la moneda blanca (hasta 220 pesetas por kilogramo de plata fina entregado) pueda contener la abundante importación de metal argéntífero. Es difícil renunciar al beneficio que representa obtener un nominal que permanece por encima del precio de compra del metal empleado. En este sentido, la decisión española de elevar la relación oro-plata (las 220 pesetas la subían de 14,90 a 15,66), aunque correcta en su orientación, quedó lejos de la necesaria (cuando el mercado la cifraba en 15,92) para atajar la proliferación de la moneda de plata. Distanziata quedó también de la rotunda respuesta de los países de la Unión, quienes para evitar el cumplimiento de la conocida ley de Gresham —la moneda mala, la que se desvaloriza, expulsa a la buena de la circulación—, contingentaron primero las acuñaciones de plata, hasta que en 1878, ante el incesante desplome de su cotización deciden suspenderlas. Con tal decisión, el patrón monometálico oro liderado por Gran Bretaña era coronado rey indiscutible del orden monetario internacional, al menos hasta el inicio de la Gran Guerra. Tras el ingreso de Francia, puede decirse que ninguna potencia quedaba fuera del dominio del oro, y los países que lo estaban, como España, vivirían desde entonces en la perpetua tensión de tener que decidir sobre las ventajas e inconvenientes de adscribir la moneda nacional a la disciplina áurea.

Formar parte del club áureo implicaba, primero, la necesidad de fijar una equivalencia oro de la moneda nacional (*mint parity*), a la que debería convertirse, sin restricciones, el billete de banco a su presentación. Además, los particulares podrían exportar oro libremente, como libres debían preservarse los movimientos internacionales de capital. Por esta vía se garantizaba que la oferta monetaria (en su componente de billetes más depósitos) no podría separarse de forma sostenida de las necesidades del mercado (deman-

da por motivo de transacción); esto es, quedaba exorcizado el demonio de la inflación, al menos en términos diferenciales. Para ver cómo, se plantea el supuesto de que la oferta monetaria excediera a la demanda real: los precios interiores se elevarían y la importación se haría rentable. Aumentaría en el país la demanda de giros sobre el extranjero (letras libradas en moneda extranjera) para atender al pago de esas importaciones, elevando su cotización en moneda nacional. La moneda nacional se estaría depreciando. Pero sólo hasta llegar al llamado punto oro (*gold point*), esto es, el porcentaje que sobre la equivalencia oro del dinero (*mint parity*) vienen a representar los gastos de transporte, seguro y, de ser necesaria, la refundición de la moneda. Porque llegados a ese punto, la exportación de oro (moneda) resultaría más barata que adquirir giros sobre el extranjero.⁽¹⁾ Lo importante es que la salida de oro, implica contracción monetaria interna y deflación. Corrige por tanto la desviación inicial en precios y restaura la competitividad externa, eliminando así las presiones sobre el tipo de cambio de su moneda, que precisamente por este motivo, se mantiene estable dentro del estrecho margen que le marcan los puntos oro. El patrón áureo, en última instancia, aseguraba la estabilidad del tipo de cambio entre las monedas de los países sujetos a la disciplina, y en la medida en que el alto grado de automatismo con que quedaba asegurada dicha estabilidad se percibiera como un activo, podía favorecer las conexiones, comerciales y financieras, con los miembros del club.

En resumen, méritos de estabilidad interna (conjurando el riesgo de inflación) y estabilidad del cambio exterior de la moneda (asegurando fluidez en las relaciones internacionales) son las ventajas con que el oro va a deslumbrar a cuantos países, como España, quedan a las puertas del patrón amarillo en su época de mayor esplendor, 1880-1913. Porque España nunca va a ingresar en el patrón, a pesar de que se planteó formalmente el ingreso mediada la década de los setenta, cuando tras suspender las acuñaciones de oro, la Restauración apuesta –apagada la revolución cubana y con el problema carlista bajo control–, por orientar la política monetaria española hacia el canon monometalista que está imponiéndose en el mundo.

(1) El franco francés tenía fijada una equivalencia con respecto al oro –que se mantiene al desmonetizarse la plata–, de 100 francos por 29 gramos de oro fino; para la libra esterlina, la equivalencia es de 4,25 por onza de oro fino, es decir, de 3,98 libras por 29 gramos. El cruce de *mint parities* da una paridad oro de 25 francos por libra esterlina. De forma que, cuando la demanda de francos contra libras rebasa este cambio en más de lo que suponen los gastos por transporte, seguro y refundición del metal, se hará rentable, y por tanto, efectiva la salida de oro de Francia.

En efecto, un Real Decreto de 20 de agosto de 1876 había declarado la voluntad española de sumarse a la norma monetaria dominante, y de abandonar, por consiguiente, el patrón plata en que había derivado, *de facto*, el bimetalismo sancionado en 1868. El abandono de la plata y el ingreso en el patrón oro, sin embargo, se programó de forma gradualista. En primer término, debían cesar las acuñaciones de metal blanco por cuenta de particulares; a partir de entonces se harían por cuenta exclusiva del Estado. La idea era tener bajo control las acuñaciones de plata, ajustando su circulación a las necesidades de moneda de reducido valor (fraccionaria) de acuerdo con el volumen interior de transacciones comerciales. Continuaba empero la acuñación libre de oro por cuenta de los particulares, aunque ahora sí —derogando en este punto lo dispuesto en el Decreto de 1871—, a la talla de 1868. Para evitar escasez de circulante en el supuesto de que los agentes privados no presentaran suficiente oro para la acuñación, el Gobierno se comprometía a suministrar por su cuenta el metal necesario. No en vano, el objetivo último del Decreto de agosto de 1876 era llegar a conseguir una circulación de oro lo suficientemente abundante —esto es, proporcionada a la demanda de dinero—, para poder prescindir de la plata. Sólo entonces se limitaría su poder liberatorio, hasta un máximo de 150 pesetas por operación, quedando el sistema monetario español instituido como sistema monometálico oro.

Pero por el momento, a la altura de 1876, aunque levantada la suspensión de las acuñaciones de oro decidida en 1873, la oferta monetaria nacional continuaba siendo bimetálica, y de 1876 en adelante, a pesar de que las acuñaciones de oro fueron muy superiores a las de plata (900 millones de pesetas oro contra 150 de plata hasta 1882), por efecto del atesoramiento, el metal amarillo fue reduciendo peso en el efectivo en manos del público, lo mismo frente a la plata que a la circulación de billetes emitidos por el Banco de España (gráficos 3.1 y 3.2). Un proceso que se agravará en 1882, cuando la crisis internacional —vvida de manera especialmente intensa por la vecina Francia—, corte el flujo de divisas hacia España, y la prima que alcanzan las letras giradas sobre el extranjero en la Bolsa de Madrid estimule la conversión de billetes en oro, reduciendo de manera alarmante las reservas metálicas del Banco de España.

De ahí que en 1883, la legislación monetaria española marque un nuevo rumbo al declarar la suspensión de la convertibilidad en oro del bille-

te. Se releva el Gobierno del compromiso de sostener las acuñaciones de metal amarillo, y el billete de banco sólo conserva a partir de entonces su convertibilidad en plata, quedando respaldado, en consecuencia, por una moneda igualmente fiduciaria. Se habían sentado las bases del que iba a ser el sistema monetario español hasta 1918: un sistema un tanto atípico en el contexto de patrón oro dominante, con un circulante básicamente fiduciario y –conforme pondrá en evidencia la desaparición de la moneda de oro–, con un tipo de cambio flexible. Lo cual no quiere decir que se enterrara en 1883 la voluntad de ir hacia el patrón oro. Prueba de que la intención persistía está en no haber revocado la Ley bimetalista de 1868, sino simplemente haber suspendido –con la carga de temporalidad implícita en el término– la convertibilidad en oro del dinero legal. En cualquier caso, fuere o no deseada, la excepción a la norma monetaria internacional tendría sus particulares efectos sobre la economía española.

A diferencia de los países del patrón oro, en España, por ejemplo, no se plantearon problemas de liquidez cuando, en el último tercio del XIX se detectó una cierta escasez de oro –de *rarefacción* del metal se hablaba en la época–, en buena medida provocada por la propia desmonetización de la plata y el consiguiente aumento en la demanda de oro para usos monetarios. Lo importante es que las dificultades en la provisión de oro forzaron una acomodación, a la baja, de los niveles internos de precios, contribuyendo a la deflación que iniciada en 1873, continúa –con algún que otro respiro– hasta mediados los noventa. En este lapso de tiempo, el de la *Gran Depresión* según le llamaron los coetáneos, los índices de precios de los países sujetos a la disciplina áurea mantuvieron una tendencia bajista, que contrasta grandemente con el relativo sostenimiento de los precios españoles. Pues por haber mantenido en 1873 un patrón bimetálico (oro y plata), que daba de partida una base monetaria más amplia, y sobre todo, por haber potenciado las posibilidades de expandir el billete al suspender su convertibilidad en oro, la oferta monetaria española mantuvo una trayectoria ligeramente alcista hasta principios de los noventa; los precios, en consecuencia, escaparon en su formación al influjo monetario de la escasez de metal amarillo y a la dureza de la Gran Depresión. El resultado fue una importante acumulación de inflación diferencial española frente al exterior, síntoma entonces, como ha sido

frecuente en la posterior historia monetaria nacional, de las necesidades financieras de la Hacienda y su recurso al banco central.

De hecho, el Decreto que concedió el privilegio de emisión a dicha entidad en 1874, se fundó en la base de los apuros financieros por que atravesaba el Estado. Tanto los gastos extraordinarios de guerra y la debilidad de los ingresos tributarios en los setenta, como la crisis agrícola de los ochenta, presionaron sobre unos presupuestos, que, dada su extrema rigidez, acumularon déficit tras déficit. Por dicho motivo desde la constitución del Banco, y hasta el esfuerzo de estabilización presupuestaria de los primeros noventa, el recurso público al instituto emisor –solicitando anticipos que no reembolsaría, colocando títulos de Deuda en cartera–, irá conformándose en su principal línea de negocio. En 1891, los activos públicos en poder del Banco de España vendrían a representar más del 50% del total de activos; sin la emisión de billetes que esta línea de negocio alimenta, no se entendería el nivel de vuelo alcanzado por el papel, ya entonces el componente más relevante del efectivo en manos del público. Hasta tal punto había su circulación aumentado, que era necesario revisar el tope de emisión del Decreto de 1874, cifrado en 750 millones de pesetas.

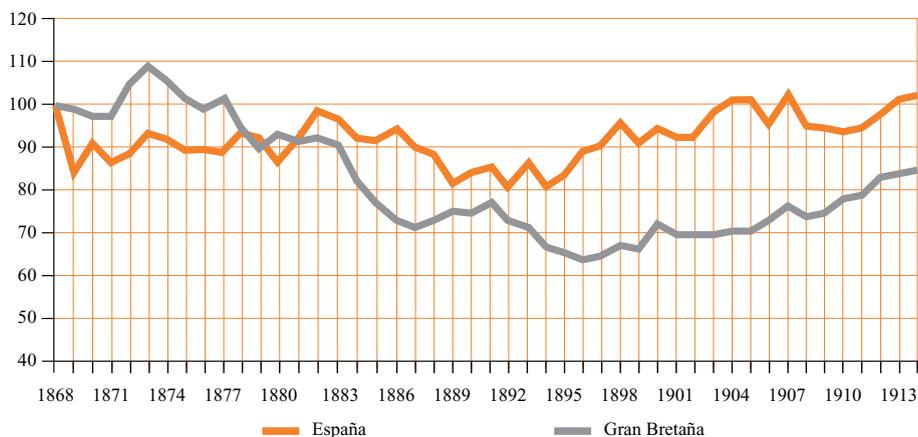
Y esto es lo que hace precisamente la Ley de 14 de julio de 1891, cuando renueva al Banco de España el privilegio de emisión. Eleva el límite hasta 1.500 millones y cambia el criterio de garantía del billete establecido en la legislación de 1874, sustituyendo el límite impuesto al crecimiento de pasivos monetarios en función del capital, por la regla de que la suma de billetes en circulación, depósitos y cuentas corrientes, no excediera a la de metálico, pólizas de préstamos, créditos con garantía y efectos a noventa días. La nueva Ley destila en este sentido, en cuanto relega la regla del capital, una concepción más actual de los bancos centrales, y lo que es realmente interesante, termina teóricamente con la posibilidad de continuar con la financiación monetaria de la Deuda al no admitir efectos públicos como garantía del billete. Es más, al no admitir títulos de Deuda como garantía, dado el peso alcanzado por éstos en el activo del Banco, se impone el saneamiento de su cartera.

No hay ninguna duda de que se está considerando de nuevo en España –superados por el Tesoro los momentos más críticos–, la adscripción de la peseta al patrón áureo. La voluntad de cortar con la financiación inflacionis-

ta del déficit, y aun de drenar liquidez mediante el rescate del Estado de la Deuda en cartera, dejan pocas dudas al respecto. Cuestión distinta es que la insurrección cubana de 1895, y la guerra con los Estados Unidos en que termina, den al traste con el equilibrio presupuestario logrado a principios de década, y por tanto, con la intención de cegar el recurso del Estado al Banco de España. La presión de los gastos asociados al conflicto –y las dificultades de España para encontrar financiación externa en otras condiciones que no fueren leoninas–, provocó un importante deterioro de la posición deudora del Estado. La Deuda pública en circulación creció de manera acelerada, volviendo de nuevo a colocarse, una parte considerable, en la cartera del Banco de España. Añadiendo a esta colocación los anticipos concedidos por el Banco al Tesoro, queda explicada la expansión de los activos del instituto emisor frente al sector público, y en contrapartida, la proliferación de sus pasivos monetarios. Los billetes en circulación pasaron de representar 910 millones de pesetas en 1894 a 1.444 millones en 1898. Entonces, pronto a alcanzarse el tope de emisión de 1.500 millones fijado en la Ley de 14 de julio de 1891, se aprobó un Real Decreto (de 9 de agosto de 1898), que lo elevaba a 2.500. Si además se considera la acuñación de plata entonces dispuesta –a remolque de las mismas necesidades de financiación asociadas al conflicto–, se entiende la espectacular expansión de la base monetaria española, que aumenta más de un 50% hasta el final de la contienda. De ahí la elevación del nivel español de precios y la acumulación de inflación diferencial con respecto a los países del patrón oro, fenómeno para el que puede servir de ejemplo la evolución comparada con el índice de precios británico entre 1894 y 1898 (gráfico 3.3).

La guerra, en definitiva, no fue un mero compás de espera, pues lejos de aplazar el proyecto de regulación de la circulación fiduciaria implícito en la Ley de 1891, lo que hizo fue intensificar el vínculo entre el Tesoro y el instituto emisor. De manera que cuando el Gobierno español se enfrenta a sus consecuencias financieras, las renovadas intenciones de contener la expansión monetaria y dominar la inflación, partirán de una situación sustancialmente más deteriorada que la de principios de década. *Circulación averiada, quebranto de la moneda, enfermedad epidémica...*, son algunos de los términos empleados a partir de 1898 para referirse al descontrol moneta-

ÍNDICES DE PRECIOS, 1868-1914



Fuentes: Prados de la Escosura (1995) y Mitchel (1988).

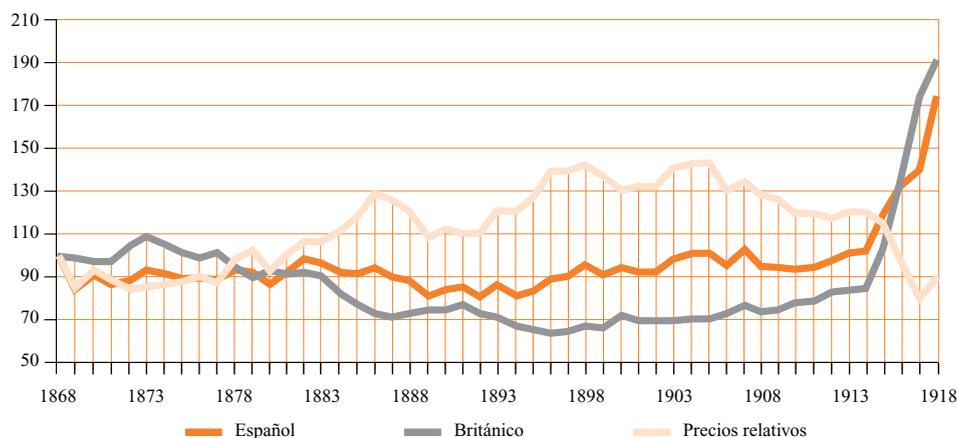
rio, tal como entonces se percibe, en que había derivado el recurso público al Banco de España entre 1895 y ese último año.

Lo interesante es que desde el mismo momento en que se firma la paz y queda claro el balance financiero de la guerra, se recupera la voluntad de ajustar la evolución de las magnitudes monetarias a la demanda real de dinero en el mercado. Los Presupuestos para 1899 (segundo semestre) se encargarán de poner la primera piedra. Mediante el reforzamiento de ingresos, pero sobre todo, debido al arreglo de la Deuda –aplazamiento de amortizaciones y reducción de los intereses–, se logra el superávit. En ese mismo año, el límite de emisión de billetes se rebaja a 2.000 millones. A partir de entonces, el superávit se instala en el saldo presupuestario español hasta 1909. Se ciega con ello la necesidad de financiarlo a través de la emisión de billetes, y aún más relevante, el superávit va a permitir el rescate de títulos de Deuda en cartera, enlazando con la operación de saneamiento de los activos del Banco que en su momento previera la Ley de 1891.

Gracias a los superávit y al programa de cancelación de deudas de principios del siglo XX –política inaugurada en 1899 pero proseguida, incluso intensificada, por sucesivos gabinetes–, logró contenerse la expansión de

Gráfico 3.4

PRECIOS RELATIVOS, 1868-1918



Fuentes: Prados de la Escosura (1995) y Mitchel (1988).

la oferta monetaria española. Especialmente a partir de 1902, cuando una Ley de 13 de mayo, al exigir un mayor respaldo en oro para el billete circulante, obligó a contener el crecimiento de los activos del Banco de España (créditos) frente al sector privado. El resultado fue un freno relativo a la elevación de precios, razón por la cual, en todo este período (de 1899 a 1909), vuelve a verse factible el integrar la peseta en el patrón oro. Si entonces no se dio el paso, fue porque quería restaurarse la convertibilidad del billete a la antigua par de 100 pesetas por 29 gramos de oro fino (las 3.444,4 pesetas por kilo de oro fino) establecida en la Ley de 1868. Algo inviable cuando la moneda –como se explica en el epígrafe de tipo de cambio–, estaba todavía lejos de cotizar en los mercados de divisas las 25 pesetas/libra esterlina (100 pesetas/100 francos), que el cruce de las respectivas *mint parities* exigía.

Se cierra de este modo un capítulo de la historia monetaria española que bien pudo haber registrado, de no ser por el *pundonor* de restaurar a la vieja par, la incorporación de la peseta al patrón. Esperanzas de integración que, por otra parte, irán debilitándose a partir de 1909, momento en que la presión de los gastos sobre el presupuesto –debido a la guerra de Marruecos, pero también a una política económica interior más intervencionista–, quiebran el

principio de suficiencia presupuestaria. El desequilibrio se erige de nuevo en norma, agudizándose como problema en la Gran Guerra, cuando fruto de la inestabilidad política española, un recurrente bloqueo parlamentario mantiene estancados los ingresos, mientras los gastos se disparan a consecuencia de la carestía que el conflicto origina. Se recurrirá entonces otra vez al Banco de España, aunque con una novedad. En lugar de inflar la cartera de activos públicos, serán los créditos al sector privado dónde se reflejen desde 1917 las necesidades de financiación del Estado. Pues dicho año se inaugura el sistema de pignoración automática de la Deuda, procedimiento por el que dichos títulos podían descontarse sin restricciones en el instituto emisor, y hacerlo a un tipo inferior al devengado por suscripción. Se trataba de una línea, por tanto, de crédito remunerado, que sería profusamente aprovechada por la banca.

Lo importante es que por esta vía, aunque fuere indirectamente, se siguió monetizando el déficit y expandiendo el crédito en un sentido claramente inflacionista. A fin de acomodar dicha expansión, se suceden a lo largo del conflicto varias ampliaciones del límite legal para la emisión de billetes (de los 2.000 millones de 1899, hasta 3.500 en 1918), si bien es cierto que el incremento en precios resultante de la aceleración de la oferta monetaria española, no alcanzó el nivel de inflación de los países inmersos en el conflicto. Cuestión relevante, que el nivel relativo de precios relativos se desplome, a pesar de la inflación acumulada por España en 1914-1918, cuando sólo queda referirse a la imagen que la peseta –por comparación con otras divisas– arroja al exterior.

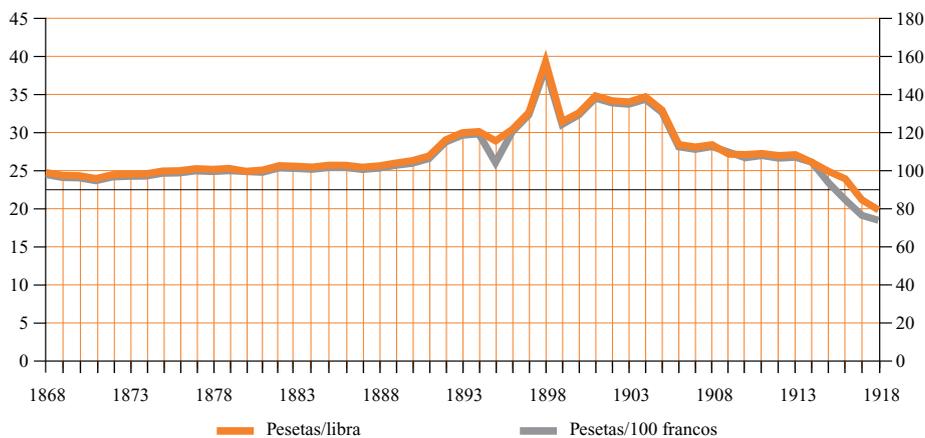
3.3. El tipo de cambio. La imagen

La imagen proyectada por la peseta hacia el exterior en 1868-1918, engloba distintas etapas. En su vida de divisa, la estabilidad de juventud (1868-1891) contrasta con la ajetreada oscilación de la peseta en la madurez (1891-1918), cuando por confluencia de circunstancias excepcionales atraviesa por una crisis aguda de valores (1895-1898), que no bien superada (1904-1914) deriva en euforia (1915-1918).

En 1868, la cotización de las letras giradas en libras sobre el extranjero, daba un cambio de 24,75 pesetas/libra esterlina; la del franco estaba en

Gráfico 3.5

TIPOS DE CAMBIO, 1868-1918



Fuente: Carreras (1989).

98,34 pesetas/100 francos. Cuando en 1876 empieza a acuñarse a la talla prevista en su nacimiento, el cambio es de 24,99 pesetas por libra; 99,21 pesetas por 100 francos. Unos valores que no varían sustancialmente en años sucesivos, ni siquiera a partir de 1883, cuando se suspende la convertibilidad oro del billete. El deterioro de la balanza comercial y la interrupción de los flujos de divisas por inversión extranjera en 1882 –reflejo de la crisis internacional ya aludida–, provocó ese año, al ceder la oferta de letras giradas en moneda extranjera contra demanda de papel, que aumentara el tipo de cambio de la peseta lo suficiente para hacer rentable la exportación de oro. Una importante masa de billetes se presenta al Banco de España para la conversión, a resultas de lo cual, las tenencias en oro del instituto descienden de 96 a 61 millones de pesetas. Al ejercicio siguiente, sin dar la inversión extranjera señales de recuperación, un saldo comercial que sigue deteriorándose decide suspender la convertibilidad oro del billete, en defensa de las reservas del Banco de España. A partir de este momento, cualquier compromiso institucional con la estabilidad del tipo de cambio de la peseta –el compromiso implícito en la convertibilidad metálica del billete– se desvanece en el aire. En 1883, la peseta dejaba de cotizar en función de la equivalencia áurea oficial, para pasar a hacerlo según fuere su posición en el mercado de divisas.

Lo cual no es óbice para que su cotización se mantenga más o menos estable en los años siguientes, a pesar de la elevación acumulada en el nivel de precios relativos. Si la peseta no se deprecia más entonces, se debe a la exportación de oro privado disponible en el país. La extracción del metal –como si de una intervención en el mercado de cambios se tratara– contiene la presión de la demanda sobre la disponibilidad de efectos en moneda extranjera, logrando que la cotización no experimentase sobresaltos hasta la crisis financiera de 1891. Empieza este año un período más accidentado para la peseta como divisa.

En 1883, la cotización exterior marcaba 25,65 pesetas/libra, 101,83 pesetas/100 francos; en 1891 aumentó ligeramente hasta 26,92 y 106,69 pesetas, respectivamente. Aunque no será hasta 1892 cuando la peseta supere el punto oro (*export gold point*) al alcanzar las 29 pesetas/libra, 115 pesetas/100 francos; hecho íntimamente relacionado con la liquidación de la Casa Baring, firma financiera muy comprometida con Argentina. La prima de riesgo asignada a los valores argentinos a raíz del suceso, se contagió a todos los valores vinculados a haciendas débiles, entre ellas la española. Cedió temporalmente la demanda de títulos en la Bolsa de Madrid de parte extranjera, y además aumentó de parte nacional la demanda de títulos de Deuda exterior española (nominados y con intereses pagaderos en oro), de que se estaban deshaciendo los tenedores foráneos. El resultado, en cualquier caso, fue un incremento en la demanda relativa de efectos en moneda extranjera y la elevación de su precio en pesetas. De ahí el incremento del cambio con que se abre la década de los noventa, depreciación, no obstante, pronto difuminada en la intensísima desvalorización en que se sume la peseta a partir de 1895.

En efecto, cuando estalla la última insurrección cubana, en febrero de 1895, la peseta cotizaba a 27,5 pesetas por libra y en mayo de 1898, recién comenzadas las hostilidades con Estados Unidos, el valor era de 49,2 pesetas. En media anual, de 1895 a 1898, la libra pasa de cambiarse a un promedio de 28,9 pesetas/libra a hacerlo por 39,24. La financiación inflacionista de la guerra, en cuanto genera pérdida de competitividad externa de la producción nacional, vendría a explicar una parte del fenómeno. Pero sólo la tendencia de fondo, porque los movimientos más acusados del cambio, muy variable en el día a día, deben forzosamente relacionarse con las expectativas

de los agentes y los movimientos de capital. En concreto, con el creciente endeudamiento de la Hacienda española, capaz de minar la confianza de los tenedores extranjeros de activos financieros españoles, a los que penalizarían con una prima de riesgo. El resultado fue la fuerte depreciación de los primeros meses de 1898, cuando exhaustas las reservas de oro en el país, no hay forma de aliviar la presión que ejerce la demanda de moneda extranjera sobre la oferta. El curso del cambio no se repondrá hasta que finalizado el conflicto, con el arreglo de la Deuda de 1899 se consiga restaurar el equilibrio presupuestario y, con él, se restañe la confianza externa en el erario hispano. Incluso entonces, a pesar de los logros en control monetario, siguen pesando sobre la formación del cambio de la peseta los influjos especulativos contra las monedas que como la nacional, en un entorno dominado por el oro, mantienen un sistema de cambios flexibles. Esto es así, porque según la interpretación más actual, el patrón aseguró la estabilidad en el tipo de cambio de las monedas adscritas, no por vía de los movimientos metálicos –operativos desde el momento en que una política monetaria divergente originaba inflación diferencial–, sino gracias a los flujos de valores mobiliarios.

Si el patrón oro mantuvo los cambios estables, tal como hoy se lee, no fue tanto por ajustes en balanza comercial –los escasos desplazamientos materiales de metal entre países así lo avalan–, como consecuencia de los flujos de capital. En la práctica, cuando un país veía acercarse el cambio al *gold point* (supongamos que en el sentido de la depreciación), antes de que una salida de oro forzara una acomodación (contracción) monetaria en el interior –restableciendo el equilibrio exterior y eliminando presiones sobre el cambio–, el país en cuestión registraba entradas de capital del extranjero, que a la par que estabilizaban el cambio, hacían innecesario un ajuste de tales características. Eran compras de activos nacionales fundadas en la firme creencia de que las autoridades del país inflacionista no dudarían en restablecer, a largo plazo, las condiciones monetarias necesarias para que el cambio volviera a la *mint parity*, momento en el cual –de ahí el juego compensador de los capitales–, los inversionistas materializarían, convirtiendo a un tipo más apreciado del de compra, sus correspondientes ganancias.

En otras palabras, la credibilidad en que el cambio siempre se restauraría a la vieja par, hacía que la especulación –por no percibir ningún riesgo–,

jugara un papel estabilizador. Un resorte de equilibrio que perciben claro los responsables económicos del país a principios de siglo, cuando ausente cualquier garantía sobre el tipo futuro de la peseta, los movimientos de capital, lejos de cumplir esa función estabilizadora, contribuyen más bien a entorpecer la recuperación de la cotización exterior de la moneda, que en 1902 había retrocedido, tras la puntual corrección de 1899, de 31 a 34 pesetas/libra. De ahí que un Proyecto elevado al Congreso en 1903 con el fin de *regularizar y mejorar el cambio exterior y para procurar el restablecimiento de la circulación y libre acuñación de la moneda de oro*, se proponga restablecer la convertibilidad a la paridad histórica de 100 pesetas por 29 gramos de oro fino. Aunque ello supusiera previamente, tener que lograr que el cambio (el aplicado a los giros sobre cheques en moneda extranjera) bajara hasta las 25 pesetas/libra que determinaba el cruce de las respectivas paridades oficiales.⁽²⁾ El crédito, la credibilidad en que una vez fijada oficialmente, la paridad era inamovible a largo plazo, constituía la clave de bóveda de la estabilidad, por su efecto sobre los capitales, de que gozó el orden monetario internacional hasta 1914. Este sería el motivo de que España, al plantearse el ingreso de la peseta en el patrón oro, quisiera respetar tan crucial norma. Aunque ello supusiera una demora que el paso del tiempo tornaría indefinida.

Pues hasta 1905, efecto combinado del descenso de precios relativos y la recuperación de la inversión extranjera –en busca de las nuevas oportunidades de negocio en España que brindan los sectores eléctrico, de transportes y abastecimiento de aguas–, no inicia la valuta nacional una decidida aproximación a las 25 pesetas/libra. Nunca se sabrá que hubiese ocurrido de no estallar en agosto de 1914 la Primera Guerra Mundial. El ya comentado deterioro de la posición deudora del Estado a partir de 1912, alimenta poco optimismo acerca de un ingreso inmediato de la peseta en el patrón oro. España, de nuevo, parecía resistirse a coordinar su política monetaria con las del entorno, aunque como es de sobras conocido, las consecuencias de su renovada indisciplina presupuestaria se diluirán en los efectos, sumamente violentos, de la Gran Guerra. Entre 1914 y 1918, habrá un abandono genera-

(2) Cruzando las equivalencias española y británica de estos 29 gramos (100 pesetas contra 4,98 libras), el cambio resultante (*gold parity*) serían las aproximadamente 25 pesetas/libra a que necesita cotizar la moneda nacional en el mercado de divisas para poder restaurar la convertibilidad a la vieja par (*mint parity*). No era posible hacerlo en 1903, cuando el cambio de mercado superaba las 30 pesetas/libra; el intento habría supuesto un auténtico asalto a las reservas del Banco de España.

lizado del patrón oro por parte de los países involucrados en la contienda, frente a cuyas monedas, la peseta española, en su imagen de divisa neutral, se revaloriza un 25% (contra la libra), más de un 30% (contra el franco). En el último año de contienda, la libra no llega a las 20 pesetas y para obtener 100 francos basta cambiar 75 pesetas. La dureza del conflicto quedaba proyectada sobre la peseta, haciéndola tan escasa y valiosa al cumplir cincuenta años, que no faltó quién la catalogara de *pieza de museo*.

La entrada en el club del patrón oro –podría concluirse–, polarizó las discusiones monetarias españolas en 1868-1918. Un ingreso que agitados pasajes de la vida política, la rigidez impositiva y el consiguiente déficit presupuestario, al dificultar la coordinación nacional con las más estables culturas monetarias del entorno, hicieron imposible. Algo muy diferente de lo ocurrido casi un siglo más tarde, cuando la disciplina interna y la sintonía con el exterior, han hecho posible el ingreso de España en la Unión Monetaria Europea. Por una vez, la peseta llega a un proyecto de integración a su hora; paradójicamente, la admisión en el club del siglo XXI, le habrá costado la vida.

Orientación bibliográfica

Para entender la trayectoria monetaria española entre 1868 y 1913, continúa siendo imprescindible la lectura de la obra de J. SARDÁ, *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX* (1948), disponible en Barcelona, Editorial Alta Fulla, 1998. Constituye un excelente análisis de las medidas de política monetaria instrumentadas en España entre ambas fechas, y valora tanto la oportunidad como los determinantes socioeconómicos. Tampoco puede prescindirse de la historia sobre el sector bancario (*La banca española en la Restauración*, Madrid, Servicio de Estudios del Banco de España, 1974) dirigida por G. Tortella. Aparte del esfuerzo por reconstruir las series de oro y plata en circulación, y a partir de ellas ofrecer una serie representativa de la oferta monetaria nacional, es especialmente valioso el retrato que hacen del instituto emisor y, más en concreto, de sus relaciones con el Tesoro.

Entre los escritores coetáneos –de fines del XIX y principios del XX–, recomendaríamos al lector interesado dos obras de FERNÁNDEZ VILLAVERDE

«La cuestión monetaria», Madrid, *Memorias de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, VII, 1893, pp. 23-167, y *Proyecto de Ley para Regularizar y Mejorar el Cambio Exterior*, Madrid, Sucesora de M. Minuesa de los Ríos, 1903. Más centrada la primera en el estudio del orden monetario internacional hasta 1890; exponiendo la segunda el programa del entonces ministro de Hacienda, para controlar los excesos monetarios consecuencia de las guerras finiseculares, mejorar el cambio de la peseta y preparar su entrada en el patrón oro. Porque a principios del siglo XX, la cuestión monetaria siguió alentando discusiones y escritos varios. J. M. SERRANO en «La Real Academia, el 98 y la cuestión monetaria» (Madrid, *Papeles y Memorias de la Real Academia*, III, 1998, pp. 119-127), da una relación de la actividad impulsada en el foro académico por excelencia. De los libros incubados a su amparo, especialmente interesantes son las síntesis interpretativas de JIMÉNEZ Y RODRÍGUEZ (*Estudio crítico de la crisis monetaria*, Madrid, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Tip. J. Rates, 1905) y BARTHE (*Estudio crítico de la crisis monetaria*, Madrid, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Tip. J. Rates, 1905), memorias premiada y finalista, respectivamente, en el concurso sobre crisis monetaria convocado por la citada institución.

Con una perspectiva temporal más amplia, el Dictamen del Patrón Oro («Dictamen de la Comisión nombrada por Real Orden de 9 de enero de 1929, para el estudio de la implantación del patrón oro», *Información Comercial Española*, 318, 1960, pp. 51-83), elaborado en 1929 por ANTONIO FLORES DE LEMUS, resume brillantemente los hitos de la historia monetaria española de 1890 en adelante. Disecciona con precisión los resortes del descontrol monetario –cuando lo hubo–, y el modo en que éste se tradujo en depreciación. En dicho sentido, resulta igualmente útil la lectura de un artículo de P. MARTÍN ACEÑA («España y el patrón-oro, 1880-1913», *Hacienda Pública Española*, 64, pp. 267-290), donde se critica la falta de decisión española, en determinadas coyunturas, por ingresar en el patrón oro.

Finalmente, para profundizar en el conocimiento acerca de cómo funcionaba el patrón áureo, puede optarse por dos referencias: R. MCKINNON, *The Rules of the Game*, Massachusetts, The Mit Press, 1996; o B. EICHEN-GREEN, *Globalizing capital. A history of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press, 1996. En ambos casos, la experiencia

del patrón oro hasta 1914 se presenta convenientemente contextualizada, y es objeto de atractiva comparación con los regímenes monetarios que le han sucedido a lo largo del siglo XX.

Las fuentes de los datos utilizados en la elaboración de los gráficos no citadas con anterioridad en la orientación bibliográfica son L. PRADOS DE LA ESCOSURA (1995): *Spain: Gross Domestic Product, 1850-1993: Quantitative Conjectures*. WP Universidad Carlos III; B. R. MITCHEL (1988): *British Historical Statistics*, Cambridge University Press; A. CARRERAS (coord.) (1989): *Estadísticas Históricas de España. Siglos XIX y XX*. Fundación Banco Exterior.

IV. La peseta entre dos guerras y una crisis, 1919-1936

Pablo Martín Aceña

Catedrático de Historia Económica. Universidad de Alcalá

(Madrid, 1950). Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid. Premio Extraordinario de Doctorado (1983). Catedrático de Historia Económica de la Universidad de Alcalá de Henares. Técnico de la Administración Civil del Estado (en excedencia). Director del Programa de Historia Económica de la Fundación Empresa Pública. Ha publicado varios libros y numerosos artículos sobre temas monetarios y financieros. El más reciente: «El Servicio de Estudios del Banco de España, 1930-2000» (Madrid, 2000).

El Decreto de 19 de octubre de 1868 firmado por Laureano Figuerola definió la peseta como la unidad de cuenta del sistema monetario español. La nueva moneda se configuró similar al franco francés definido por la ley francesa de 7 Germinal del año XI (23 de marzo de 1803), y su paridad legal con la libra esterlina y el dólar americano quedó establecida en 25,22 y 5,18 pesetas, respectivamente. Se acuñaría moneda de oro para las piezas de 5 a 100 pesetas y de plata por debajo de las 5 pesetas. Aunque las autoridades monetarias españolas se comprometieron a mantener el valor interno y externo de la nueva unidad monetaria, lo cierto es que treinta años después, en 1898, su cotización en los mercados de divisas se encontraba alejada de su paridad inicial. En el año del *Desastre* el tipo de cambio con el franco rondaba las 1,54 pesetas y la libra esterlina alcanzaba un precio en la Bolsa de Madrid de 39,24 pesetas. A la depreciación habían contribuido diversos factores entre los que cabe destacar la falta de integración del sistema monetario español en el patrón oro, a consecuencia de un lamentable error de cálculo.

lo de los sucesivos gobiernos de la época, y un notable deterioro en las finanzas públicas, resultado de las guerras coloniales.

Con el cambio de siglo se invirtió la tendencia. El término de los conflictos en Cuba y Filipinas propició la vuelta a la ortodoxia financiera que encabezó Raimundo Fernández Villaverde y que prosiguieron sus sucesores en el Ministerio de Hacienda. Al mismo tiempo, las autoridades españolas tomaron conciencia de la importancia de la estabilidad monetaria introduciendo las reformas pertinentes y adoptando las medidas precisas para vincular nuestra moneda con el metal amarillo. Entre 1902 y 1914 se presentaron siete proyectos para implantar el patrón oro y restablecer la convertibilidad de la peseta; empero todos ellos fracasaron, bien por lo efímero de los gobiernos o coaliciones parlamentarias, bien por la tenaz oposición del Banco de España, bien por el defectuoso diseño de los planes. A pesar de los fracasos, el mantenimiento de la ortodoxia financiera durante esta primera década de la centuria más las expectativas favorables que despertaron las reformas monetarias, permitió una rápida recuperación del tipo de cambio, de tal forma que hacia 1914 el cambio de la peseta cotizaba a 1,05 el franco, 26,08 la libra esterlina y 5,40 el dólar, unas tasas cercanas a las de su paridad legal.

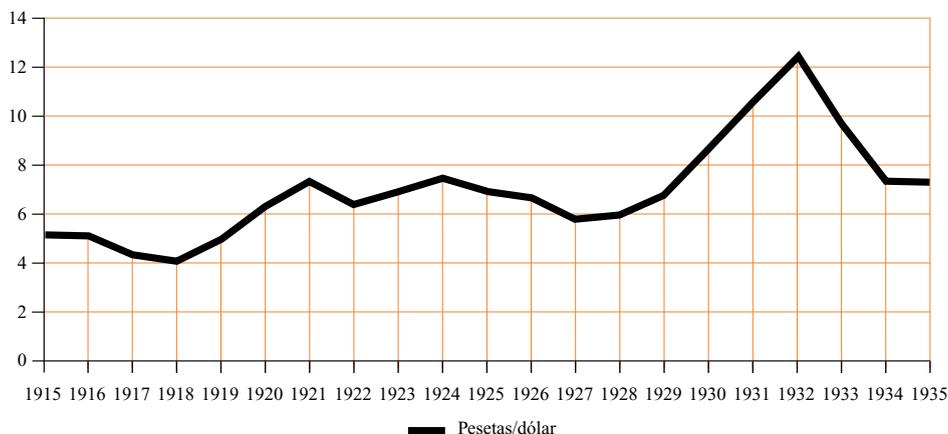
La recuperación continuó incluso con mayor ímpetu durante la guerra mundial. La neutralidad española estimuló las exportaciones a los países beligerantes con los consiguientes efectos saludables para la balanza comercial; los superávits exteriores presionaron al alza la cotización de la peseta y provocaron una avalancha de oro hacia las arcas del Banco de España; en junio de 1918, pocos meses antes de la firma del armisticio, el franco francés cotizaba en Madrid a 0,74 céntimos, la libra esterlina a 19,86 pesetas y el dólar en torno a las 4,17 pesetas, lo que situaba a la moneda española por encima de su paridad de 1868. La situación llegó a ser tan halagüeña que el entonces ministro de Hacienda, Augusto González Besada, juzgó que se presentaban las condiciones óptimas para el restablecimiento de la convertibilidad en oro de la peseta. Con arreglo al razonamiento del responsable del Tesoro, el aumento de las reservas metálicas del Banco de España y el alza simultánea del precio de la plata —que facilitaba su desmonetización sin graves pérdidas para el erario— proporcionaron una ocasión única para que España pudiese implantar el patrón oro y sumarse a las naciones más adelan-

tadas del continente. González Besada pensaba –con razón– que tras la guerra Alemania, Francia y Gran Bretaña retornarían a la convertibilidad de sus monedas lo antes posible, con objeto de asegurar el orden y la estabilidad de los mercados de cambios. Empero, el proyecto de reforma monetaria que se presentó en las Cortes no prosperó; el Consejo General del Banco de España lo rechazó de plano, aduciendo que era necesario esperar al desarrollo de los acontecimientos exteriores, y en círculos oficiales ajenos al Tesoro la idea tampoco fue acogida con entusiasmo. Durante 1919 se continuó hablando de «volver al oro», en particular de que éste regresara a la circulación, pero la cuestión fue desapareciendo de las discusiones públicas según avanzaba el año y los mercados de divisas se volvían más inestables.

En los años siguientes, en el denominado período de entreguerras (1919-1935), el tipo de cambio de la peseta tendió a depreciarse, excepto en un breve episodio a mediados de los años veinte; de las 5,03 pesetas por dólar de 1919 se pasó a las 7,35 pesetas a finales de 1935, si bien en algún año como 1931 y 1932 la depreciación fue mucho más intensa, alcanzándose una cotización que se situó entre las 10 y 12 pesetas por cada dólar; con relación a la libra esterlina la valuta española siguió una trayectoria parecida y el cambio de 22,4 pesetas de 1919 subió hasta las 37,1 pesetas a finales de 1935. Esta pérdida de valor de la moneda constituyó una de las mayores preocupaciones de las autoridades monetarias españolas, si no la primordial, y a la defensa de la peseta dedicaron ímprobos esfuerzos humanos e incluso materiales. Las oscilaciones del tipo de cambio fueron también tema de intensos debates, que se desarrollaron en numerosos foros, en el Parlamento, en el seno del Gobierno, en el Banco de España y en organizaciones empresariales, en las revistas especializadas y en la prensa periódica; enfrentó a políticos de fuste como Francesc Cambó y José Calvo Sotelo, o a éste mismo con Indalecio Prieto, si bien es cierto que en los debates participaron de una forma u otra todos los que pasaron por el Ministerio de Hacienda; asimismo, las vicisitudes de la peseta provocaron la redacción de sesudos informes y dictámenes por los más distinguidos economistas de aquellos años, como Antonio Flores de Lemus y Olegario Fernández-Baños, y generaron una interminable riada de libros y artículos. Objetivo fundamental de las autoridades españolas fue, como en el resto de los países europeos, lograr la estabilidad *de facto* de las cotizaciones e

Gráfico 4.1

EL TIPO DE CAMBIO NOMINAL ENTRE LA PESETA Y EL DÓLAR, 1915-1935



Fuente: Carreras, A. (coord.) (1989). *Estadísticas Históricas de España. Siglos XIX y XX*. Fundación Banco Exterior.

intentar después la estabilización *de iure* de la moneda, o lo que es lo mismo, implantar el patrón oro. Lo consiguieron la mayoría de las naciones del continente y una buena parte de países en América y Asia, pero no el nuestro; España fracasó en su propósito de estabilizar los cambios y la peseta fue una de las divisas europeas sujetas a mayores oscilaciones; también fue nuestro país uno de los primeros en recurrir al nefasto expediente del control de cambios.

4.1. Las fluctuaciones de la peseta durante los años veinte y treinta

Terminada la contienda mundial, las autoridades monetarias de los principales países europeos tomaron la determinación de restablecer las condiciones financieras de preguerra, empezando por los mercados de cambio. En pocos meses se eliminaron los controles sobre los movimientos de capital y se levantaron las restricciones al tráfico de divisas; paralelamente desaparecieron las medidas intervencionistas que gravitaban sobre precios y salarios y sobre el comercio exterior. Lo que siguió, sin embargo, no fue una vuelta a la nor-

malidad, sino que por el contrario a lo largo de 1919 y durante los cuatro ejercicios siguientes los mercados de cambio se vieron sometidos a fuertes tensiones con la consiguiente depreciación de la mayoría de las monedas europeas. La cotización de la valuta española resistió hasta mediados de 1919, pero a partir del mes de diciembre, cuando colapsaron los tipos de cambio de la libra esterlina y del franco, la peseta volvió a depreciarse. En los doce meses siguientes la devaluación llegó al 35% con respecto al dólar y entre 1921 y 1923 las oscilaciones del tipo de cambio fueron similares a las experimentadas por otras monedas europeas. El comportamiento de los precios, la incertidumbre de los mercados y los movimientos especulativos de capital contribuyeron a la volatilidad de todas las divisas, incluida la española. No es sorprendente, por tanto, que la debilidad de nuestra moneda no desapareciese hasta 1924, cuando regresó la calma a los mercados monetarios de Londres y París.

Como en otras partes de Europa, la preocupación prioritaria de las autoridades monetarias fue el empeoramiento que registró la cotización exterior de la valuta. Aunque en estos años no se presentaron proyectos de estabilización, los ministros de Hacienda trataron de evitar, sin mucha fortuna, que la peseta se depreciase. Los últimos gobiernos de la Restauración, agobiados por una permanente crisis política, carecieron de capacidad para hacer frente a los problemas económicos y cambiarios de posguerra. Se tomaron algunas medidas, aunque de eficacia limitada, y el Banco de España nunca pareció dispuesto a colaborar para frenar, o al menos suavizar, las fluctuaciones de la peseta, a pesar de que la Ley de Ordenación Bancaria de 1921 le había atribuido competencias en materia de política de cambios.

La llegada de la Dictadura de Primo de Rivera en septiembre de 1923 no alteró el panorama cambiario. El Directorio militar atribuyó la depreciación de la moneda a factores políticos, en especial a maniobras de naturaleza especulativa. Los nuevos responsables de la política económica pensaron, además, que mediante la adopción de medidas administrativas podrían detener el descenso de las cotizaciones y resolver el problema de los cambios. A tal efecto se promulgaron diversas disposiciones cuyo objetivo era «evitar el agio», al que se achacaba los males de la moneda. La nueva legislación prohibió las operaciones de compra y venta de divisas a plazos, restringió los movimientos de capital y, en general, tendió a limitar los pagos exteriores.

Lógicamente, las medidas intervencionistas fueron recibidas con desconfianza en círculos financieros y fuertemente censuradas por los observadores económicos. El Consejo Superior Bancario puso de relieve los inconvenientes que producían los nuevos controles administrativos al entorpecer el desarrollo del comercio exterior e insistió en la escasa efectividad que cabía esperar de las normas. Acertadamente, el Consejo añadía que «las oscilaciones en los cambios tienen causas que escapan al régimen de intervención y que dependen de fuerzas económicas internas y externas fuera del alcance de las autoridades». Por su parte, la Asociación de la Banca Española, en su Memoria de 1924, se manifestaba en contra de la intervención del Estado en el mercado de divisas y advertía de los perjuicios que el control de cambios podía ocasionar al comercio exterior y a las actividades industriales orientadas hacia la exportación. En su comunicado, el presidente de la Asociación reiteraba la más que probable ineficacia de las medidas coercitivas y advertía sobre la posibilidad real de que éstas tuviesen efectos contrarios a los que se pretendían lograr. Estas opiniones de la banca eran compartidas por la prensa financiera y por los analistas económicos. Así, *El Economista* señalaba que la depreciación de la peseta no obedecía a la acción de la especulación internacional, empeñada en desestabilizar el régimen, sino a causas esencialmente económicas, como el desequilibrio en el presupuesto y en la balanza de pagos. Germán Bernácer, uno de los economistas más prestigiosos del período, argumentaba en el mismo sentido: las medidas eran ineficaces e inútiles y la devaluación de la moneda no se debía a la acción de los especuladores, sino a factores económicos, entre los que destacaba el déficit de la balanza de pagos y el descenso que habían experimentado los precios internacionales en mayor medida que el registrado por los precios interiores. En suma, la opinión general era que las normas administrativas tenían una eficacia muy limitada y que no cabía atribuir la depreciación de la peseta a fuerzas especulativas. El Directorio, sin embargo, estimó lo contrario e hizo caso omiso a las recomendaciones de banqueros y economistas.

El final de los desórdenes monetarios de posguerra, que condujo a una relativa calma en los mercados de divisas, también benefició a la peseta, que desde enero de 1925 inició una lenta pero sostenida recuperación. El dólar cedió de 7,51 a 6,97 y la apreciación continuó hasta una cotización

mínima de 5,86 en 1927, lo que supuso una ganancia aproximada de un 20%. Entre los factores que contribuyeron a esta mejoría cabe mencionar la conclusión de la guerra en Marruecos, la mejora de las exportaciones agrarias, una política financiera más ortodoxa y, desde luego, la mencionada tranquilidad cambiaria en Europa; todo ello despertó expectativas favorables sobre el futuro inmediato de la peseta, estimulando las entradas de capital, lo que llevó a algunos observadores contemporáneos a predecir una pronta revalorización hacia la paridad legal, que permitiría a las autoridades acometer la soñada estabilización legal sin apenas costes. Esta coyuntura, sin embargo, duró poco, pues antes de que terminase el ejercicio de 1927 la peseta invirtió su tendencia comenzando una imparable depreciación que no se detendría hasta los últimos meses de 1932.

Como es bien sabido, las autoridades españolas adoptaron una actitud pasiva mientras se producía la revalorización de la valuta, pues el ministro de Hacienda y sus colegas del Gobierno deseaban y confiaban que aquella fuese completa y les permitiese acometer una estabilización en toda regla. Aunque esta postura sería criticada un año después por Cambó y otros destacados comentaristas de la época, se ha de tener en cuenta que en 1927 muy pocas voces se alzaron en contra del establecimiento del patrón oro a la paridad de 1868. El Banco de España estaba claramente a favor de la «peseta oro» y su opinión era compartida por la banca privada y por amplios círculos financieros. Pero como también sabemos, las expectativas de Calvo Sotelo no se materializaron, sino que más bien acaeció lo contrario: desde 1928 las autoridades se enfrentaron a una caída persistente de la cotización exterior de la moneda.

Contrariamente a lo que pueda pensarse, Calvo Sotelo fue perfectamente consciente de las opciones a su alcance y de sus implicaciones económicas. Sin embargo, en lugar de enfrentarse desde un principio al ineludible dilema (devaluación *versus* deflación), como hicieron en su momento Poincaré y Mussolini, el ministro español decidió aplazar cualquier decisión sobre el tema. La primera reacción oficial ante la tendencia descendente del cambio se produjo en enero de 1928, cuando resultaba obvio que la depreciación de la peseta se consolidaba. La política del Ministerio de Hacienda la formuló su responsable en los términos siguientes: «(se) ha de vigilar cuidadosamente los cambios... defendiendo la fortaleza ya ganada por la peseta con una políti-

ca financiera de conjunto... La peseta no puede ser revalorizada bruscamente porque ello ocasionaría trastornos profundos en el país; pero tampoco debe renunciarse a que cuando sea útil y viable, alcance la par, pues las depreciaciones no deben consolidarse más que por motivos de fuerza mayor insuperable». La postura de Calvo Sotelo, aunque no exenta de ambigüedades, puede resumirse en tres puntos: (i) por el momento quedaba fuera de los planes del Gobierno intentar una política deflacionista total, implícitamente se daba preferencia a la estabilidad de precios; (ii) empero, las autoridades no renunciaban a una revaluación total y a la peseta oro, y (iii) el Gobierno confiaba en una revaluación natural, esto es, que las fuerzas del mercado producirían el ajuste necesario para apreciar la moneda sin producir fricciones en la economía. Es obvio, por tanto, que el ministro de Hacienda era perfectamente consciente de los problemas e implicaciones que se derivan de una revaluación y de los costes económicos que ello impondría a las empresas. No son tan claras, sin embargo, las razones que le hacían esperar una nueva revaluación de la divisa. Podemos suponer que Calvo Sotelo confiaba en una nueva ola de optimismo y quizá en un desarrollo favorable de las circunstancias económicas exteriores, tal como un aumento de los precios internacionales. No obstante, nada en el panorama político español o internacional justificaba el optimismo del ministro de Hacienda. Claramente, los precios en el mercado mundial mostraban una persistente tendencia a la baja, creando con ello serios problemas a todas aquellas economías que habían estabilizado a un tipo de cambio excesivamente alto; incluso desde el punto de vista político, hacia 1928 comenzaba a ser evidente el desgaste sufrido por el régimen, que iba perdiendo paulatinamente su impulso inicial. Por último, es preciso reconocer que Calvo Sotelo no vio o no quiso admitir la patente incongruencia entre la política presupuestaria y la revalorización de la peseta: como es fácil comprender, lo último exigía una política fiscal de carácter restrictivo.

En cualquier caso, la revalorización natural que Calvo Sotelo esperaba no terminó produciéndose sino que, por el contrario, la depreciación de la peseta se acentuó y el ministro de Hacienda tomó la decisión de intervenir en el mercado de cambios y apoyar la peseta. Juan Sardá nos dice que esta resolución estuvo originada esencialmente por motivos de orden político, a lo que habría que añadir el convencimiento del propio Calvo Sotelo, que

pensaba que la peseta estaba sujeta a fuertes presiones especulativas que forzaban su cotización por debajo de lo que la situación económica del país justificaba. En consecuencia, en mayo de 1928 la moneda española comenzó a recibir apoyo oficial en el mercado de divisas. Hasta el mes de junio, la intervención operó en el mercado de Londres por medio de un sindicato de bancos ingleses y con un crédito de un millón de libras esterlinas negociado con el Midland Bank. Más tarde se crearía el Comité Interventor de Cambios y las operaciones (no las decisiones) fueron centralizadas en la oficina de cambios del Banco de España. El Comité operó sin interrupción hasta enero de 1929, cuando la primera fase de apoyo oficial se dio por terminada. En esta fase, el propio Calvo Sotelo decidió el nivel al cual el Comité sostuvo la peseta, fijándolo inicialmente en torno a las 29,50 pesetas la libra y tres meses más tarde a 30,30 pesetas. En la segunda fase de la intervención oficial, el Comité trató de fijar los cambios entre 32,75 y 33,50 pesetas la libra. El mantenimiento a tales precios se hizo a costa de agotar todos los fondos a disposición del Comité. Dado que los bancos extranjeros no estuvieron dispuestos a renovar ni extender nuevos créditos, Calvo Sotelo tuvo que suspender operaciones el 11 de octubre. El ministro de Hacienda dimitió tres meses después, en diciembre de 1929, y Primo de Rivera reconoció que la intervención había sido no sólo un fracaso sino también un error. La Dictadura concluyó sus días sin haber logrado estabilizar los cambios.

Como señala acertadamente Sardá, la política de intervención «sólo consiguió, a costa de grandes sacrificios, amortiguar, pero no detener, la prolongada baja de pesetas». Así pues, cabe afirmar que el Comité Interventor no logró sus propósitos iniciales, ni preparó el camino para una eventual implantación del patrón oro. Luis Olariaga en su excelente crónica de las operaciones y vicisitudes del Comité sostiene que el fracaso de la intervención obedeció a las innumerables dificultades que éste encontró en sus acciones. De un lado, la creciente inestabilidad política, y, de otro, los recursos limitados con los que contaba. A ello añadía la falta de colaboración del Consejo del Banco de España y la evolución desfavorable de las condiciones monetarias internacionales, en particular el aumento de la tensión monetaria provocada por la subida de los tipos de interés en los Estados Unidos. Por su parte, el propio Comité Interventor en un crítico documento sobre las operaciones de intervención elaborado al finalizar la primera fase, reconoció que era imposible lograr una

mejora en la cotización de la peseta si la intervención en el mercado de cambios no iba acompañada de una política monetaria contractiva.

Durante los catorce meses de transición entre la Dictadura y la Segunda República los tres titulares que ocuparon la cartera de Hacienda, Manuel Argüelles, Julio Wais y Juan Ventosa, convencidos como Calvo Sotelo de la necesidad de estabilizar los cambios, trataron infructuosamente de lograr dicho objetivo. Para entonces, en Hacienda ya se había renunciado, sin embargo, a la adopción del patrón oro a la paridad de 1868, aunque todavía se albergaba la esperanza de una estabilización acompañada de cierta revaluación. Ninguno de los tres ministros logró sus propósitos. Argüelles, derrotado por los acontecimientos, presentó su dimisión el 18 de agosto; Wais, aunque reforzó el control de cambios, solicitó apoyo internacional para sus proyectos y se enfrentó con el Consejo del Banco de España, contrario a la exportación de oro, tampoco pudo frenar el descenso de la peseta en los mercados exteriores. Ventosa siguió en la misma línea de su antecesor, pero apenas tuvo tiempo para llevar adelante sus planes, pues fue sorprendido por la victoria electoral republicana de abril de 1931.

Los motivos que animaron a los tres últimos ministros de la monarquía de Alfonso XIII fueron, primero el hecho de que todas las divisas importantes del sistema internacional gozaban ya de un valor fijo con respecto al oro y la peseta seguía, sin embargo, sometida a fuertes oscilaciones; segundo, la creencia de que la situación política estaba vinculada de alguna manera a los destinos de la peseta y que estabilizando ésta desaparecería uno de los elementos de incertidumbre sobre el futuro del régimen; finalmente, su absoluta convicción de que el desarrollo normal de la economía nacional exigía la adopción del patrón oro. A pesar de sus buenas intenciones, los proyectos estabilizadores que se presentaron en esos meses adolecieron de notables defectos y de una evidente descoordinación entre el Tesoro y el Banco de España. Por lo que se refiere al tipo de cambio al cual se fijaría el valor de la peseta, hubo vacilaciones excesivas; aunque la política oficial fue la de procurar una cierta revaluación de la moneda lo más cercana a la paridad de 1868, este deseo no se acompañó de las medidas precisas que la revalorización exigía. Se confió más bien en la búsqueda de créditos exteriores y en la intervención en el mercado a través de organismos de control de cambios. Y así, tras

la desaparición del Comité Interventor, a mediados de 1930 se constituyó el Centro Oficial de Contratación de Moneda, a través del cual las autoridades confiaban centralizar el comercio de divisas y regular el mercado de cambios. Al mismo tiempo se entablaron conversaciones con distintos bancos extranjeros, en Londres, París y Nueva York, para obtener un préstamo internacional garantizado con oro. También el economista francés François Quesnay emitió un informe a petición de las autoridades españolas en el que sugería que el Banco de España tenía la capacidad técnica y los medios financieros imprescindibles para estabilizar los cambios. Pero cuando se lograron los créditos y el apoyo de los bancos internacionales, los acontecimientos políticos internos —el derrumbe de la Monarquía y la proclamación de la Segunda República— se llevaron por delante los planes de Wais y de Ventosa.

El cambio de régimen político no significó, sin embargo, que los proyectos de estabilización de la moneda se abandonasen. Con el advenimiento de la Segunda República la política monetaria del «antiguo régimen» no experimentó ningún cambio de orientación, sino que, por el contrario, los nuevos responsables económicos continuaron con la misma preocupación. Miguel Maura nos cuenta que a Indalecio Prieto «la baja de la peseta en el mercado internacional le sacaba de quicio y le angustiaba de forma quizás exagerada porque llegó a convertirse en obsesión». El tema también agobió a los demás ministros de Hacienda de la República, desde Viñuales a Chapaprieta, pasando por Lara y Marraco, con la única excepción de Jaume Carner quien, al igual que Manuel Azaña, estuvo mucho más preocupado por los asuntos presupuestarios.

En efecto, aunque la proclamación de la República supuso un corte radical con el régimen anterior, en materia de cambios los objetivos no variaron, sino más bien al contrario, pues Prieto y su gobernador, Julio Carabias, se propusieron como sus antecesores estabilizar la cotización de la peseta. Con el propósito de contener su depreciación, que se agudizó por la incertidumbre que generó el colapso de la Monarquía y el advenimiento del nuevo sistema político, las autoridades monetarias adoptaron una serie de medidas: el Ministerio de Hacienda reforzó el control administrativo del mercado de cambios, el Banco de España elevó su tipo de descuento y Carabias diseñó un plan de intervención urgente. Simultáneamente el Tesoro y el Banco

negociaron en Francia un crédito en francos y libras esterlinas con la garantía de una pequeña parte de las inmensas reservas de oro del emisor español.

El plan del gobernador, que fue presentado en el Consejo General del Banco a finales de junio, comprendía cuatro acciones: una autorización para que el Centro Oficial de Contratación de Moneda adquiriese todas las pesetas que le fuesen ofrecidas en el mercado de cambios a tipos que superaran cierto tope; la reducción automática de la circulación fiduciaria en el mismo importe de las pesetas que fuesen adquiridas; la revalorización del stock de oro del Banco de España, y un manejo flexible y continuo del tipo de descuento. Con su proyecto el gobernador pretendía no sólo frenar el descenso de la peseta sino también preparar una estabilización *de facto* de la misma. Aunque el plan se puso en práctica durante algunos meses, su incidencia fue mínima ya que, como sabemos, la peseta continuó depreciándose hasta el último trimestre de 1931, fecha en la que se abandonó cualquier nuevo intento de estabilización.

En diciembre de 1931, Indalecio Prieto salió del Ministerio de Hacienda y la cartera pasó a Carner. Con la sustitución se abrió una nueva etapa en la política monetaria republicana. Carner decidió dejar el tipo de cambio en libertad y centró su atención en la preparación del presupuesto, algo que Manuel Azaña venía reclamando desde hacía varios meses. El nuevo ministro de Hacienda pensaba, con razón, que la cotización de la peseta obedecía a factores técnicos y económicos, sin cuya rectificación no cabía acometer con garantías de éxito una estabilización; además se daba cuenta de que la depreciación favorecía el comercio de exportación y ayudaba a corregir el déficit de la balanza de pagos; más aún, sabía que desembarazándose de los cambios se procuraba un cierto margen de maniobra para rebajar los tipos de interés, una idea que comenzó a acariciar desde el mismo día que entró en el Ministerio de Hacienda. Disminuyendo el coste del dinero pretendía estimular nuevas inversiones y, no menos importante, reducir las cargas financieras de la deuda pública en el presupuesto.

También pueden aducirse otras razones para explicar este giro de política que efectuó Carner. En primer lugar, 1932 fue un año más tranquilo en los mercados internacionales de divisas, lo cual se reflejó en una ligera apreciación de la peseta y, sobre todo, en una mayor estabilidad. Otro motivo de no menor trascendencia para comprender la actitud más relajada del

ministro hacia lo que ocurría en los mercados de cambio fue la influencia que sobre él ejercieron los economistas del Servicio de Estudios del Banco de España. Cuando a finales del invierno de 1932 Carner, alarmado por la baja persistente de la peseta, consultó verbalmente al Servicio para preguntarle su opinión sobre la política de cambios que debía adoptarse, éste le manifestó que si bien la peseta podía estar «excesivamente depreciada», en relación a sus precios relativos, no era en absoluto conveniente intervenir, pues pensaban que apenas renaciese la confianza en los mercados, las cotizaciones mejorarían, pues los precios internacionales estaban tocando fondo. Del mismo parecer eran los tres consejeros que en representación del Estado se sentaban en el Consejo General del Banco de España, Antonio Flores de Lemus, Gabriel Franco y Agustín Viñuales, quienes argumentaban, en línea con lo defendido por los directores del Servicio de Estudios, Fernández-Baños y Bernácer, que «tratar de sostener a todo trance un determinado tipo de cambio constituiría... una equivocación perniciosa que en definitiva sólo habría de conducir a la emigración de oro de España con desastrosas consecuencias para la economía del país». El sucesor de Carner en el Ministerio de Hacienda, Agustín Viñuales, se mantuvo en la misma línea, dejando que la peseta buscara su equilibrio, pero los que le siguieron entre 1933 y 1935 tomaron la decisión de invertir esa política; los responsables de Hacienda optaron por ligar la cotización de la peseta al franco francés, por lo que la divisa española quedó vinculada al bloque oro y se produjo una estabilización *de facto* del tipo de cambio al tiempo que se apreciaba con respecto al dólar, que acababa de ser devaluado por la emergente administración Roosevelt.

4.2. Política monetaria y tipo de cambio

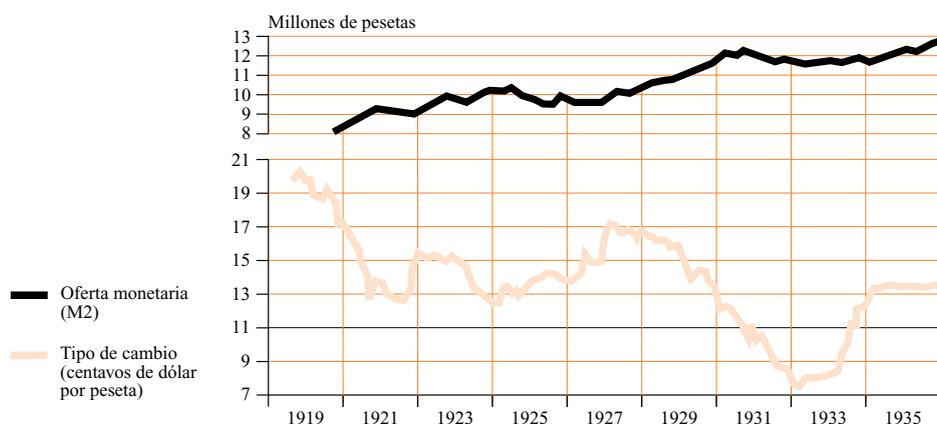
Podemos preguntarnos ahora los motivos de esta preocupación obsesiva por el tipo de cambio. A nuestro entender, son tres las razones que lo explican. A la cabeza se sitúa la cuestión del prestigio, esto es, la creencia de que la autoridad política interior y el crédito del país en el extranjero exigían una moneda estable. Para muchos, estabilidad política y estabilidad cambiaria eran dos cuestiones inseparables; con la segunda se reforzaba la primera y se ganaba el respeto de la comunidad política y financiera internacional. En segundo lugar, estaba la presión de las circunstancias. Recordemos que du-

rante la década de 1920 todas las divisas importantes se fueron vinculando al oro, la última fue el yen japonés en 1930, y que, como reconoció el propio Keynes en este mismo año, «la devaluación fue algo que ninguna nación se sintió capaz de imponer a sangre fría». Incluso en la década de los treinta un importante número de países capitaneados por Francia se mantuvieron ligados al oro y los Estados Unidos no suspendieron la convertibilidad hasta 1933. No es de extrañar, por tanto, que las autoridades españolas se empeñasen en adoptar el patrón oro, o en su defecto forzar una estabilización *de facto*. La última razón que puede aducirse es la conocida aversión oficial a la fluctuación de las cotizaciones y el desconocimiento de las ventajas que en determinadas situaciones podía proporcionar un tipo de cambio flexible. Por lo demás, en círculos oficiales existía la absoluta convicción de que el normal desarrollo de la economía nacional exigía una moneda estabilizada.

Llegados a este punto, el interrogante que surge al hilo de todas las consideraciones anteriores es, lógicamente, cuáles fueron las razones del fracaso de los proyectos de estabilización monetaria de aquellos años. Frente a la persistente caída de la cotización exterior de la moneda, a los ministros de

Gráfico 4.2

LA OFERTA MONETARIA Y EL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA, 1920-1935



Fuente: Martín Aceña (1983).

Hacienda les cabía adoptar una de estas dos alternativas: a) mantener un tipo de cambio flexible y dejar que la peseta buscara su propio equilibrio; en otras palabras, no preocuparse por el tema y aceptar lo que de hecho terminó ocurriendo, y b) detener el descenso de las cotizaciones al tipo de cambio en curso, o revalorarlo hasta una paridad previamente elegida. Como es obvio, cada una de estas opciones tenía efectos económicos distintos e implicaba la adopción de políticas monetarias y fiscales diferentes. La primera de ellas, un tipo de cambio flexible, eliminaba la necesidad de sujetar la economía a los requerimientos del equilibrio exterior y, desde el punto de vista de los instrumentos de la política económica, ofrecía la ventaja de que las autoridades pudiesen orientar la política financiera al mantenimiento del equilibrio interno. En otros términos, con un tipo de cambio flexible el Banco de España y el Ministerio de Hacienda podían elegir la tasa de inflación que asegurase el pleno empleo de los recursos, mientras que las oscilaciones del tipo de cambio asegurarían a su vez el equilibrio exterior. Por el contrario, la otra alternativa exigía orientar la política financiera al mantenimiento del equilibrio interno, es decir, exigía imponer obligatoriamente un conjunto de medidas monetarias y fiscales de carácter restrictivo tendentes a forzar un grado de deflación compatible con el tipo de cambio elegido. En definitiva, entre 1928 y 1933 las autoridades españolas tuvieron que hacer frente a un difícil dilema: debieron elegir entre una tasa de inflación que asegurase el pleno empleo, pero que era incompatible con la estabilidad de los cambios, o un tipo de cambio fijo que demandaba una reducción del ritmo de aumento de la oferta monetaria con objeto de nivelar la tasa de deflación interior con la tasa de deflación internacional. Aunque los ministros de Hacienda pudieron haber reconocido la verdadera naturaleza del dilema al que se enfrentaban, lo cierto es que nunca quisieron planteárselo explícitamente y, desde luego, en ningún momento estuvieron dispuestos a abordarlo con decisión. La evolución de la cantidad de dinero entre 1920 y 1935 muestra claramente una relación inversa entre el tipo de cambio y la oferta monetaria (efectivo en circulación en manos de público más depósitos a la vista y a plazo en la banca comercial) para casi todo el período. También podemos comprobar que desde principios de 1927, cuando la peseta inició su descenso, la oferta monetaria invirtió su tendencia anterior y comenzó a crecer. Desde 1927 hasta finales de 1930 la cantidad de dinero aumentó de forma notable y fue en ese mismo período cuando más se depreció la valuta española.

El fracaso de la política de cambios española de aquellos años reside en la negativa de las autoridades a adoptar una política financiera (fiscal y monetaria) de signo contractivo, imprescindible para forzar la necesaria deflación de precios compatible con un tipo de cambio estable. El Consejo del Banco de España, por razones que no vienen al caso ahora, se opuso sistemáticamente a exportar oro de su reserva metálica y también a modificaciones al alza de los tipos de interés. La salida de oro no sólo habría servido para sostener el cambio, al menos temporalmente, sino que, a través de su efecto en la base monetaria, hubiese contribuido a moderar el crecimiento de la cantidad de dinero. El Banco de España se negó, además, a admitir una estabilización por debajo de la mítica paridad de 1868, lo que de hecho imponía la necesidad de una fuerte contracción monetaria. En el Ministerio de Hacienda, Calvo Sotelo había pensado hasta mediados de 1929 que era posible implantar el patrón oro a la histórica paridad, aunque luego renunció a esta idea y aceptó una estabilización según dictasen las cotizaciones de mercado. En ningún caso, sin embargo, adoptó las medidas de política financiera que sus planes demandaban. En 1930, Argüelles, Wais y Ventosa, aunque ya estaban dispuestos a estabilizar admitiendo cierta devaluación, fracasaron en sus intentos al no acompañar sus deseos con una política monetaria de carácter restrictivo congruente con el objetivo que se proponían. A Prieto le sucedió prácticamente lo mismo, igual que al resto de los responsables de Hacienda de la República, quienes de hecho fueron partidarios de una política de reducción de los tipos de interés. Así pues, resulta totalmente acertado el juicio emitido por Sardá en 1936 al observar la incomprensible «posición dogmática» de nuestras autoridades monetarias, «empeñadas en mantener un tipo de cotización de la peseta... sin tener en cuenta que vivimos en un mundo de monedas fluctuantes y máxime cuando no vemos que en el interior del país se realice una política deflacionista que sería la consecuencia de aquella política exterior».

En materia de cambios, únicamente los economistas profesionales, entre ellos los economistas del Servicio de Estudios del Banco de España, comprendieron con claridad cuál era el problema y se dieron perfecta cuenta de cuáles eran las medidas adecuadas que debían adoptarse si se deseaba estabilizar el tipo de cambio. En un informe del Servicio de Estudios del Banco de España de marzo de 1931 se señalaba que «la política de inflación debe corregirse; la fluidez del dinero afecta directamente al cambio, favoreciendo

la especulación y elevando los precios». No se crea con esto, sin embargo, que los técnicos españoles eran partidarios de la deflación. Por el contrario, los economistas profesionales, y en particular los miembros de la oficina de estudios del emisor, aunque defensores de la estabilidad de la moneda, se mostraban opuestos a toda medida que supusiese contraer bruscamente la cantidad de dinero y preferían admitir cierta depreciación. En 1930 y 1931 avisaron repetidamente de los trastornos que traería consigo una intensa deflación e hicieron notar que la depreciación de la moneda nos aislaba parcialmente de la crisis económica internacional. En la Conferencia Mundial de Londres manifestaron que, hasta que no cambiase la coyuntura exterior, lo más aconsejable era dejar que la peseta fluctuase libremente. Finalmente, en 1935, en uno de los últimos informes del Servicio elaborados antes de la Guerra Civil, los economistas del Banco de España se mostraban partidarios de devaluar y dejar en libertad el mercado de cambios. El informe señalaba que «el sistema de libertad nos ha evitado las graves repercusiones de las crisis extranjeras y ha mantenido nuestros precios interiores bastante estables en épocas normales. El sistema de cambio variable tiene la ventaja de permitir una adaptación constante a las circunstancias, aunque ofrezca, hoy, ciertamente el inconveniente de la variabilidad del cambio, lo cual supone ciertas dificultades para el comercio exterior, pero creemos que esas dificultades son compensadas, con exceso, por las ventajas de una mayor puntualidad en los pagos». En términos similares se había expresado años antes la Comisión nombrada para el Estudio de la Implantación del Patrón Oro que presidió Antonio Flores de Lemus. La Comisión consideró que, dadas las difíciles circunstancias políticas y económicas del momento, la política de cambios más adecuada era la de asegurar la ordenación del mercado, moderando e impidiendo fluctuaciones violentas de las cotizaciones, pero en ningún caso oponiéndose a las fuerzas del mercado. En concordancia con esta posición, los miembros que elaboraron el dictamen rechazaron la opción deflacionista, argumentando que sus efectos para la economía nacional serían mucho más graves que los que pudiesen derivarse de la depreciación del tipo de cambio.

La contrapartida de la depreciación monetaria fue la estabilidad de precios. A diferencia de otros países europeos, entre 1923 y 1935 España no experimentó fuertes tensiones deflacionistas, ni tampoco inflacionistas. En

buena parte, la estabilidad de precios interiores fue el resultado del fracaso de la política oficial de cambios, es decir, de la no consecución por las autoridades de sus objetivos de política económica. En última instancia fue la falta de voluntad del Banco de España y del Ministerio de Hacienda de cortar la expansión monetaria iniciada en 1927 lo que hizo imposible la estabilización de la peseta antes de 1933. Cuando ésta se produjo no fue, sin embargo, el resultado de una política monetaria fuertemente restrictiva, sino la consecuencia de la imposición de un férreo control de cambios, del retraso en los pagos exteriores y, sobre todo, de la casual circunstancia de la devaluación del dólar y de la subsiguiente estabilidad de la moneda americana y de la libra esterlina.

Orientación bibliográfica

- EGUIDAZU, F. (1978): *Intervención monetaria y control de cambios en España, 1900-1977*, Madrid, *Información Comercial Española*.
- FERNÁNDEZ-BAÑOS, O. (1929): *Estudio de las fluctuaciones del cambio de la peseta*, Madrid.
- HERNÁNDEZ ANDREU, J. (1981): «La polémica Cambó-Calvo Sotelo sobre la valoración de la peseta», *Hacienda Pública Española*, n.º 69.
- INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA (1980): «¿Qué causas determinan el cambio de la peseta? Aventuras de la peseta en el mercado internacional», n.º 318.
- MARTÍN ACEÑA, P. (1983): «El problema del cambio y la política monetaria en España entre 1920 y 1935», *Papeles de Economía Española*, n.º 17.
- (1983): «El tipo de cambio de la peseta, 1920-1929. Teoría y evidencia empírica», *Revista de Historia Económica*, vol. I, n.º 2.
- (1984): *La política monetaria en España, 1919-1935*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.
- (1985): *La cantidad de dinero en España, 1900-1935*, Madrid, Banco de España: *Estudios de Historia Económica*, n.º 12.
- (1999): «El sistema monetario en España: la evolución del tipo de cambio de la peseta entre 1868 y 1975», en Martín Aceña, P. y M. Titos Martínez (eds.), *El sistema financiero en España, Una síntesis histórica*. Granada, Universidad de Granada.
- (2000): «The Spanish Monetary Experience, 1848-1924», en Martín Aceña, P. y J. Reis, *Monetary standards in the Periphery. Paper, Silver and Gold, 1854-1933*. Londres, Macmillan Press.

- MARTÍN ACEÑA, P. y N. GARCÍA SANTOS (1986): «El tipo de cambio de la peseta. La experiencia de los años 20 y 70», *Información Comercial Española*, n.º 45.
- MARTÍNEZ MÉNDEZ, P. (1990): «Nuevos datos sobre la evolución de la peseta en 1900 y 1936», en G. Anes, L. A. Rojo y P. Tede (eds.), *Historia económica y pensamiento social*, Madrid, Alianza Universidad.
- MARTÍNEZ RUIZ, E. (2000): *El control de cambios en la España franquista: el Instituto Español de Moneda Extranjera, 1939-1975*. Tesis doctoral, Universidad de Alcalá.
- OLARIAGA, L. (1929): *La intervención de los cambios en España*, Madrid, Biblioteca Nueva.
- (1977): *La política monetaria en España*, Barcelona, Banca Mas Sardá (1ª edición de 1933).
- SARDÁ, J. (1975): *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España*, Barcelona, Banca Mas Sardá (1ª edición de 1933).
- SERRANO SANZ, J. M., GARDEA, M. D. y SABATÉ, M. (1998): «Tipo de cambio y protección. La peseta al margen del patrón oro, 1883-1931», *Revista de Historia Industrial*, n.º 13.

V. La guerra de las dos pesetas, 1936-1939

Juan Velarde Fuertes

Catedrático de Economía Aplicada. Universidad Complutense

(Salas, Asturias, 1927). Licenciado en Ciencias Económicas en la primera promoción de esta carrera. Se doctoró en ella con Premio Extraordinario en 1956. Catedrático, sucesivamente, de Estructura Económica en la Universidad de Barcelona y de Economía Aplicada en la Universidad Complutense de Madrid, y en la actualidad profesor emérito de este último centro. Académico de número de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Doctor «honoris causa» por las Universidades de Oviedo, Sevilla, Pontificia Comillas, Alicante y Valladolid. Consejero del Tribunal de Cuentas. Premios Príncipe de Asturias de Ciencias Sociales en 1992, Rey Jaime I de Economía en 1996 y Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1997. Autor de numerosos ensayos científicos.

5.1. Una guerra total

La Guerra Civil española concluyó siendo una contienda que, en muchísimos sentidos, se acercó a una guerra total, si no lo fue plenamente. La vanguardia y la retaguardia se sintieron beligerantes. Las empresas con instalaciones en el extranjero contemplaron cómo la vinculación con la sede situada en zona nacional o republicana se dirimía violentamente. Desde la propaganda a la acción diplomática, desde la agitación callejera a la actuación de los artistas, todo se movilizó. Cada bando parecía tener plena conciencia de que si resultaba derrotado, su futuro iba a ser durísimo. Por lo tanto, la expresión de combatir con uñas y dientes fue una de las características de esta contienda. Una de las terribles secuelas de ese planteamiento es el terror. Todos

los que, por algún azar, nos sentíamos vinculados afectiva o políticamente con la otra zona, hemos sentido, como vivencia, qué era el terror, y sus secuelas aún quedan en la vida política española, como una especie de barrera infranqueable que, sólo poco a poco, se comienza a superar. Conviene señalar esto como preámbulo, porque permite aclarar que, en 1936, naturalmente, el Banco de España se escindió y la pelea de ambas instituciones, la de Madrid y la de Burgos, fue también durísima y, como es lógico, uno de los instrumentos empleados en esa confrontación resultó ser la peseta escindida.

5.2. El palenque y los escuderos

De todos modos, una lucha a muerte en esas circunstancias, porque ambas pesetas se consideraban las únicas y legítimas herederas de la peseta creada con celeridad extraordinaria por los revolucionarios de 1868, y muy especialmente por su gran economista Laureano Figuerola y que, por tanto, consideraban a la otra moneda espúrea, ilegal, con el valor nulo de lo falso, se despliega en el palenque financiero internacional y tiene un amparo continuo de los escuderos que, en este caso, derivan del devenir de la política económica.

En ese propio terreno mundial de las justas financieras se observaba, también, cuidadosamente, este talante de las políticas económicas internas, porque las tentaciones de apuntarse al bando vencedor son siempre muy grandes en todo el mundo capitalista. Se sospechaba que quien triunfase, premiaría –como así sucedió, por ejemplo, con Texas Oil a través de Caltex, o si tal compensación no se producía, se consideraría que la actuación de tales vencedores no estaba siendo la correcta, como observamos en las declaraciones de Heineman, en el asunto de la quiebra de Barcelona Traction–, o castigaría incluso con ferocidad, en función de su comportamiento en el conflicto bélico español. Pero se observaba algo más que, sobre todo, los grandes imperios financieros no pueden por menos de tener en cuenta. Se trataba de procurar avizorar lo que podía suponer el triunfo de un bando u otro en el futuro de los equilibrios económicos internacionales.

En este sentido no es posible ignorar que el mundo capitalista internacional, que tras el susto de la Comuna de París en 1870, se consideraba acorazado contra cualquier contingencia desagradable, experimentó, tras la Primera

Guerra Mundial, tres conmociones importantísimas. La primera, a causa de que en una vasta porción de tierra, antaño ocupada por el Imperio ruso, había triunfado una revolución utópica esencialmente anticapitalista y, además, con el talante expansivo que se observaba con Bela Kun en Hungría, con el movimiento espartaquista de Karl Liebknecht y Rosa Luxemburgo en Alemania, con la creación de la Komintern y con una conexión que Lenin establecía en su opúsculo *El imperialismo, estadio supremo del capitalismo*, con el conflicto colonial que comenzaba a preocupar entonces, sobre todo en relación con Asia. El segundo de estos choques procedía de que el mundo capitalista también había sido perturbado porque se contemplaba cómo era incapaz de que volviesen a funcionar ciertas instituciones fundamentales del mismo, como el patrón oro, por ejemplo. Keynes, en *Las consecuencias económicas de la paz*, inauguró una serie de admoniciones en este sentido que completaría algo después con *Las consecuencias económicas de Mr. Churchill*. El viejo capitalismo victoriano de la III República o si se quiere, de los grandes cancilleres alemanes y de los Estados Unidos de los Carnegie, Pierpont Morgan y Rockefeller, se había desplomado tan definitivamente como se canta en la obra de Lewis Carroll *A través del espejo*: «Humpty Dumpty cayó del caballo / y todos los caballeros del rey / no le pudieron subir al caballo otra vez». Finalmente, como nos cuenta Jünger en *Tempestades de acero* y, sobre todo, en *El trabajador*, de las trincheras de la Primera Guerra Mundial volvió a la vida civil un amplio conjunto de excombatientes que pusieron en marcha en el continente europeo, agresivos y atractivos modelos políticos, que eran muy igualitarios en material social —si se había sido igual ante la muerte, ¿qué sentido tenía que se fuese diferente para recibir los beneficios de la vida económica?—, muy nacionalistas, a los que repugnaba la democracia liberal, y partidarios de que el Estado interviniese a fondo en la vida toda y, por supuesto, en la económica. Cuando llegó la Gran Depresión de los años treinta todo esto se agudizó extraordinariamente.

Estas tres novedades fueron contempladas por el mundo financiero como realidades con las que debería convivir, aunque no le apeteciese. Temía, evidentemente, su ampliación, pero no consideraba tan molestos a unos como a otros. De pronto, no más allá de diecinueve años de la Revolución de Octubre, del mismo modo confuso que en Rusia, pero con un inequívoco talante muy beligerante contra el capitalismo, y con una actitud simultáneamente afectuosa hacia los modelos de economía de dirección central, mezclado todo

–como se intentó en Rusia por las famosas alzadas en Kron-stadt– con un colectivismo de raíz anarquista, se observaba que, sin acudir para nada a la *Gaceta de Madrid* –después *Gaceta de la República*–, de hecho se alteraba el sistema económico capitalista, parecía que de un modo tan radical que se trataba de una realidad nueva sin retorno. Quien se dio cuenta del disparate que se montaba en la España republicana fue el conjunto del Partido Comunista francés y de la Komintern en Moscú. La siguiente comunicación, traducida al francés el 28 de agosto de 1936, es bien clara:⁽¹⁾ «Nuestra delegación debe explicar a Largo Caballero, a los jefes de la CNT y de la FAI, que es imposible realizar medidas de orden socialista, y menos de orden comunista (supresión del dinero, igualdad de salario, etc.) si no se conduce hasta el fondo la revolución democrática y si no se aplasta la contrarrevolución fascista. Las medidas de orden socialista prematuras encogerán la base social de la revolución y conducirán a la derrota; ellas serán un pretexto para la intervención extranjera simultáneamente a la capitulación del Gobierno francés.⁽²⁾ Es imposible realizar desde ahora en España medidas que el poder soviético realiza en la URSS después de quince años de inmensos esfuerzos». Conviene advertir que esa «revolución democrática» de la que hablan entonces Dimitrov y Togliatti es la que el primero ya denomina *democracia popular* que, como señalan Antonio Elorza y Marta Bizcarrondo, «consiste en una fusión de elementos dictatoriales y democráticos, a través de «una forma específica de la dictadura democrática [sic] de la clase obrera y el campesinado».⁽³⁾ Lo que resulta claro es que la democracia española en que piensa Dimitrov «no responde a la fórmula clásica, sino a un régimen de transición antifascista y tendente al socialismo. En suma, un adelanto de lo que en 1945-1946 serán las democracias populares».⁽⁴⁾ Exactamente dirá Dimitrov:⁽⁵⁾ «Ya no se plantea como antes la cuestión del Estado demócrata burgués. El pueblo español lucha y ha de conseguir la victoria, en esta etapa, instaurando una República democrática. No será una vieja república democrática, como, por ejemplo, la república norteamericana, ni

(1) Véase Elorza y Bizcarrondo (1999), p. 307.

(2) Recuérdese que es el momento en que, a causa sobre todo de su disparatada política económica, cae el Gobierno Blum del Frente Popular francés.

(3) Este texto es de Dimitrov, en el documento *Discussion sur l'Espagne. 1^{er} septembre 1936*, p. 8, archivado en el Centro Ruso de Conservación y Estudio de la Documentación de Historia Contemporánea –antes Instituto de Marxismo-leninismo– en Moscú, 495-10^a-209; la cita exacta, en Elorza y Bizcarrondo (1999), p. 502.

(4) Véase Elorza y Bizcarrondo (1999), pp. 321 y 316-317.

(5) Véase Elorza y Bizcarrondo (1999), *ibidem*.

será una república a la manera francesa o suiza. Se tratará de una república que responde al actual período de transición de las relaciones internacionales, en el cual, por un lado, existen el Estado soviético y la democracia soviética, junto con los Estados demócratas burgueses, como Inglaterra o los Estados Unidos, y por otro lado existe la dictadura fascista; *se tratará de un tipo específico de república con una auténtica democracia popular*. Todavía no será un Estado soviético, pero sí antifascista, de izquierdas, en el que participará el sector auténticamente izquierdista de la burguesía».

Más adelante confesará Santiago Carrillo:⁽⁶⁾ «Es claro que si la República hubiera vencido, habríamos sido el primer ejemplo de una democracia popular, creada no por la intervención del ejército soviético, sino por la lucha del pueblo y con una pluralidad de fuerzas políticas».

En el debate en el seno de la Internacional Comunista desarrollado entre el 16 y el 19 de septiembre de 1936, Codovilla presentó un informe en el que hablaba de «la colectivización industrial en Cataluña, del trabajo colectivo de la tierra en toda la zona republicana y de los problemas previstos de abastecimiento». Codovilla muestra en este informe desconfianza ante Largo Caballero, «partidario de la revolución socialista y de conservar las milicias». En la misma reunión, Thorez señaló que los anarquistas «llevan a cabo estupideces a cuenta de un pretendido comunismo libertario», aparte de criticar a «Largo Caballero que en el tema agrario quiere copiar a los bolcheviques sin darse cuenta de las diferencias en las condiciones».⁽⁷⁾

El 10 de octubre de 1936, en el informe que hace en Moscú André Marty⁽⁸⁾ se refiere no sólo a la pérdida de prestigio de Largo Caballero, entre otras cosas «por el empeoramiento de la situación económica, ya que en Madrid faltan el azúcar, la leche, el café, las patatas, la carne y hasta los garbanzos», junto al «predominio de los métodos anarquistas, con una socialización generalizada, especialmente en Cataluña y en Levante», sino que se añade por Marty que «la colectivización a cargo de los sindicatos en el campo suscita un abierto malestar entre los pequeños y medianos propietarios. En la visión de Marty, Cataluña es prácticamente independiente, con el poder en manos de

(6) Santiago Carrillo, *El comunismo a pesar de todo*, 1984, citado por Elorza y Bizcarrondo (1999), p. 384.

(7) Elorza y Bizcarrondo (1999), pp. 326-327.

(8) Elorza y Bizcarrondo (1999), pp. 316-317.

los anarquistas a través del Comité Central de las milicias... La economía está en manos de los obreros, sin perspectivas claras para dirigirla... El resultado es el imperio de la incompetencia técnica —a causa de la desorganización, los obreros trabajan mucho, pero la dirección es absolutamente incoherente—, con lo cual la industria catalana no contribuye a la defensa de la República».

La cuestión del anticapitalismo era muy profunda, por tanto, en los dirigentes de la España republicana, pero no sólo se albergaba en los socialistas largocaballeristas que soñaban con crear una República socialista soviética ibérica, o en los anarquistas, dispuestos a no retroceder en sus colectivizaciones que, más adelante, llevaron incluso, a través de los planteamientos de S'Agaró en los que sabemos que tuvo algún papel Juan Sardá, a una orientación futura de la autogestión yugoslava, sino que era más general. Véase, por ejemplo, a Nin, en su discurso en el Teatro Gran Price, el 6 de septiembre de 1936, muy difundido por el POUM, donde, en medio de simplismos evidentes, asegura que «se hundió para siempre la economía capitalista».⁽⁹⁾

¿Para qué seguir? En el mundo capitalista surgió la percepción de que en España surgía una especie de nueva situación revolucionaria anticapitalista, que era ampliada, además, por los colegas españoles que lograban escapar de la zona republicana. Los relatos que hacían de confiscaciones, de asesinatos de gentes que conocían los financieros interlocutores, parecían reproducir, en un grado sorprendente, las noticias que habían recibido no demasiados años antes desde Rusia, desde Hungría, desde Alemania. Su simpatía hacia el bando nacional surgió de ahí,⁽¹⁰⁾ así como su antipatía o, en el mejor de los casos, frialdad ante el bando republicano,⁽¹¹⁾ ahí nace. Por otro lado, el mundo financiero español, se colocó inequívocamente, a partir del 18 de julio de 1936, en el bando nacional. En sus conversaciones con sus amigos del mundo financiero internacional, señalarían esto con claridad. Esta anotación de Cambó en París, el 20 de enero de 1937, es bien significativa: «*En els rojos, no es pensa més que en el robatori... y, per a robar, s'as-*

(9) Nin (1971), p. 184, reproducido en Elorza y Bizcarrondo (1999), p. 352.

(10) Del mismo modo que el mundo intelectual, con bastante unanimidad, se alineó con el bando republicano; el asesinato de Federico García Lorca actuó de catalizador en ese sentido.

(11) He relatado muchas veces, sobre la base de las noticias que proporciona en sus *Memorias* Félix Gordón Ordás, lo sucedido con el Midland Bank dificultando la compra de armas en Estados Unidos que él verificaba en aquel momento a través de una serie de retrasos en el envío de fondos a la cuenta de éste, so pretexto de si Ordás concluía en s o en x.

sassina. Al començ s'assassinava per rancúnia, per maldat, per bestialitat... Ara, llevat dels assassinsats entre ells, els crims dels rojos són comesos en fred, impulsats per l'afany de rapinya... acompanyat del menyspreu a la vida humana».⁽¹²⁾ El prestigio de Cambó en los medios financieros internacionales, desde la operación DUEG-CHADE y su enlace con el mundo del gran capitalismo da un especial relieve a estas palabras.

5.3. Las consecuencias en la peseta republicana

Sabemos, gracias al hallazgo reciente de un libro de actas del Banco de España, que se encontraba extraviado desde hacía muchos años dentro de una caja fuerte, que parece que estaba cerrada desde la Guerra Civil,⁽¹³⁾ las reacciones derivadas de este clima que se creó, inmediatamente, sobre la peseta republicana. En primer lugar, el inicio de la contienda dio lugar a un intento de fuerte retirada de fondos en las cuentas corrientes. En la sesión de 24 de julio de 1936 se indica que «el Sr. Presidente manifestó que se vienen cumpliendo con el mayor cuidado las disposiciones del Decreto de moratoria y retirada de fondos por cantidad superior a 2.000 pesetas».

El 27 de julio se anuncia el inicio del envío al exterior de oro, en barras y amonedado, por el acuerdo del Consejo de Ministros de 21 de julio de 1936, cuyo contenido se inserta a continuación:

«Convenio. –Por iniciativa y acuerdo del Gobierno de la República, el Sr. Ministro de Hacienda ha autorizado al Banco de España en fecha 21 del actual para la venta de oro amonedado o en barras hasta la cantidad de veinticinco millones doscientas veinte mil pesetas valor nominal, al efecto de la acción interventora en el cambio internacional, a que se refiere la Base 7ª de la Ley de Ordenación Bancaria, ejercitando para esa autorización la facultad que al Gobierno concede el párrafo 10º de la Base 2ª del artículo 1º

(12) Cambó (1982), p. 31.

(13) He de manifestar aquí mi extraordinario agradecimiento al consejero del Banco de España, José Manuel González-Páramo, la gestión efectuada cerca del director adjunto, Enrique Gallegos, y de la Jefe de la Sección de Archivos, Teresa Tortella, por la entrega de once folios fotocopiados, con datos, a veces parciales, de las sesiones de 21 de julio, 27 de julio, 6 de agosto –se dice que extraordinaria–, 10 de agosto, 12 de agosto, 24 de agosto, 26 de agosto y 31 de agosto de 1936. El examen de todo el libro de Actas proporcionará, seguramente, datos complementarios valiosísimos.

de la referida Ley.— Y a fin de cumplimentar dicho acuerdo, causa y motivo del presente Convenio, haciéndose constar en él las conclusiones establecidas por el Gobierno y aceptadas por el Banco de España, se formaliza con arreglo a las siguientes Estipulaciones. —1ª. El Banco de España, en cumplimiento de la autorización otorgada por el Gobierno de la República, según comunicación del Sr. Ministro de Hacienda, fecha 21 del actual, procede, desde luego, a la venta de oro amonedado o en barras hasta la cantidad de veinticinco millones doscientas veinte mil pesetas valor nominal para actuar e intervenir en el cambio internacional y en la regularización del mercado monetario conjuntamente con el Estado. —2ª. De conformidad con lo prevenido en la Base 7ª de la Ley de Ordenación Bancaria, la participación del Estado y del Banco se entiende hecha por mitad, y a virtud del requerimiento del Ministro de Hacienda, previo acuerdo del Consejo de Ministros, el Banco anticipa al Estado, de acuerdo con lo establecido en el último párrafo del apartado D. de la Base 3ª de la referida Ley, los doce millones seiscientos diez mil pesetas valor nominal oro, importe de la aportación que le corresponde. —3ª. El Gobierno de la República se obliga con arreglo a derecho al reembolso de las cantidades oro anticipadas por el Banco, en el más breve plazo posible desde que cese su aplicación, arbitrando para ello los recursos oportunos, siempre con el compromiso de no aplicar dichas cantidades a otros fines que los que dan origen a este Convenio. —4ª. Se entiende parte integrante de este Convenio cuanto se previene en la Base 7ª del artículo 1º de la Ley de Ordenación Bancaria. —5ª. Los gastos que por cualquier concepto ocasione el desplazamiento del oro, así como su venta y los demás que se produzcan con motivo de estas operaciones se distribuirán por mitad entre Tesoro y Banco. —6ª. El acuerdo del Consejo de Ministros a que se refiere la orden del Ministerio de Hacienda, contiene, como en la misma se indica, la expresa autorización a que se refiere el párrafo 10º de la Base 2ª del artículo 1º de la Ley de Ordenación Bancaria. —7ª. Los doce millones seiscientos diez mil pesetas que el Banco anticipa al Estado por este Convenio se comprenden en la autorización concedida al Ministro de Hacienda hasta la cantidad de veinticinco millones doscientas veinte mil pesetas oro por la Ley de dos de junio de mil novecientos treinta y seis (*Gaceta* del día 11 del mismo)». El Convenio, del que se da cuenta en esta sesión, a la que asisten, con el subgobernador 2º, Suárez Figueroa, los consejeros Álvarez Guerra, Martínez Fres-

neda, Prast, Viñuales, Flores de Lemus⁽¹⁴⁾ y Rodríguez Mata, se firmó en 24 de julio de 1936, y Suárez Figueroa informa en esa sesión del 27 de julio, «que ha llegado a París sin novedad la primera parte de la remesa de oro, consistente en 18 cajas conteniendo 144.000 £, cantidad que obra en poder del Banco de Francia, estando preparada para que salga mañana otra cantidad igual, y después otro tercer envío por el resto».

También ese día se aprueba conceder a la Generalitat de Cataluña un crédito personal de 5 millones de pesetas, para «coadyuvar» el Banco, «a las medidas del Gobierno encaminadas a conseguir el bien de la Nación».

La sesión extraordinaria que se celebra el 6 de agosto de 1936 para dar posesión como subgobernador 1º a Carabias, se aprovecha también para que se entere el Consejo –que preside el subgobernador 2º, Suárez Figueroa, junto con Martínez Fresneda, Álvarez Guerra, Flores de Lemus y Rodríguez Mata– que «queda en suspenso la publicación de los Balances semanales del Banco». Es evidente que en ese momento, el recurso masivo del Tesoro al Banco de España parece haberse iniciado. También se menciona que se ha suspendido «la contratación en las Bolsas». Con ello, era evidente el clima de economía de guerra.

Prosiguió el envío de oro del Banco de España a París. En la sesión del 10 de agosto de 1936, el subgobernador 2º, Suárez Figueroa, «dio cuenta al Consejo de que atendiendo a las indicaciones que había recibido del Gobierno en orden a la urgencia del envío del oro a París, había procedido a disponer la preparación de dicho envío, y en su consecuencia se había ejecutado ya la remesa de la primera parte correspondiente a esta *nueva*⁽¹⁵⁾ operación, al mismo tiempo que el resto que quedaba de la anterior». El Consejo, dice el acta, «acordó aprobar» estas manifestaciones. Como, a renglón seguido, el Consejo indica que resuelve «por unanimidad» designar a Carabias vicepresidente del Consejo Superior Bancario, cabe la posibilidad de que sea cierta la

(14) Han existido dos versiones diferentes sobre la actitud de Flores de Lemus en relación con esta etapa del Banco de España. La toma de posesión de Julio Carabias parece mostrar un Flores de Lemus perfectamente identificado con el Gobierno republicano. En el acta dice que éste «recuerda las dificultades vencidas por el Sr. Carabias en su etapa anterior al frente del gobierno del Banco, teniendo la esperanza de que igualmente allanará las que se le presenten en su cargo actual, asegurándole que puede contar con la colaboración del Consejo. Terminó manifestando que no duda que el nuevo Subgobernador logrará los aciertos que son de esperar dada su sólida preparación, su extraordinaria actividad, su lealtad al Gobierno y su afecto al Banco». Al dar las gracias, Carabias se ve obligado a aludir en este sentido («especialmente (a las manifestaciones)... del ilustre maestro Sr. Flores de Lemus».

(15) Subrayado mío, porque el texto parece mostrar que nada tiene que ver con la del acuerdo del Consejo de Ministros de 21 de julio de 1936.

versión de Isabel Flores de Lemus de que su padre se opuso a la salida del oro del Banco.⁽¹⁶⁾ Esa venta del oro parece ser la cuestión que se trata al comienzo de la sesión del 12 de agosto de 1936, en la que se dio lectura al Convenio suscrito el 10 del actual «entre el Sr. Ministro de Hacienda y el Sr. Subgobernador 1º del Banco de España en funciones de Gobernador, a los efectos del préstamo de 25.220.000 pesetas oro, valor nominal, a que se refiere la comunicación del Ministerio de Hacienda del día 7 del corriente», también intentada justificar, aparentemente, por «el ejercicio de la acción interventora en el cambio internacional, aceptando el Gobierno la responsabilidad de la operación, que en su día someterá al Parlamento para su regulación constitucional».

En el acta de 24 de agosto de 1936 –sin que por su consulta parcial pueda añadirse gran cosa–, y con asistencia de Carabias, Suárez Figueroa, Martínez Fresneda, Álvarez Guerra, Viñuales, Flores de Lemus y Rodríguez Mata parece recogerse la aprobación de un nuevo envío de oro a Francia. De ser así, este goteo, con el pretexto del cambio, fue muy importante. Con esto queda superada la noticia que da Juan Sardá, en su ensayo *El Banco de España (1931-1962)*⁽¹⁷⁾ de que en septiembre de 1936 se hizo el primer movimiento oficial en torno a esta cuestión (de la salida del oro), con el Decreto reservado de 13 de septiembre de 1936, por el que se venía a disponer «lo siguiente: –Artículo 1º. Se autoriza al Ministro de Hacienda para que en el momento en que lo considere oportuno ordene el transporte con las mayores garantías, al lugar que estime de más seguridad, de las existencias que en oro, plata y billetes hubiese en aquel momento en el establecimiento central del Banco de España. –Artículo 2º. El Gobierno dará cuenta, en su día, a las Cortes, de este decreto. –Dado en Madrid, a 13 de septiembre de 1936. –Manuel Azaña–. El Ministro de Hacienda». El Consejo –reducidísimo– del Banco de España, se enteró el 14 de septiembre, exactamente, como veremos, el día en que se puso en marcha el otro Banco de España, en Burgos.

En el acta del 26 de agosto de 1936 se recoge un debate sobre un telegrama «del Decreto de la Sucursal de Lérida en la que da cuenta de que el Comisario de la Generalidad, ante la apurada situación de los campesinos de aquella provincia y de la de Huesca, especialmente de ésta por el estado

(16) Yo las recogí ampliamente, después de confrontar con Isabel Flores de Lemus la exactitud de mis anotaciones, en Velarde (1978), pp. 531-539.

(17) Sardá (1970), p. 433.

de la producción de cereales, propone que se compre trigo por una Comisión en la que intervenga un representante del Banco de España, precisando para ello tres millones de pesetas». El Consejo estimó, en este caso, que la cuestión era competencia del Servicio del Crédito Agrícola. Por cierto que ese día Rodríguez Mata comunica la salida en avión para Francia del consejero Flores de Lemus «debido a haberle sido confiada por el Gobierno una misión».⁽¹⁸⁾ Ese mismo día, la destitución de dos altos funcionarios del Banco de España, destinados en la Agencia de París, Primitivo y José Erviti por su «actuación contraria al Gobierno de la República», era un síntoma claro de que comenzaba la preparación de otra institución, en zona nacional, que también pasaba a responder al nombre de Banco de España.

5.4. Guerra y cuchillo

A partir de ese momento, que en la historia de la Guerra Civil podría denominarse «de la conclusión de la etapa de Golpe de Estado», en la que carece de sentido pensar en una administración monetaria doble, porque los alzados piensan que pronto van a controlar el Banco de España en Madrid, surge la toma de conciencia de que se ha iniciado una guerra civil que puede ser larga.

La ruptura definitiva se produjo cuando aparece otro Banco de España en Burgos, el 14 de septiembre de 1936. Va a celebrar su primer Consejo el 24 de septiembre de 1936. La Junta de Defensa Nacional, hasta aquel momento, operaba directamente con las sucursales del Banco de España –y también con las de la banca privada–,⁽¹⁹⁾ pero se consideró que había llegado

(18) Así abandonó Flores de Lemus, España. Aunque no es objeto de este trabajo la vida de este economista, sí creo que tiene interés que si salió en avión para París, mal puede haber abofeteado a su hijo Antonio, en la frontera francoespañola, al encontrárselo, en un cambio de trenes como pretendía Isabel Flores de Lemus. Antonio Flores de Lemus, hijo, un importante matemático que se encontraba estudiando en una universidad inglesa, se presentó voluntario para servir en el Ejército republicano, siempre que no tuviese que disparar contra el enemigo. Sin embargo, esta salida precipitada de su padre, y en la que parece tener algo que ver Rodríguez Mata, sí puede deberse a las amenazas de muerte dirigidas a Flores de Lemus por su actitud ante la salida del oro. Exactamente el 24 de agosto de 1936 dice el acta: «El Sr. Rodríguez Mata hizo presente que el Sr. Flores de Lemus le había encargado comunicase a sus compañeros de Consejo que durante algún tiempo no podrá concurrir a las sesiones que aquél y las Comisiones celebran, debido a haberle sido confiada por el Gobierno una misión en París, para cuyo punto había salido en avión en la mañana de este día. El Consejo quedó enterado».

(19) Ignacio Herrero Garralda, marqués de Aledo, me contó que su padre, Ignacio Herrero de Collantes, presidente en Burgos del Banco Hispano Americano, llevaba una especie de diario financiero en la primera etapa de la Guerra Civil, donde anotaba estos créditos solicitados desde la Junta de Defensa Nacional y, después, desde la Junta Técnica del Estado, «porque –le indicó a su hijo, oficial de la Legión, cuando le visitó por primera vez en un permiso–, algún día tendré que explicar estas raras operaciones a los accionistas».

el momento de unificar la situación de tales sucursales, y de que el nuevo Estado dispusiese de una auténtica autoridad monetaria. El 24 de septiembre de 1936, se reunió en Burgos el que se consideró por la España Nacional auténtico Consejo del Banco de España. Lo presidía el subgobernador 1º Pedro Pan, y asistieron, en representación de los accionistas, los consejeros –huidos de Madrid–, Urquijo, Aritio, Martos, de Céspedes y Rivera. Los acuerdos eran importantes: unificar la política de sucursales en las ciudades de la zona nacional, «hacer recuento de las existencias en las cajas de las mismas» –porque la carencia física de billetes era un problema acuciante, ya que, controlada, sólo se disponía de una masa monetaria de 393 millones de pesetas en billetes y de 123 millones de monedas de plata, en las 44 sucursales del Banco de España existentes en la España nacional–, tomar decisiones para su suministro –con lo cual apareció nítida la cuestión de las dos monedas–, y dirigirse «a la mayoría de los bancos extranjeros con quienes mantenía relación el Banco de España para comunicarles que no reconocía las salidas de oro del Banco de Madrid. Uno de los principales agentes del Banco en las gestiones exteriores fue el exministro señor Ventosa, el lugarteniente en la Lliga de Cambó».⁽²⁰⁾ Pronto se cesaría a Suárez Figueroa, y se nombró para sustituirle a Ramón Artigas. Más adelante se designaría gobernador a Antonio Goicoechea, y la representación del Estado pasaría a estar constituida en vez de por Flores de Lemus, Viñuales y Rodríguez Mata, por José Larraz, Ángel Gutiérrez y Eduardo Aunós. Los consejeros de los accionistas, además de los reunidos el 24 de septiembre de 1936, eran el Conde de Limpías; Ignacio Herrero de Collantes, marqués de Aledo; el Duque de Alba; el Conde de Heredia Spínola; el Vizconde de San Alberto y Jesús Coronas y Menéndez-Conde, al que Azaña había considerado algo así como su arúspice.

La nueva administración monetaria de la zona nacional, adoptó la primera decisión importante por Decreto 106 de 12 de septiembre de 1936, de la Junta de Defensa Nacional, por el que se limitaban las retiradas de fondos de las cuentas corrientes y de crédito sin autorización a 1.500 pesetas, al mismo tiempo que fijaba límites a los créditos y redescuentos del Banco de España. La separación monetaria respecto a la España republicana se consuma con el Decreto-Ley de 12 de noviembre de 1936 que crea una nueva mo-

(20) Sardá (1970), p. 437.

neda, al señalar que los tenedores de billetes, quedan obligados a estampillarlos, pero «pueden optar» entre aportarlos para la mera ejecución de la operación o ingresarlos en cuenta corriente, bien entendido que en este último caso «las cantidades en ellas abonadas serán de libre disposición y no sujetas a ninguna de las restricciones del Decreto número 106 de la Junta de Defensa Nacional». ⁽²¹⁾ Sardá comenta: ⁽²²⁾ «De hecho esta disposición, que constituía una gran ventaja para los depositantes, canalizó una gran parte del efectivo existente en la zona ocupada ⁽²³⁾ hacia las cuentas bancarias y evitó desde el primer momento la expansión excesiva de los billetes en circulación». Según el subgobernador Artigas, ese estampillado de billetes «produjo una elevación de Tesorería de 400 millones de pesetas, con reflejo paralelo en los capítulos de cuentas corrientes y de crédito, removiendo en sus más hondas raíces el vicio del ocultamiento».

Esta moneda estampillada comenzó a cotizarse en los mercados internacionales por encima de la moneda sin estampillar. Además, en las dos zonas se había recogido la plata. En la republicana esto se verificó por el Decreto de 13 de octubre de 1936, que proporcionó la base para que se pusieran en circulación *Certificados de plata* de 5 y 10 pesetas del Banco de España, con la fecha de emisión y firma de 1935. Tales *Certificados de plata* no fueron considerados como moneda legal en la España nacional. ⁽²⁴⁾ Lo que esto significaba era importante. Dejó de ser valuta en ambas zonas el duro de plata, y pasaron a tener los billetes del Banco de España la condición de «circulación forzosa», con lo que se borró la frontera entre la misma y el papel moneda. Al final, esto se recogería al desaparecer de estos billetes la expresión de «El Banco de España pagará al portador *X* pesetas».

(21) *Boletín Oficial del Estado* de 12 de noviembre de 1936.

(22) Sardá (1970), p. 440.

(23) Así es como denomina Sardá a la zona nacional. Creo que está claro ya para todos que las denominaciones más lógicas son zona republicana y zona nacional, o España republicana y España nacional. Todo lo demás es volver a revolver cosas como si continuase la guerra.

(24) La disposición por la cual en la España republicana se sustituía la plata por certificados de plata parece que fue redactada por Olegario Fernández Baños, director del Servicio de Estudios del Banco de España. Como contenía párrafos despectivos hacia la Monarquía, paralelos a los que Figuerola redactó en 1868 en relación con la creación de la peseta, fue fuente de serios disgustos futuros para el profesor Fernández Baños, que sintetizó en Velarde (1990), pp. 220-222. Exactamente se podía leer en el Decreto de 13 de octubre de 1936, «la conveniencia de eliminar del mercado la moneda de plata de la Monarquía, sustituyéndola por otra cuyo nuevo cuño sea fiel expresión del ideal republicano», aunque admitía que, de momento, no estaba «técnicamente preparada la Casa de la Moneda para acuñar con la rapidez indispensable la cantidad requerida en nuestra vida cotidiana».

La peseta nacional estampillada era muy fácil de falsificar. Incluso, en París, existió una operación de este tipo montada por el político republicano Juan Simeón Vidarte, que hizo vacilar la cotización de la peseta nacional y que obligó a plantear la emisión de billetes nuevos.⁽²⁵⁾ Se intentó, en primer lugar, en la impresora inglesa tradicional del Banco de España, Thomas de la Rue, que se negó. Después se acudió a Bradbury Wilkinson & Co, que primero aceptó y más adelante no cumplió el compromiso. De ahí que se buscasen otras imprentas nacionales y extranjeras, que proporcionaron un material defectuoso, como fue, por ejemplo, la Litografía M. Portabella, de Zaragoza. Otra parte se imprimió en la casa alemana Giesecke. Pero estos detalles tienen poca importancia al lado del hecho de que así se consumó la ruptura entre ambas pesetas.

Desde el citado Decreto Ley de 12 de noviembre de 1936, que escinde el sistema monetario español en dos, el canje de billetes antiguos por otros estampillados fue largo. Concluyó en enero de 1937, en las islas Baleares, última zona española afectada por la medida. A continuación vino el canje de los billetes estampillados, correspondientes a las series de 100, 50 y 25 pesetas, a partir de 15 de marzo de 1937, por los de la nueva emisión fechada en Burgos el 21 de noviembre de 1936.

La lucha de las dos pesetas se intensificó. El Decreto de 12 de noviembre de 1936 de la España nacional anunciaba que el Banco de España no reconocía «validez a sus billetes, incluidos los certificados de plata, que hayan sido puestos en circulación con posterioridad al 18 de julio del corriente año». Dentro de esta guerra monetaria, actuando con lógica implacable, el Banco de España de Burgos no hizo públicas las series que consideraba legales. De este modo, en la España republicana crecía el desconfianza sobre el valor cierto de los billetes, una vez que hubiesen llegado las nuevas autoridades. Como eran escasas las perspectivas de victoria del bando republicano, todo esto provocó, al par que el territorio de la España nacional se ampliaba incesantemente, una desconfianza creciente en la moneda republicana. También, un aumento en la audiencia de Radio Nacional de España, que en ocasiones aclaraba las buenas series. Automática-

(25) Acerca de las importantes investigaciones de Olaya Morales (1990), en relación, entre otras cosas, con este punto, redacté una nota; véase Velarde (1991), pp. 21-24.

mente, creció la velocidad de circulación de la peseta republicana. Como simultáneamente se ampliaba la oferta monetaria y se reducía el volumen de las transacciones, a consecuencia de la caída del PIB provocada por los mil estrangulamientos que experimentaba su aparato productivo, el resultado de despejar P en la conocida ecuación de Fisher, es bien claro. Como $P = MV / Q$, el incremento de P estaba descontado al ser colosal M , espectacular el crecimiento de V , y agobiador el descenso de Q . Las cifras en este sentido tienen poca significación. Es cierto que además existió un cierto atesoramiento de la moneda metálica, con lo que en toda la España republicana abundaron emisiones de comités de fábricas, empleo de vales, utilización de sellos de correo, de timbres móviles, y a veces de vales emitidos por cualquier autoridad, para disponer de moneda divisionaria. La causa de esta última escasez es sencilla. La subida de los precios era tal que el valor intrínseco de los metales con los que se confeccionaba la moneda divisionaria hacía conveniente su retirada de la circulación frente a la moneda divisionaria papel, que en número amplísimo se apoderaba de este sector de la circulación monetaria. A ello había que agregar lo que José Ángel Sánchez Asiaín⁽²⁶⁾ llama «signos monetarios periféricos». En Cataluña, esa tensión que hemos visto reflejada en la consulta de la sucursal del Banco de España de Lérida recogida más arriba, va a dar paso a la creación de dinero por parte de la Generalitat, a través de los famosos Decretos de S'Agaró, inspirados por Tarradellas, con los que se creaba una realidad monetaria que articuló al dinero «en una serie de tramos de distinta operatividad. En su base se situaba la moneda municipal, que equivalía a la moneda fraccionaria del Estado republicano (a los certificados de plata en la guerra) y que llegó hasta un nominal de 1 peseta. El segundo tramo estaba constituido por la emisión de 1936, con vales de 2,50, 5 y 10 pesetas. De esta manera se trataba de poner en práctica la política financiera de la Generalitat, que llevaba implícita la superación a medio y largo plazo de las medidas correctoras coyunturales, como el uso de dinero bancario (talones y *xec-barrat*) para llegar a un sistema exclusivamente catalán. Dentro de este contexto hay que inscribir la fuerte pugna monetaria entre la Generalitat y el Gobierno (con el Decreto de 6 de enero de 1938). El momento fue muy tenso porque

(26) Sánchez Asiaín (1999), pp. 126-131.

Tarradellas resistió en su política, teniendo incluso preparada para principios de 1939 una emisión de moneda con nominales de 25, 50, 100, 500 y 1.000 pesetas, de la que se hizo cargo el Ejército nacional cuando ocupó la plaza de Barcelona».

A esta situación hay que añadir las emisiones vascas de «Eliodoros» —«talones (cheques) librados contra el Banco de España por los distintos bancos y cajas de ahorros... que pronto se denominaron Eliodoros por el nombre del consejero de Hacienda que los propició», Eliodoro de la Torre— por decretos de 28 de agosto de 1936 y 21 de octubre de 1936. Se trataba de una moneda inflacionista. Víctor Artola escribiría —según transcribe Sánchez Asiaín—: «Una vez más se reveló la perspicaz psicología de aldeano, que miraba con desconfianza estos nuevos papeles, y los precios que pedían por sus aves y hortalizas tenían cotización diferente según el pago fuera en talones-billetes, en billetes del Banco de España, de los que aún quedaban, o en plata».⁽²⁷⁾ En Asturias, la emisión de papel moneda del Consejo de Asturias y León —los llamados «Belarminos», por estar firmados por Belarmino Tomás—, se completaba con otros medios de pago variadísimos. Y habría que añadir la realidad monetaria de Santander, la anarquista de Aragón —que creó unidades nuevas, como el *entero*, la *unidad* y el *grado*—, y la abundancia de los llamados *vales*. Todo esto, como es natural, aceleraba la inflación de la moneda republicana, hasta alcanzar una realidad hiperinflacionista, que se manifestó en forma de trueque. Incluso surgieron mercados a los que se acudía para efectuar operaciones de trueque.⁽²⁸⁾ Como es natural, esto significaba que la peseta republicana había perdido su significación y, naturalmente, que su cotización en los mercados internacionales se envilecía con mucha fuerza.

Aún había de empeorar la situación en la España republicana, como pone de manifiesto José Ángel Sánchez Asiaín:⁽²⁹⁾ «La circulación fiduciaria en España el 17 de julio de 1936 era de 5.486 millones de pesetas, de las que podían corresponder a la España republicana 3.486 millones y a la España nacional 2.000 millones. A mediados de septiembre de 1937, y de acuerdo con los antecedentes que tenía el Banco de España en Burgos, la circulación

(27) Sánchez Asiaín (1999), pp. 135-136.

(28) De esa cuestión me ocupé en Velarde (1987), pp. 68-70.

(29) Sánchez Asiaín (1999), p. 170.

fiduciaria en la zona republicana podía ascender a 10.000 millones –un incremento de un 186,9%–, mientras que en la nacional se cifraba en 2.650 millones», o sea, un incremento de un 32,5%. Después, por lo indicado, todavía se abrió más el abanico.

5.5. El asunto Larraz-Ungría

La fuerte caída del cambio de la peseta republicana –26,30 francos por 100 pesetas en julio de 1938; 9,10 francos en diciembre de 1938; 6,28 francos en enero de 1939, y 2,10 francos en febrero de 1939–, después de una apasionante investigación de Sánchez Asiaín, adquiere otra significación. Gracias a su trabajo vemos cómo se movilizaba la masa monetaria recogida del enemigo, a través del denominado casi enigmáticamente Comité Gestor del Fondo de Papel Moneda –que dirigía Larraz– y del Servicio de Información y Policía Militar, que dirigía el entonces teniente coronel José Ungría, con cuatro fines: 1) Convertir ese papel en divisas en los mercados extranjeros; 2) «Convertir papel moneda del Fondo en moneda española de plata flotante en el extranjero»; 3) Deprimir el curso de la moneda republicana en los mercados exteriores, con dos complementos: impedir, al haber aguado a esta moneda, que pudieran tener éxito eventuales reclamaciones extranjeras derivadas de operaciones financieras o comerciales republicanas, con lo que se agregaba una carga más a la pésima negociación que efectuaba el bando republicano en los mercados internacionales,⁽³⁰⁾ operación ésta que, como dice Sánchez Asiaín, «sería hoy, absolutamente estéril si se pretendiera con... (ella) presionar a la baja la cotización de una moneda, pero durante la guerra (Civil), en París y en unos mercados más modestos, esa cifra era lo suficientemente importante como para acabar de hundir a una peseta –la republicana– ya débil y en fuerte declive»; y 4) Financiar los servicios de información y de la Quinta Columna, así como de servicios humanitarios en la zona aún no liberada. Alguna cosa me relató de todo esto el teniente general Gutiérrez Mellado, que ratifica del todo el relato de Sánchez Asiaín, sobre todo lo que éste cuenta sobre la financiación e instalación en Unión Radio de una emisora que –en el relato de Ungría– era «de onda de 2 metros

(30) Mucho se deduce del libro de Olaya Morales (1990), pero aún se amplía con el de Howson, G. (1998).

que pasada por el frente de Madrid, nos permitió mantener una comunicación radioeléctrica perfecta con nuestra quinta columna de la capital hasta la caída de ésta en nuestras manos y con ella el final de la guerra», aparte de que, con el envío de fondos, según Ungría, «de curso en la zona enemiga, procedentes del botín de nuestras conquistas, crearon aquella sutil y comodísima malla de entorpecimientos, sabotajes y captación de secretos que tanto habían de dañar a la larga a los adversarios».⁽³¹⁾

5.6. La guerra ha terminado

Toda contienda concluye con una paz. Si la enemistad de las dos monedas hubiese sido eterna y excluyente, esto es, si el dinero bancario de la zona republicana hubiese pasado a valer cero en términos de pesetas nacionales, la quiebra de buena parte de nuestra actividad económica, y también de nuestra banca privada, era segura. Ya había existido cierta suavización, de tipo diverso, por cierto, en estas medidas, al ocupar las tropas nacionales Badajoz, San Sebastián, Toledo, Bilbao y Santander. Concretamente, con la ocupación, en julio de 1937, de la segunda plaza bancaria de España, Bilbao, se decide poner en marcha una nueva política: la de bloquear los saldos por cuentas corrientes e imposiciones a plazo posteriores a 18 de julio de 1936, conforme iban pasando al bando nacional las diversas plazas bancarias por la acción de su Ejército. La liquidación de esto, la llamada operación de desbloqueo, fue el proceso final de la dura lucha entre las dos monedas. Se articuló gracias a la Ley de Desbloqueo de 7 de diciembre de 1939, dirigida por la denominada Comisaría General del Desbloqueo.⁽³²⁾ El paso de una peseta a otra se hizo a través de una serie de tramos de conversión que se inicia con el 90% para la peseta republicana del 19 de julio al 31 de octubre de 1936, y que concluye con el 5% para el período que va del 1 de enero de 1939 al 31 de marzo del mismo año. Cerca de 3.000 millones de pesetas republicanas de estos saldos se decidió que eran «imputables a títulos incorregibles», según el trabajo de Larraz *Resumen provisional sobre la evolu-*

(31) Sobre esta apasionante realidad, véase Sánchez Asiaín (1999), pp. 203-223.

(32) Sobre su culminación véanse las Órdenes de 19 y 21 de agosto de 1940, en *Boletín Oficial del Estado*, respectivamente del 21 y 22 de agosto de 1940; es muy útil también la consulta del folleto de la Comisaría General del Desbloqueo (1940).

ción de la Hacienda desde el 18 de julio de 1936 hasta el presente.⁽³³⁾ Esto supuso un aumento de la oferta monetaria en 4.400 millones de pesetas, carga que significaba la contrapartida de la estabilidad de nuestro sistema crediticio.

Cuando se entregaron los débitos por los retrasos en los suministros al Ejército nacional y se liquidaron los transportes militarizados –un total de 1.500 millones de pesetas– operaciones que se efectuaron con anticipos del Banco de España, y cuando se decidieron cambios esenciales en esta institución sobre límites a los créditos al Tesoro, y sobre la conversión en dinero legal de los billetes de banco, con las leyes de 9 de noviembre de 1939, la guerra, en lo financiero, se podía dar por concluida. Las consecuencias de tal final de la contienda de las dos pesetas –normalización del pago de la Deuda pública, reanudación de sus emisiones (Orden ministerial de 6 de octubre de 1939, sobre tipos de interés para su pignoración), apertura de las bolsas de valores el 1 de mayo de 1940, normalización presupuestaria y Ley de Reforma Tributaria de 16 de diciembre de 1940– se abren ya a otro período histórico diferente. Al promulgarse la Ley de 13 de marzo de 1942, que liquidaba los ejercicios del Banco de España de 1939 a 1941, unificando los dos balances de las dos instituciones que habían existido bajo el mismo nombre en ambas zonas, se puso fin definitivo al proceso de financiación de la Guerra Civil. Tengamos en cuenta que en tales *Resultados liquidación 1936-1941* se incluyen: las cuentas de *improtegibles* y el excedente del Fondo de Compensación de desbloqueo entre entidades de crédito; el importe de los billetes puestos en circulación por el Gobierno republicano, así como aquellos anteriores al 18 de julio que no hubieran sido objeto de canje; los resultados de la liquidación del Centro Oficial de Contratación de Moneda; la revalorización del oro recuperado por el Banco, esto es, el que había estado en Mont de Marsan; los activos ficticios no reconocidos por el Estado; los débitos del Gobierno republicano central y de los gobiernos autónomos y algunas otras partidas de menor significación. Así se estableció, para esta cuenta de liquidación, un saldo a favor del Banco de 4.400 millones de pesetas, que se com-

(33) Apareció en el *Boletín Oficial del Estado* de 4 de agosto de 1940, y se reprodujo íntegramente en *Anales de Economía*, marzo 1941, vol. I, n.º 1, pp. 128-148. Adquiere todo su sentido este excelente análisis, además, tras la lectura de otro trabajo de Larraz (1938), ejemplar multicopiado; creo que ha llegado el momento en que alguien edite este último análisis, esclarecedor de muchos puntos de la política financiera de la Guerra Civil.

pensó con la entrega al instituto emisor de un título nominativo de Deuda especial creada por el artículo 7º de la Ley de 13 de marzo de 1942. Se la adscribía a la garantía de la circulación fiduciaria, y su amortización se efectuaría con la parte de beneficios del Banco que correspondían al Estado, según las cuantías que determinaba el artículo 8º de la mencionada ley. Así, en lo financiero, esta guerra civil entre estas dos pesetas había terminado.

Orientación bibliográfica

CAMBÓ, F. (1982): *Meditacions. Dietari (1936-1946)*, Alpha, Barcelona.

ELORZA, A. y BIZCARRONDO, M. (1999): *Queridos camaradas. La Internacional Comunista y España, 1919-1939*, Planeta, Barcelona.

LARRAZ, J. (1938): *Estudio sobre la estimación de la comunidad dineraria española*, Servicio de Estudios del Banco de España, Burgos.

HOWSON, G. (1998): *Arms for Spain. The untold story of the Spanish Civil War*, John Murray, Londres.

NIN, A. (1971): *Los problemas de la revolución española (1931-1937)*, París.

OLAYA MORALES, F. (1990): *El oro de la Nación*, Ediciones Madre Tierra, Móstoles.

SÁNCHEZ ASIAÍN, J. A. (1999): *Economía y finanzas en la Guerra Civil española (1936-1939)*, Real Academia de la Historia, Madrid.

SARDÁ, J. (1970): «El Banco de España (1931-1936)» en *El Banco de España. Una historia económica*, Banco de España, Madrid.

VELARDE, J. (1978): «Nuevas aportaciones sobre la formación y papel de Flores de Lemus», en *Ciencia Social y Análisis Económico. Estudios en homenaje al profesor Valentín Andrés Álvarez*, Editorial Tecnos, Madrid.

— (1987): «Economía de la revolución y de la guerra» en *Economistas*, junio-julio 1987, n.º 26.

— (1990): *Economistas españoles contemporáneos: primeros maestros*, Espasa Calpe, Madrid.

— (1991): «La otra guerra» en *Fundación Nacional Francisco Franco. Boletín Informativo*, marzo 1991, n.º 52.

VI. Veinte años de soledad. La autarquía de la peseta, 1939-1959

José María Serrano Sanz

Catedrático de Economía Aplicada. Universidad de Zaragoza

(Rioseco, Soria, 1955). Doctor en Economía por la Universidad de Barcelona y catedrático de Economía Aplicada en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Zaragoza. Especialista en estudios sobre el sector exterior de la economía española contemporánea, ha publicado numerosos artículos en revistas científicas y libros sobre el tema. Entre estos últimos destaca «El viraje proteccionista en la Restauración. La política comercial española, 1875-1895» (Madrid, 1987). Es director adjunto de la «Revista de Economía Aplicada».

La Guerra Civil desarticuló la organización monetaria, como tantos otros aspectos de la vida colectiva española, y no fue tarea fácil rehacerla en los primeros meses tras el fin de la contienda. Desde el verano de 1936 habían existido, en realidad, dos pesetas, dos bancos centrales y dos sistemas bancarios. Y si bien una de ellas fue ganando terreno al compás de las operaciones militares, las tareas pendientes en abril de 1939 para recomponer la cuestión monetaria eran considerables. Además, el bando ganador de la guerra parecía tener, en un principio, ideas nuevas respecto a la organización política y social que habían de plasmarse en una actitud más intervencionista del poder público. De otra parte, el entorno internacional sufrió en pocos meses transformaciones radicales respecto a los países líderes y los principios dominantes en las relaciones políticas, económicas, y por ende monetarias, tras el inicio de la guerra mundial. A la postre, este factor, el entorno internacional sería decisivo en el porvenir de la peseta, aunque –ironías del destino– en un sentido bien diferente de cuanto pudiera aventurarse en los

meses e incluso años inmediatos a la terminación de la Guerra Civil. En efecto, el esforzado viraje de 1959 hacia la integración en un orden liberal y abierto, fue claramente el triunfo del contexto internacional sobre las opciones de política dominantes veinte años atrás. Por contra, la cuestión de la unificación monetaria tras la guerra, por más dramática que pareciera en un primer momento, habría de consumir breve tiempo y se hizo, además, con diligencia y cierta eficacia, aunque con costes indudables.

En cualquier caso, el camino de la peseta entre 1939 y 1959 fue difícil y sinuoso y su examen resulta más complejo de como en ocasiones se ha presentado. Tres rasgos, y otras tantas consecuencias derivadas, dominaron esos veinte años: el aislamiento y su resultante, una ordenación monetaria peculiar, la indisciplina monetaria, con la inflación como efecto, y finalmente, el ingenierismo cambiario seguido de múltiples distorsiones asignativas. Estos son, justamente, los epígrafes en que se ha dividido el presente trabajo, además de otro en que se explica, a modo de epílogo, el final de la autarquía.

6.1. Años de aislamiento

Es cierto que la andadura de la peseta entre el momento de su creación en 1868 y la Guerra Civil había sido un camino hecho en solitario, predominantemente. Fue creada en la vecindad de la Unión Monetaria Latina, pero nunca se integró formalmente, aunque la Unión sobrevivió poco tiempo tras la aparición de la peseta. Sólo unos años más tarde, en 1876, se anunció su adscripción al patrón oro, pero ya en 1883 se produjo una defección poco aparatosa debido a que el patrón no tenía un registro ni era pacto formalizado. Desde entonces no tuvo la peseta disciplina externa, pero fue producto de una decisión unilateral, a punto de ser revisada en varias ocasiones; al patrón oro se veía como un horizonte al que la peseta se acercaría antes o después. Esto hizo mantener cierta disciplina, y la peseta, si bien en solitario, caminó en paralelo a las otras monedas, como, por lo demás, la propia economía española, cuyo grado de integración internacional, sin estar entre los más elevados, no era tampoco depreciable.

Los años cuarenta y cincuenta fueron, sin duda, un tiempo distinto. La peseta no sólo los atravesó en solitario, sino que estuvo aislada. Los paí-

ses occidentales rehicieron esquemas de cooperación destruidos desde la crisis de los treinta y crearon otros nuevos y más ambiciosos, pero impidieron a España, por razones políticas, participar en ellos. Ese fue el factor diferencial con lo acontecido en los decenios anteriores a la Guerra Civil. Antes de ésta, la integración de la peseta siempre fue una posibilidad abierta; después, hubieron de pasar dos decenios para que volviera a estarlo. En los primeros tiempos, sin embargo, las autoridades no parecieron muy conscientes de su posición en la escena internacional, como muestra el interés del Banco de España por la integración de la peseta en el sistema de Bretton Woods en 1945 o la solicitud del Gobierno para que España fuese incluida en el Plan Marshall en 1947. De otro lado, tales intentos muestran también que la vocación autárquica tenía, a esas alturas, poco de doctrinaria y mucho de respuesta pragmática, o propagandística, pues, evidentemente, la admisión de España en esos ámbitos de cooperación hubiese acelerado el desmontaje de los estrictos y rígidos controles del período.

El aislamiento confirmó una notable singularidad a la organización monetaria española, regida a partir de la Guerra Civil por una mezcla de ciertos principios tradicionales y otros producto de las nuevas ideas que se impusieron en 1939. Las líneas de continuidad estaban marcadas por la vigencia de la Ley de Ordenación Bancaria de 1921 que expiró en 1946, al cumplirse veinticinco años de su promulgación, cual estaba previsto. Las novedades se plasmaron en las importantes modificaciones introducidas en la ley durante la guerra y en 1939, que afectaron sobre todo al cambio exterior, las contrapartidas a la emisión de billetes, el *statu quo* bancario y el ensanchamiento del margen del poder político para intervenir en lo monetario. Finalmente, en 1946, una nueva Ley de Ordenación Bancaria vino a dar continuidad a la situación establecida en los años anteriores, más que a transformarla. El resultado final fue un sistema monetario extremadamente rígido, en especial en su vertiente exterior, unas tendencias inflacionistas evidentes y una situación privilegiada y cómoda para la Hacienda y la banca. Fruto de todo ello resultaron, sin duda, distorsiones en la asignación eficiente de los recursos y un crecimiento menor y de peor calidad que si hubiesen funcionado el mercado y la disciplina macroeconómica.

Junto a esas características conviene destacar otra, relativa a la organización de la política monetaria, que tuvo, asimismo, consecuencias negativas

para la gestión de la peseta: la separación entre las vertientes interna y exterior de la política monetaria. En efecto, mientras el Banco de España, dependiente de Hacienda, controlaba la primera, el Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME), un organismo del Ministerio de Comercio, era el encargado de administrar las divisas y todo lo relativo a las relaciones exteriores de la peseta. Las consecuencias de este dualismo fueron especialmente negativas hasta 1959, porque la falta de obligaciones exteriores otorgaba un gran margen de manobra a la gestión de la peseta en ambas vertientes y permitía una considerable divergencia de orientaciones. La descoordinación obligó a utilizar con más intensidad los controles directos, acentuando la rigidez del sistema, hasta la resignación de la soberanía cambiaria en 1959, cuando el dualismo perdió importancia. Diez años después desapareció definitivamente el riesgo, al ser traspasadas las principales funciones operativas del Instituto Español de Moneda Extranjera al Banco de España; fue el prólogo de la desaparición en 1973 del viejo organismo, tan poderoso en la autarquía.

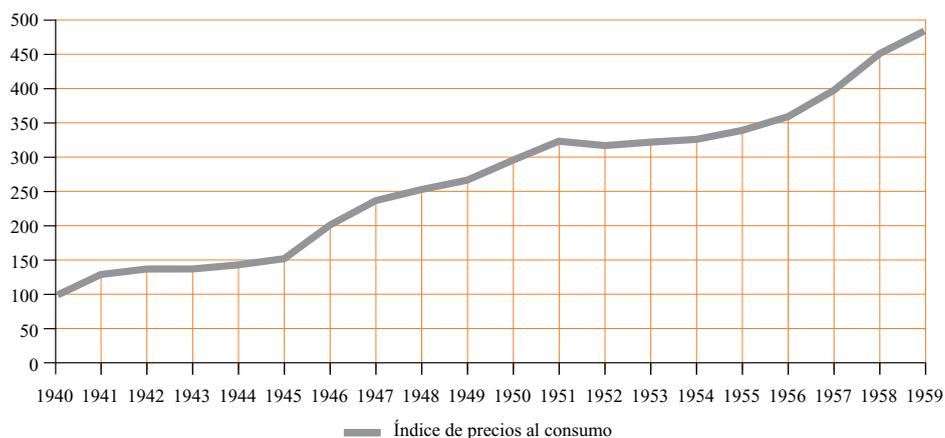
Aun cuando las tendencias generales pervivieron durante las décadas consideradas, no se sostiene aquí que el período fuera completamente homogéneo. La primera mitad de los cuarenta estuvo marcada por la liquidación de las consecuencias de la guerra y un compás de espera. La segunda fue de aceptación y adaptación al aislamiento, y tuvo en los tipos de cambio múltiple la respuesta a la precariedad financiera exterior, así como la versión para el ámbito cambiario del intento de control ingenieril de la economía. Los primeros años cincuenta son tiempos de un mayor relajamiento, que culminan en los pactos con Estados Unidos, más trascendentales en lo político que en lo estrictamente económico, a pesar de su relieve. La segunda mitad de los cincuenta fue la prueba de que un cambio limitado no era solución y, en ese sentido, un impulso definitivo para cerrar los años de la autarquía.

6.2. La inflación, fruto del descontrol monetario

Entre 1940 y 1959, los precios, medidos por el Índice de precios al consumo, se multiplicaron prácticamente por cinco en España (gráfico 6.1). Otro tanto sucede si se toman indicadores alternativos como el deflactor del Producto interior bruto o el Índice de precios al por mayor. La realidad de la

Gráfico 6.1

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO, 1940-1959



Fuente: INE y elaboración propia.

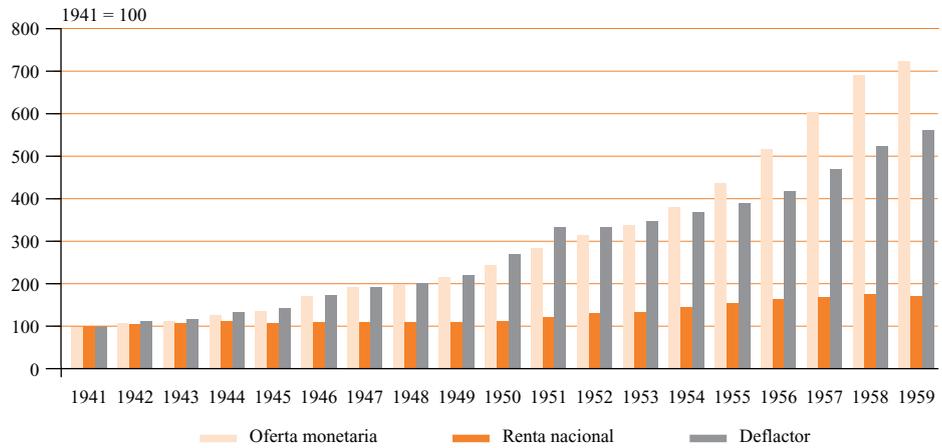
inflación en aquellos años es, pues, innegable, y queda bien ilustrada con ese promedio anual de casi un 20% en que aumentaron los precios al consumo. Especialmente acusada fue entre 1945 y 1951 y desde 1956 a 1959.

La causa inmediata de este prolongado proceso inflacionista fue, como no puede ser de otro modo, el descontrol monetario que presidió aquellos años. Un crecimiento de las magnitudes monetarias muy por encima del necesario para financiar los aumentos de la renta real fue un rasgo característico del período. Se puede tomar cualquiera de las magnitudes monetarias, porque las tendencias son muy similares, pero si se considera la oferta (efectivo en manos del público más depósitos bancarios a la vista) como representativa de la evolución de la cantidad de dinero, se comprueba su acelerado crecimiento (gráfico 6.2). El promedio anual de aumento de la oferta monetaria en los veinte años considerados se acercó al 30%.

No es que las rigideces impuestas al sistema económico o la escasez en aquellos años de penurias no crearan tensiones en los precios, pero sin la financiación que proporcionó el continuo proceso de expansión del dinero, esas tensiones nunca se hubieran materializado en una inflación tan intensa y

Gráfico 6.2

OFERTA MONETARIA, DEFLACTOR DEL PIB Y PRODUCTO INTERIOR BRUTO EN ÍNDICES, 1941-1959



Fuentes: Martín Aceña (1988), Prados de la Escosura (1995) y elaboración propia.

persistente. De manera que es preciso indagar en las causas de la acusada expansión monetaria, para encontrar las razones de la inflación en la autarquía.

El crecimiento de la cantidad de dinero puede ser resultado de una política deliberada de abaratamiento del crédito, o consecuencia de una pérdida de control de los aspectos monetarios de la economía por parte de las autoridades. En la España de la autarquía la razón decisiva fue la segunda, aunque algo hubo también de la primera. Naturalmente, esto no exime en absoluto a las autoridades del momento de su responsabilidad, pues la falta de control era el resultado lógico de la regulación que ellas habían establecido. En concreto, el descontrol se debía a una combinación de tres elementos: el déficit presupuestario, el derecho de los bancos a pignorar automáticamente la deuda pública en el Banco de España, y la consideración de los fondos públicos como una contrapartida de la circulación fiduciaria. Los tres eran responsabilidad de las autoridades económicas.

La deuda pública en circulación se multiplicó prácticamente por cinco entre 1940 y 1959, como resultado de un déficit varios años repetido y de la aparición de deudas especiales para financiar nuevos gastos.

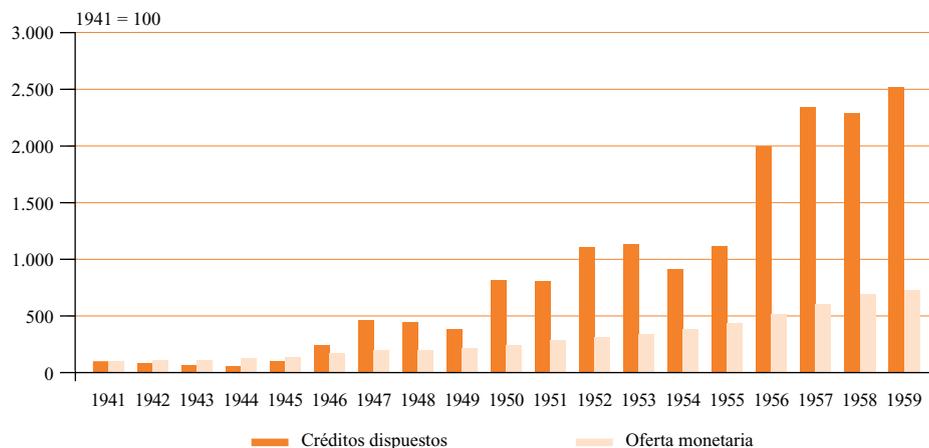
La pignoración de fondos públicos en el Banco de España por parte de la banca privada provenía de 1917. En ese año, la Hacienda atravesaba una época de crisis, debido a que los ingresos se mantenían estancados por el bloqueo parlamentario a los presupuestos, reiterado en aquel tiempo de crisis política de la Restauración. Las alzas de precios extraordinarias, reflejo de la guerra exterior, presionaban los gastos y el déficit presupuestario era una constante. Para financiarlo se recurrió a rebajar —de acuerdo el Banco con la Hacienda— el interés por los créditos concedidos a la banca con garantía de fondos públicos, respecto a los que se daban con otras garantías, lo cual animó a los bancos a suscribir deuda como una línea adicional de liquidez remunerada. El éxito de la medida hizo reiterar las emisiones de años posteriores y que la Ley del 21 no modificara un mecanismo tan cómodo para la Hacienda, aunque tan inadecuado para el control monetario. Como es lógico, el tipo de interés de estas operaciones no estaba en manos del Banco sino del Ministerio, pues era decisivo que fuese inferior a los demás para garantizar la demanda de la deuda.

Un abuso de la pignoración podía tropezar, sin embargo, con un obstáculo que impedía un completo automatismo: el límite de emisión de papel por el Banco de España. Ciertamente se podía ampliar si era necesario, pero, en todo caso, al llegar al tope legal el mecanismo perdía su automatismo. Cuando verdaderamente alcanzó tal condición fue en 1939, al establecerse en la reforma de la ordenación monetaria de noviembre que la deuda en la cartera del Banco computaba como contrapartida de la circulación fiduciaria. Desde entonces ya no había límite para nadie, incluido el propio Banco de España, que no tenía problema alguno en absorber cualquier volumen de deuda. Como consecuencia se produjo un aumento espectacular del crédito concedido por el Banco con garantía de valores públicos, convertido en principal factor de expansión de la cantidad de dinero (gráfico 6.3).

El mecanismo de pignoración automática descrito no sólo creaba un sesgo inflacionista notorio en la economía española, sino que impedía la utilización de la política monetaria como instrumento de intervención económica por parte de las autoridades. Puesto que los bancos tenían siempre en sus carteras un volumen considerable de deuda que pignoraban a voluntad, eran ellos quienes determinaban, de acuerdo con sus intereses y preferen-

Gráfico 6.3

OFERTA MONETARIA, CRÉDITO DISPUESTO CON GARANTÍA DE VALORES, 1941-1959



Fuente: Martín Aceña (1988) y elaboración propia.

cias, la cantidad de dinero en circulación. Tampoco utilizaron las autoridades apenas los tipos de interés para influir en el ámbito monetario, sino que los mantuvieron deliberadamente bajos y con mínimas variaciones. Oscilaban entre un tres y un seis por ciento, aproximadamente, en función de las clases de crédito y las garantías aportadas y apenas sufrieron modificaciones. Conviene situar esto en un contexto claramente inflacionista, como el de aquellos años, para comprender y valorar la completa pasividad de las autoridades monetarias.

Aparte de la inflación, este peculiar funcionamiento de los ámbitos monetario y financiero en la España de la autarquía, unido al *statu quo* bancario, produjo un considerable aumento del poder de la banca sobre el resto de la economía, según señaló Juan Sardá. En efecto, las casi ilimitadas disponibilidades financieras de la banca, merced a la pignoración automática y los bajos tipos de interés, le permitieron tomar o ampliar sus participaciones en empresas de los más variados sectores y consolidar su posición de banca mixta. Una vocación que en muchos venía desde comienzos de siglo, pero que todos pudieron desarrollar a voluntad en los cuarenta y cincuenta.

6.3. El ingenierismo cambiario

Las relaciones de la peseta con las restantes monedas estuvieron dominadas durante la autarquía por un severo control de cambios, definido por la inconvertibilidad interna y externa, así como por una regulación muy restrictiva de las transacciones exteriores. El tipo de cambio atravesó por dos etapas claramente delimitadas, con 1948 como frontera; antes de esa fecha se mantuvo muy estable y apenas se hicieron intervenciones, después llegó el tiempo de los cambios múltiples, paradigma del ingenierismo hasta 1959.

La Ley de Delitos Monetarios de 1938, cuyo sólo nombre evoca la dureza de los tiempos, era la norma básica para las relaciones cambiarias y el Instituto Español de Moneda Extranjera, creado en 1939, el organismo que monopolizaba el papel del Estado en este ámbito. La inconvertibilidad se traducía en la obligación de contar con autorización del Instituto Español de Moneda Extranjera para los pagos de residentes en divisas y las transacciones de los no residentes. También estaba prohibida la tenencia de divisas, que habían de ser entregadas de inmediato para su conversión al Instituto Español de Moneda Extranjera. Una suave tendencia liberalizadora se inauguró en 1950 con la autorización de un mercado oficial de divisas en la Bolsa de Madrid. En él se podían negociar ciertos porcentajes de los ingresos obtenidos por exportadores, así como divisas procedentes de transferencias recibidas por residentes, repatriaciones de capitales y turismo. Las divisas negociables eran: dólar norteamericano, francos francés, marroquí y suizo y escudo portugués, así como libras esterlinas en cheques o apuntes bancarios. Tanto la venta como las adquisiciones —que debían tener un destino concreto— habían de ser igualmente sometidas al Instituto Español de Moneda Extranjera. Sin embargo, el mercado de la Bolsa supuso un alivio en un mundo tan cerrado y funcionó aceptablemente, ofreciendo unos cambios intermedios entre los tipos del Instituto Español de Moneda Extranjera y los del mercado negro de Tánger. La no convertibilidad fue un rasgo generalizado en las divisas europeas durante los cuarenta y cincuenta y no una peculiaridad de la peseta. Las restricciones en el comercio y tenencia de divisas existieron también en los demás países, aunque se fueron relajando más rápidamente en ellos, gracias al alivio que supusieron el Plan Marshall y la Unión Europea de Pagos, creada en 1950 como mecanismo de compensación de saldos.

Si en las limitaciones a la disposición de divisas por parte de los agentes económicos, la diferencia entre España y otros países fue de grado, el tipo de cambio múltiple alejó progresivamente a la peseta de las divisas del occidente europeo. La opción de un sistema de cambios con valor diferente de la moneda en función de la mercancía intercambiada, el carácter de importación o exportación, o la rúbrica de balanza de pagos a que pertenecía la operación con el exterior, resulta en una gran complejidad. Los cambios múltiples habían comenzado en algunos países durante la crisis de los treinta y en su forma más elemental, consistían en devaluar el tipo aplicado a las exportaciones, con objeto de abrir mercados exteriores, mientras se encarecían relativamente las importaciones, manteniendo su tipo inalterado. Tras la Segunda Guerra Mundial, Francia e Italia inauguraron un mercado libre para comerciar ciertas divisas, mientras la mayor parte de las importaciones y exportaciones se regían por el tipo oficial; como el de mercado se depreció de inmediato, apareció una dualidad, pronto eliminada en la reordenación monetaria de 1949. En ese año, sin embargo, se mantenían tipos múltiples en dieciocho países –fuera de Europa casi todos– según el Fondo Monetario Internacional, con una estructura compleja, que sólo desde mediados de los cincuenta tendió a simplificarse. Como toda política de estas características, la manipulación del tipo de cambio permitía a grupos de presión diversos utilizar el argumento del agravio comparativo y desembocaba en nuevas complejidades, arbitrariedades y pretendidas compensaciones, que la hacían aún más alambicada. Entre tanto, los costes en términos de eficiencia iban aumentando para el conjunto de la economía, a resultas de las interferencias en la asignación de recursos y de las oportunidades de búsqueda de rentas abiertas en un mercado político que animaba a distraer recursos de la producción. De este ingenierismo cambiario participó España entre 1948 y 1959, en la forma que ahora se explicará.

Diciembre de 1948 puede ser considerado el momento de inicio oficial de la política de cambios múltiples, aunque había venido precedido por algunas medidas de segundo orden en la misma dirección, adoptadas en una crisis de divisas inmediatamente anterior. Entre 1948 y 1959 se pueden distinguir tres etapas en la política de tipo de cambio: la primera abarca hasta 1950 y se caracterizó por un gran activismo e intensas devaluaciones; la segunda, en la que se cedió el protagonismo al mercado de divisas y se con-

siguió cierta estabilización de los cambios en los años centrales, se prolongó hasta 1957, y la tercera, entre este año y el Plan de Estabilización, es la de una frustrada eliminación de los tipos múltiples, reaparecidos bajo la etiqueta de primas y retornos.

La primera ordenación de los cambios especiales estableció 9 grupos de productos importables, con tipos que iban de 13,140 pesetas por dólar a 27,375 pesetas, manteniéndose el tipo básico de 10,95 para ciertas importaciones. El dólar más barato se asignaba a la importación de alimentos y combustibles, cuyo comercio monopolizaba el propio Estado, mientras se encarecía algo para las materias primas, la maquinaria ocupaba un escalón intermedio y los bienes manufacturados se debían importar con el dólar más caro. En el caso de las exportaciones se crearon pronto 15 grupos, con cambios que iban de 12,59 a 21,90 pesetas por dólar, manteniéndose también excepcionalmente el tipo básico en 10,95. Su lógica era menos nítida, pero, en líneas generales, la peseta más apreciada correspondía a los productos agrícolas y materias primas, mientras se intentaba facilitar la exportación de manufacturas con una peseta más barata. En octubre de 1949, los cambios especiales de la peseta siguieron con la oleada de devaluaciones de las monedas europeas.

La creación en julio de 1950 del mercado de divisas de Madrid supuso un giro notable en la política cambiaria, madurado a lo largo de ese año y el siguiente. Los cambios para las divisas vendidas por el Instituto Español de Moneda Extranjera a los importadores iban desde 16,425 pesetas por dólar hasta 21,900, aunque el cambio final dependía del porcentaje a comprar en Bolsa y del precio de la peseta en ese mercado. La reordenación de productos fue muy radical, y los cambios favorables (peseta más apreciada y menor porcentaje de compra en el mercado libre) quedaron para alimentos y materias primas, mientras el resto de las importaciones —es decir, todas las manufacturas, incluyendo maquinaria— había de hacerse con divisas compradas en el mercado de la Bolsa. Con respecto a las exportaciones la reordenación se produjo en octubre de 1951 con el establecimiento de un tipo básico de 21,90 pesetas por dólar y la definición de cinco grupos de mercancías, a cada uno de los cuales se autorizaba a vender en el mercado libre un porcentaje diferente de las divisas obtenidas. Lógicamente en este caso, los más beneficiados eran quienes podían vender libremente la proporción más ele-

vada, el 90%. En general, las manufacturas tenían la situación más beneficiosa, mientras las exportaciones tradicionales, como frutas, aceite o frutos secos, se hallaban en posición intermedia.

Los cambios derivados de operaciones no comerciales, como turismo, inversiones, seguros o transferencias se introdujeron en enero de 1949, con unos tipos que iban de las 16,4 pesetas por dólar para fletes y seguros, a 25 para el turismo o las trasferencias. Unos meses más tarde, en octubre, coincidiendo con la devaluación muy generalizada para la balanza comercial, se situó el cambio para fletes y seguros en 23,641 pesetas por dólar. A partir de la creación del mercado de la bolsa en julio de 1950 todas estas operaciones tuvieron en él su única referencia. Las operaciones habían de hacerse allí en régimen de mercado, bien directamente en el Instituto Español de Moneda Extranjera o en la banca autorizada, pero los tipos los fijaba semanalmente el Instituto Español de Moneda Extranjera, tomando como promedio los de mercado en la semana anterior.

En 1957, se devaluó la moneda y se unificaron los cambios en 42 pesetas por dólar. Al desaparecer la dualidad ente cambio oficial y de mercado, las normas que regían la bolsa perdieron su sentido, de manera que todas las divisas de origen comercial o financiero se podían vender en la bolsa, sin porcentajes intervenidos por el Instituto Español de Moneda Extranjera. Las únicas cuyo cambio monopolizaba el Instituto a partir de ese año eran las inversiones de capital extranjero. Para las compras con cualquier finalidad continuaba siendo requisito imprescindible la autorización individualizada y expresa del Instituto Español de Moneda Extranjera. El nuevo tipo estaba por debajo del que regía en los mercados internacionales libres (50,85 pesetas por dólar en Tánger) y pronto se advirtió que resultaba insuficiente para contener los problemas de balanza de pagos.

Se inició entonces una vuelta hacia los cambios múltiples, nunca reconocida como tal, pues se enmascararon en un complejo sistema de primas y retornos. Fue un claro retroceso, pues apareció de nuevo la arbitrariedad, con multitud de concesiones *ad hoc*, en las que se especificaban tipos concretos para operaciones particulares. Como acostumbraba a suceder en circunstancias tales, las primas comenzaron siendo concedidas a un número reducido de exportaciones, pero a partir de 1958 el goteo fue creciente, y esto obligaba a

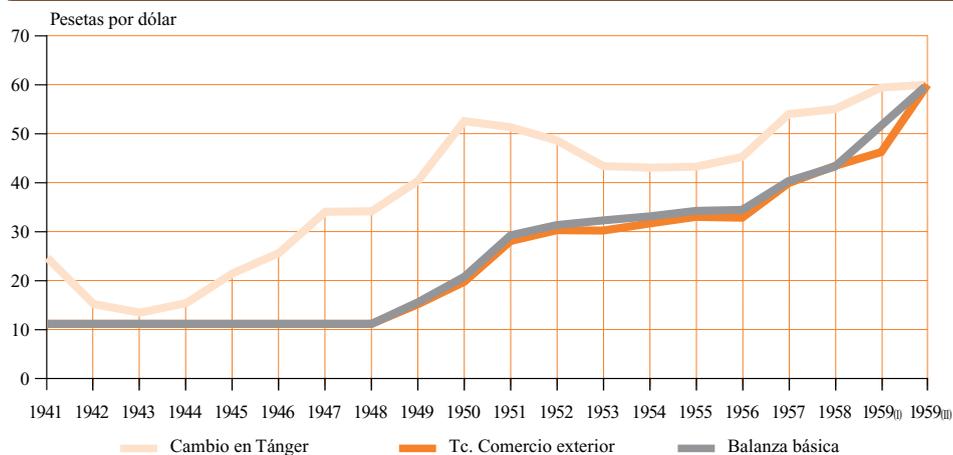
incrementar los recargos o retornos para financiarlas, de manera que la maraña de cambios volvió a ser una realidad. A ello contribuyó el secretismo de las autoridades, temerosas de la reacción de las organizaciones internacionales, que no veían con buenos ojos las subvenciones a la exportación y la discrecionalidad. Las primas se concedían a ciertos productos de exportación –como estímulo por encima del cambio oficial–, y se financiaban con recargos sobre algunas importaciones y determinadas exportaciones, los denominados retornos. En la práctica, a principios de 1959 existían de nuevo múltiples tipos, que con alguna excepción, iban de 31 a 45 pesetas por dólar en el caso de las exportaciones y de 42 a 84 para las importaciones. Las primas se concedían a artículos tradicionales de exportación pero elaborados, como las conservas o los zumos, y los retornos se cargaban sobre minerales de exportación o artículos considerados de lujo en las importaciones.

El fracaso fue doble: se había vuelto a la discrecionalidad y las interferencias en el mercado sin llegar a solucionar el problema del cambio, ni equilibrar la balanza. La nueva situación crítica se afrontó en 1959 con mayor energía y de una forma que resultó definitiva, mediante la devaluación a 60 pesetas por dólar, la unificación de los cambios y la convertibilidad de la peseta, tres elementos esenciales del Plan de Estabilización expresivos de una racionalidad económica al fin impuesta. El ingenierismo cambiario había quedado atrás.

El promedio ponderado de los cambios entre 1948 y 1959 ilustra el sentido de la política cambiaria del período y ofrece un perfil muy interesante (gráfico 6.4). Se practicó en esos años una política activa que, a través de la fronda de tipos múltiples, fue devaluando continuamente la cotización de la peseta en relación con el dólar. Una política con un doble sentido: microeconómico, pues discriminaba unas transacciones y otras, pero también macroeconómico, pues modificaba el tipo agregado. La devaluación de la peseta no siguió, sin embargo, ritmos uniformes en los diferentes tipos de cambio, ni se distribuyó en el tiempo de forma regular.

En la balanza comercial, las devaluaciones fueron intensas y se concentraron en dos momentos, 1948-1951 y 1957-1959, precisamente al comienzo y final del período. Las grandes devaluaciones no fueron las de 1957-1959, sino las que tuvieron lugar a finales de los cuarenta y en el um-

TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA (PROMEDIOS DE LAS BALANZAS COMERCIAL Y BÁSICA Y MERCADO DE TÁNGER), 1941-1959



Fuente: Serrano Sanz y Asensio (1997).

bral del nuevo decenio. En promedio, la peseta utilizada para el comercio exterior se había depreciado en 1951 un 225% respecto a 1948, mientras lo hizo un 183% en 1959, tomando como punto de partida 1956. Estos resultados ilustran la intensidad del esfuerzo estabilizador en la vertiente exterior de la economía española de finales de los cuarenta y comienzos de los cincuenta, que, aun siendo insuficiente, proporcionó cierta holgura a la balanza de pagos durante la primera mitad de los cincuenta.

Un segundo rasgo destacable en las series del cambio para la balanza comercial es que la peseta se encontraba claramente más apreciada para las exportaciones que para las importaciones. Ello significa que los importadores pagaban caros los dólares que adquirían y los exportadores recibían escasas pesetas por sus dólares. Quienes obtenían más beneficios de ese tratamiento diferencial eran los intermediarios en las transacciones, con el Instituto Español de Moneda Extranjera en primer término; el Instituto podía así financiar operaciones políticas como las compras para abastecimiento a precios bajos o la amortización de deuda externa con tipos de la peseta muy apreciados y reducido coste para el Estado. Las diferencias se redujeron drásticamente a

partir del intento de unificación de 1957, aunque en el primer semestre de 1959 se estaban de nuevo ampliando en el marco del sistema de primas y retornos. De otro lado, las diferencias obligan a no perder de vista la perspectiva microeconómica, pues no todas las exportaciones eran tratadas por igual, ni tampoco las importaciones, e incluso para algunas de éstas se utilizaron tipos de la peseta más apreciados que los promedios de exportación.

Resulta también interesante comparar el tipo que efectivamente rigió para la economía española, con el de Tánger, pues es sabido que una parte no despreciable de las transacciones de pesetas contra divisas se realizaban allí. El mercado libre de Tánger se había consolidado tras la Guerra Civil como un centro estratégico en la negociación de moneda española, y en él cotizaba la peseta a un valor inferior al oficial. De 1941 a 1943 fue mejorando su posición, pero el cambio de perspectivas durante la guerra mundial y la situación cada vez más apurada de la economía española invirtieron la tendencia entre 1943 y 1950, cuando se pasó de 13,25 pesetas por dólar a 52,52. A finales de 1948, la peseta cotizaba a 37,50 por dólar en Tánger, mientras el cambio oficial continuaba siendo 10,95 pesetas por dólar. Desde el establecimiento de los cambios múltiples y el mercado de divisas de Madrid se fue produciendo un paulatino acercamiento, forzado a mitad de los cincuenta con intervenciones estabilizadoras del propio Instituto Español de Moneda Extranjera. Incluso se consiguió una cierta revalorización de la peseta en Tánger entre 1950 y 1954, aunque después volviera a depreciarse hasta las 59,39 de comienzos de 1959. La devaluación de julio, en el marco de la estabilización, situó la cotización oficial en 60 pesetas por dólar, de esta manera vino a producirse una completa convergencia que puso fin a una dualidad cambiaria de dos decenios.

Desde la perspectiva de la competitividad en precios, y considerando la situación de 1959, tras el Plan de Estabilización, como de equilibrio, la peseta se mantuvo sobrevalorada permanentemente a lo largo de los años cincuenta. Era el resultado, esencialmente, de un exceso de apreciación en el origen, consecuencia, a su vez, de haber mantenido durante los cuarenta el cambio en 10,95 pesetas por dólar, a pesar de la inflación acumulada en contra. Las devaluaciones de finales de los cuarenta y comienzos de los cincuenta mejoraron sustancialmente la competitividad, aunque no lo suficiente para situar el cambio en un punto de equilibrio, manteniendo la peseta apre-

ciada en exceso. Durante los cincuenta, el cambio real de la peseta se estabilizó considerablemente, aunque en los niveles muy apreciados que se acaban de indicar. De ahí las continuas dificultades de la balanza de pagos, sólo insuficientemente paliadas en el denominado bienio preestabilizador, y la necesidad de proceder a una corrección más contundente en 1959, a la postre decisiva.

6.4. El fracaso y la rectificación

En la segunda mitad de los años cincuenta, los dos problemas más acuciantes de la economía española, la inflación y el déficit exterior, no sólo habían empeorado sino que parecían cada vez más insolubles sin un cambio radical de política. La inflación, producto del descontrol monetario, se agravaba con su misma persistencia, como ocurrió con las fuertes subidas salariales decretadas por el Gobierno en 1956 para compensar la pérdida de poder adquisitivo de los salarios, que, lógicamente, crearon nuevas presiones inflacionistas, materializadas con rapidez por la ausencia de restricciones monetarias. El sector exterior, atrapado entre las necesidades de importación derivadas del crecimiento y la restricción de divisas impuesta por el aislamiento, el atraso y la gestión cambiaria, se encontraba permanentemente en el límite de su sostenimiento financiero, a pesar del escaso grado de apertura.

Junto a esta situación interior se habían producido notables cambios en la escena política internacional y en las relaciones económicas de los países occidentales que ampliaron el margen de maniobra del Gobierno español, relajando su aislamiento; e hicieron posible, a la postre, un cambio de política. La guerra fría y el conflicto de Corea forjaron el concepto de bloque occidental en el que fue admitida España, bien que en una posición secundaria. Los pactos con Estados Unidos de 1953 simbolizaron la nueva época, al tiempo que permitieron financiar importaciones adicionales, aunque en una proporción muy inferior a la conseguida por los países del Plan Marshall. Después vino la integración en la Organización de Naciones Unidas y la aproximación a los organismos de cooperación económica, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial o la Organización Europea de Cooperación Económica. La nueva posición de España en el contexto internacional proporcionó dos activos de primer orden para proceder a la

rectificación. Primero, cobertura financiera en divisas ante la incertidumbre de una apertura obligada. Segundo, asistencia técnica, pero, sobre todo, legitimación del cambio de política por el prestigio de los organismos internacionales.

En 1957 se tomaron ya algunas medidas en la nueva dirección, aunque resultaron insuficientes y en 1959 hubo que proceder a una modificación radical de la política económica, materializada en el Plan de Estabilización, auténtica puerta de clausura de la autarquía española. Las medidas de 1957 fueron fiscales, monetarias y cambiarias: una pequeña reforma fiscal, ciertos límites a la pignoración de títulos y un intento de unificar los cambios. Los resultados estuvieron proporcionados a la escasa entidad de un esfuerzo cuya principal virtud fue marcar la línea a seguir en el futuro.

Dos años más tarde, en 1959, había quedado claro que si se querían resultados, se necesitaba una rectificación en toda regla y cuando la completa falta de divisas colocó al sector exterior en situación virtual de suspensión de pagos, el modelo autárquico de ordenación económica se dio por fracasado. El Plan de Estabilización dio respuesta a los principales problemas que aquejaban a la economía española, desde la indisciplina del sector público y el descontrol monetario, causantes de la inflación, hasta el imposible ingenierismo cambiario, si se pretendía hacer convertible la peseta y sostenible el equilibrio externo. Además contenía un programa de liberalización y desregulación de la economía española muy ambicioso dado el punto de partida, aunque moderado si se sitúa en perspectiva histórica. En todo caso fue suficiente para abrir una etapa de desarrollo sin precedentes en los años sesenta, que puso las bases de una progresiva apertura al exterior.

Desde la óptica estricta de la peseta, la estabilización de 1959 inauguró un tiempo de mayor control monetario, no exento de cierta indisciplina y subsiguientes tensiones inflacionistas. En la vertiente internacional, los cambios fueron más profundos, pues la peseta se encontró, por primera vez en su historia, en un marco institucional de disciplina exterior, el sistema de Bretton Woods, alcanzó una convertibilidad limitada pero apreciable para la época y la devaluación hasta 60 pesetas por dólar le dio cierta estabilidad en los años inmediatos, haciendo sostenible a corto plazo el proceso de apertura comercial y en menor grado, financiera.

Orientación bibliográfica

Una visión general de la economía española en los años de la autarquía, sintética pero actualizada, puede verse en GARCÍA DELGADO, J. L. y J. C. JIMÉNEZ: *Un siglo de España. La economía*, Marcial Pons, Madrid, 1999. Dos trabajos de hace algunos años que todavía son útiles para ampliar esas cuestiones son VV.AA.: *Capitalismo español: de la autarquía a la Estabilización, 1939-1959*, Edicusa, Madrid, 1978, y GONZÁLEZ, M. J.: *La economía política del franquismo. (1940-1970), Dirigismo, mercado y planificación*, Tecnos, Madrid, 1979, éste último en particular para el Plan de Estabilización. Una contraposición entre la economía de aquellos años y la posterior, en FUENTES QUINTANA, E.: *El modelo de economía abierta y el modelo castizo en el desarrollo económico de la España de los años 90*, PUZ, Zaragoza, 1995.

Las políticas monetaria y cambiaria de aquellos años siguen teniendo dos referencias clásicas en SARDÁ, J.: «El Banco de España (1931-1962)» en VV.AA. *El Banco de España. Una historia económica*, Banco de España, Madrid, 1970 y OLARIAGA, L.: *Escritos de reforma* (Ed. e intr. de J. Velarde Fuertes), IEF, Madrid, 1992. Ambos autores, con un conocimiento directo de la política monetaria de entonces y una gran solidez teórica, continúan siendo imprescindibles. Una reconstrucción muy útil de los datos monetarios del período, en MARTÍN ACEÑA, P.: *Una estimación de los principales agregados monetarios en España: 1940-1962*, Banco de España, Madrid, 1988. Para la compleja cuestión del tipo de cambio, SERRANO SANZ, J. M^a y M^a J. ASENSIO: «El ingenierismo cambiario. La peseta en los años del cambio múltiple, 1948-1959» en *Revista de Historia Económica*, Año XV, n.º 3, 1997. Así como EQUIDAZU, F.: *Intervención monetaria y control de cambios en España 1900-1977*, ICE, Madrid, 1978, que relata minuciosamente la regulación cambiaria del período. Los datos de renta y precios en PRADOS DE LA ESCOSURA, L.: *Spain's Gross Domestic Product, 1850-1993: Quantitative Conjectures*, Universidad Carlos III, W.P., Madrid, 1995.

VII. De la estabilización a la crisis: la peseta en Bretton Woods, 1959-1973

José Aixelá Pastó

Profesor Titular de Economía Aplicada. Universidad de Zaragoza

(Els Omellons, Lleida, 1957). Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad de Zaragoza. Su trayectoria investigadora se ha centrado en cuestiones relacionadas con el tipo de cambio de la peseta y con la economía regional aplicada a la Comunidad Autónoma de Aragón. Es autor del libro «La peseta y los precios. Un análisis de largo plazo (1868-1995)» (Zaragoza, 1999) y coautor de varios otros.

En este capítulo se analiza el comportamiento de la peseta durante un período en el cual la divisa española participó, por primera vez desde la instauración del patrón oro en el siglo XIX, de las reglas de juego suministradas por el marco institucional monetario vigente en el contexto internacional. Una vez establecida su convertibilidad y devaluación en 1959, la peseta quedó instalada en un régimen cambiario de paridades fijas y ajustables derivado de los acuerdos de Bretton Woods, adoptados a finales de los cuarenta, manteniéndose en el mismo hasta que se inició el régimen de flotación generalizada de las monedas en los primeros setenta, y que tuvo a lo largo de esa década su período de auge. Esta convertibilidad no se produjo con excesivo retraso respecto a lo que hicieron el resto de divisas importantes, ya que si bien el Fondo Monetario Internacional había señalado a los países miembros la necesidad de que sus monedas fueran convertibles a la mayor brevedad, no fue hasta 1958 cuando la mayoría de ellos tuvieron la seguridad de poder exponer sus divisas a las vicisitudes de un mercado más libre sin peligro de agotar sus reservas, decidiendo por ello en ese momento, y no antes, dar el paso hacia esta medida liberalizadora de los cambios.

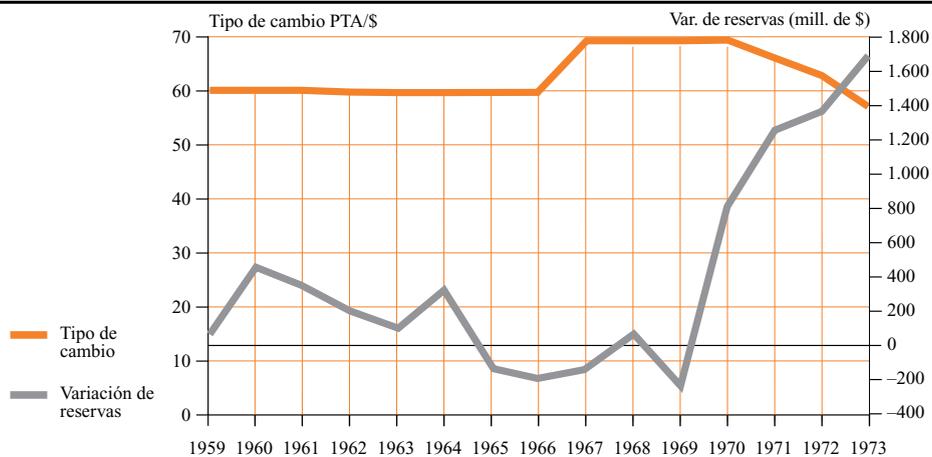
Pero una vez que la peseta se situó en condiciones de igualdad institucional con respecto a las demás divisas, y a medida que avanzaba la década de los sesenta, los primeros síntomas de que el sistema de Bretton Woods comenzaba a flaquear se hicieron visibles, de manera que sólo durante poco más de una década la divisa española se movió por ese entorno monetario internacional de aparente estabilidad. El sistema de paridades fijas y ajustables entró definitivamente en crisis en 1971, cuando el Gobierno de Estados Unidos suspendió la convertibilidad del dólar en oro debido a los ataques especulativos y ante las dificultades que podía haber planteado una hipotética conversión metálica de sus pasivos en dólares acumulados por el resto del mundo, rompiéndose así el pivote garante de la estabilidad del sistema. Ello condujo finalmente a que en 1973 otras divisas, con el fin de evitar problemas mayores para sus respectivas economías, comenzaran a flotar con respecto al dólar, iniciándose así un período de tipos de cambio flexibles para las monedas, incluida la peseta en 1974, aunque no se trataba de una flotación libre y sin restricciones, sino controlada, para no provocar una excesiva volatilidad cambiaria en el ámbito internacional.

A la hora de señalar los rasgos más generales que definen el comportamiento de la peseta durante esta etapa calificada de «liberalizadora», se puede identificar un período inicial de relativa calma en su cotización, que abarca desde 1959 hasta 1964, en el cual el impacto positivo de las medidas estabilizadoras proporcionó una evolución favorable de la balanza de pagos en términos de incremento de reservas, lo que permitió mantener la paridad establecida frente al dólar (gráfico 7.1). Ahora bien, analizando el comportamiento de los precios relativos, se observa la existencia de una inflación diferencial en contra desde 1962 (gráfico 7.2), que combinada con la estabilidad del tipo de cambio nominal, provocó su apreciación en términos reales y la consiguiente pérdida de competitividad. A su vez, desde mediados de los sesenta se manifestaban con claridad los síntomas de una pérdida de estabilidad por el mal comportamiento de las magnitudes monetarias (gráfico 7.3), que conducía a un deterioro del sector exterior español (gráfico 7.4) con pérdida de reservas, lo que hizo inaplazable la devaluación en 1967.

Como consecuencia de dicha devaluación y de las medidas complementarias que se adoptaron, las cuentas exteriores de nuevo mejoraron, con

Gráfico 7.1

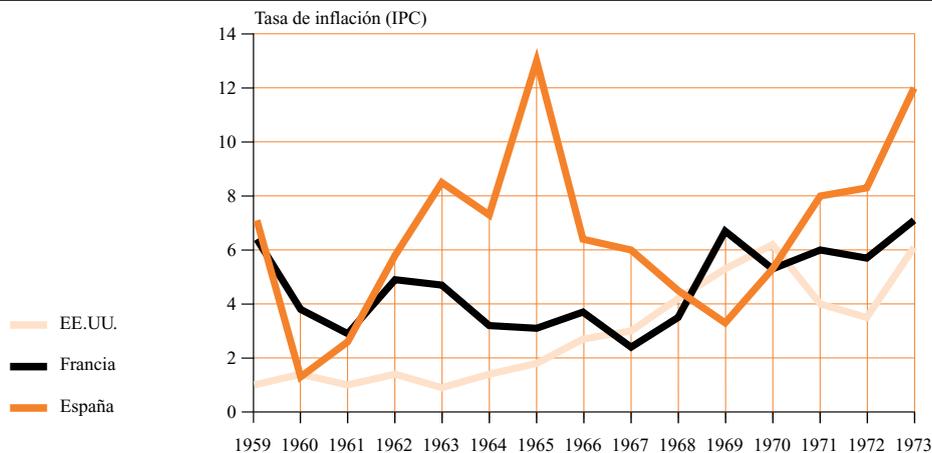
TIPO DE CAMBIO Y VARIACIÓN DE RESERVAS, 1959-1973



Fuentes: Banco de España, *Boletín Estadístico* y Gámir, L. (1980), pp. 274-276.

Gráfico 7.2

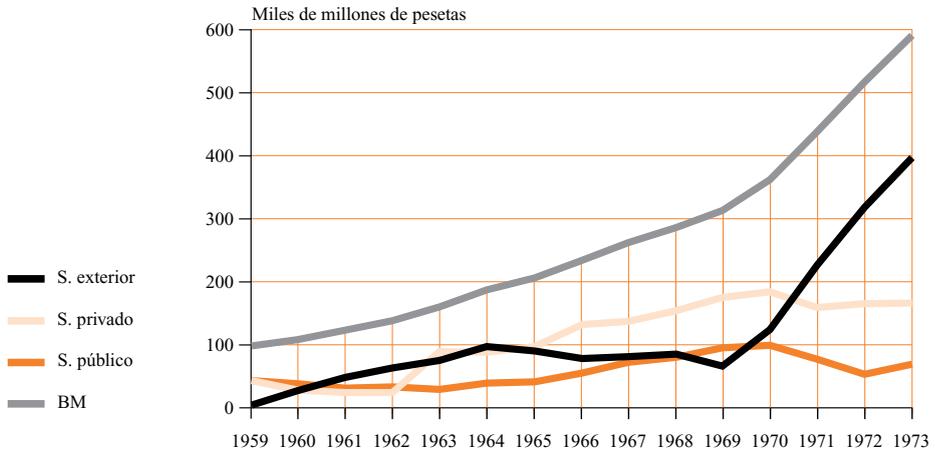
TASAS ANUALES DE INFLACIÓN (IPC), 1959-1973



Fuentes: Mitchell, R. B. (1992): *International Historical Statistics. Europe*. Nueva York: Stockton Press y (1993): *International Historical Statistics. The Americas*. Nueva York: Stockton Press.

Gráfico 7.3

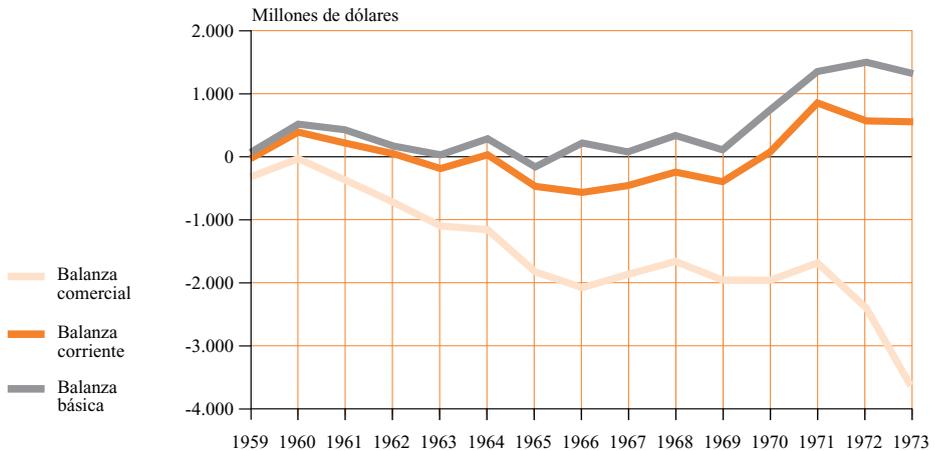
ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA Y BASE MONETARIA, 1959-1973



Fuente: Martín Aceña, P. (1989): «El Sistema Financiero», en Carreras, A. (coord.): *Estadísticas Históricas de España. Siglos XIX y XX*. Madrid: Fundación Banco Exterior, pp. 363-394.

Gráfico 7.4

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA, 1959-1973



Fuente: Gámir, L. (1980), pp. 274-276.

una inflación diferencial más favorable para España que en años anteriores, lo que produjo hasta 1970 una mejor evolución del tipo de cambio efectivo real y por ello una ganancia de competitividad. A partir de la quiebra del sistema de Bretton Woods en el año 1971, la peseta vuelve a apreciarse en términos reales hasta la flotación, debido a su apreciación nominal, ya que se mantiene la paridad con respecto al oro mientras se producen sucesivas devaluaciones del dólar frente a ese metal, unida dicha apreciación a una evolución de los precios relativos poco favorable. En los primeros años setenta, la peseta experimentó las consecuencias de la inestabilidad monetaria internacional, lo que llevó a una ganancia continuada de reservas y desembocó finalmente en la necesidad de colocar a la moneda española en un marco institucional de flotación controlada, al igual que hicieron el resto de las divisas importantes, en la creencia de que la no vinculación con tipos de cambio fijos otorgaría un mayor margen de maniobra a la política económica en general y monetaria en particular.

7.1. Luz al final del túnel y estabilización de la peseta

Sin duda se puede afirmar que existe un antes y un después del año 1959 para la economía española en su conjunto, pero muy especialmente para la peseta en particular, ya que ese año supuso el momento de su inserción definitiva en el ámbito monetario y financiero internacional. Fue a finales de los cincuenta cuando se produjo el agotamiento definitivo del modelo económico español basado en la autarquía, ya que España no podía sustraerse a las necesarias importaciones de materias primas, productos energéticos y bienes de equipo, las cuales no encontraron financiación suficiente, debido tanto a las dificultades exportadoras como a la insuficiencia del resto de las partidas de la balanza de pagos. Estas dificultades exportadoras tenían su origen fundamentalmente en la falta de competitividad de la economía española por su elevada inflación, agravada desde 1956, unida al mantenimiento de un tipo de cambio administrado de la peseta que conducía a su sobrevaluación real ante el diferencial negativo de precios.

Así, el aislamiento económico español condujo a la crisis y estrangulamiento del sector exterior, que suele manifestarse como señal más visible

cuando existen graves problemas económicos internos, de manera que la absoluta penuria de reservas con las que hacer frente a las importaciones insustituibles convirtió en inaplazables las reformas institucionales de 1959, contenidas en el denominado Plan de Estabilización. La publicación en marzo de ese año del Informe de la OCDE sobre la economía española, marcaba ya la pauta a seguir en lo referente a las líneas maestras de un necesario plan de ajuste económico que debería tener como pilares básicos la liberalización de los mercados, tanto interiores como exteriores, entre los que el mercado de divisas ocupaba un papel de primer orden, así como la adopción de reformas estructurales para mejorar la competitividad.

El Plan, siguiendo las directrices de la OCDE, contemplaba un conjunto de medidas cuyo objetivo básico era la estabilidad de precios, como el nexo de unión que permitiría restaurar simultáneamente para la economía española los equilibrios interno, en forma de ausencia de inflación, y externo en forma de mejora de la balanza de pagos y del tipo de cambio. La experiencia extraída de los intentos preestabilizadores de 1957 resultó ser una prueba concluyente de la imposibilidad de restablecer el equilibrio externo y la competitividad perdida sin la complementaria lucha antiinflacionista.

Por lo que hace referencia al equilibrio interno, se adoptaron medidas contractivas de carácter monetario que debían tener su efecto, no sólo sobre la inflación, sino también sobre el comportamiento de la peseta en los mercados de cambios. La reducción en el incremento de las disponibilidades líquidas, con elevación del tipo de descuento y fijando topes para el crecimiento del crédito al sector privado, se convirtió en una de las medidas más importantes; pero no lo fue menos la reducción de la monetización indirecta del déficit público, suprimiendo la cláusula automática de pignorabilidad en la deuda, introducida desde 1917, y que había propiciado la obtención de recursos crediticios en los años anteriores a la estabilización. Efectivamente, la composición y evolución de la base monetaria desde mediados de los cincuenta refleja que, paralelamente a la pérdida de reservas que se manifiesta en la reducción de los activos del Banco de España frente al sector exterior, los activos frente al sector privado incrementaron de forma importante y muy por encima de lo que lo hicieron los activos frente al sector público, lo

cual es un indicativo de que el sector privado ejercía la pignoración de títulos públicos para obtener crédito generador de base monetaria.

Por ello, uno de los objetivos del Plan se concretaba en la adopción de una política monetaria que rompiera con la practicada antes de 1959 y no se limitara a proporcionar de forma pasiva al sistema los recursos financieros que éste precisara. Para alcanzarlo resultaba imprescindible controlar como contrapartida los activos del Banco de España frente a los sectores privado y público, ya que el componente exterior tenía un carácter más endógeno debido a la necesidad de sostener el tipo de cambio de la peseta al nivel fijado tras la devaluación. Desde 1959 asistimos a la puesta en marcha de una política monetaria que atendía, aunque de forma discontinua, al tipo de descuento y a la expansión del crédito como instrumentos relevantes. Ahora bien, esta discontinuidad en la adopción de medidas provocaba a menudo pérdidas de control monetario con aceleraciones periódicas en el crecimiento monetario y la inflación.

Además de las anteriores actuaciones de carácter monetario, se imponía en el ámbito interno la adopción de otras medidas con un contenido más estructural, eliminando las rigideces de los mercados y transitando progresivamente desde una economía con un alto grado de intervencionismo hacia otra con mayor protagonismo de los mercados, lo cual debía tener, a medio y largo plazo, efectos positivos sobre la competitividad.

Con respecto al equilibrio externo, además de la liberalización comercial sustentada en la eliminación de restricciones cuantitativas y adopción de un nuevo arancel, se produjo una devaluación que fijaba el tipo de cambio en una paridad de 60 pesetas por dólar, entendida como de equilibrio y capaz de fomentar las exportaciones, abandonando la práctica de los cambios múltiples, aún vigente y tan utilizada en el período autárquico. El conjunto de medidas adoptadas debía suponer el estímulo a la llegada de inversión extranjera y la concreción de ayuda exterior, para hacer frente a las necesarias importaciones, por la vía de créditos OCDE y Fondo Monetario Internacional, organismos en los que España quedaba integrada en su nuevo escenario institucional. Concretamente, la pertenencia al Fondo Monetario Internacional aceptando las reglas de juego emanadas de los acuerdos de Bretton Woods, imponía la convertibilidad exterior e interior de la peseta y

la aceptación de un sistema multilateral de pagos, por lo que el estricto control de cambios, sustentado en la autarquía por el Instituto Español de Moneda Extranjera, se relajó en parte, de forma que la banca delegada pudo, con algunas restricciones, participar activamente en las operaciones del mercado de divisas.

Este paso hacia la convertibilidad de la peseta no suponía, en realidad, ningún retraso significativo con respecto al resto de las divisas europeas más importantes, ya que su libre cambio por dólares se había producido un año antes, en 1958, y sólo para las operaciones de la balanza corriente, como recomendaba el Fondo Monetario Internacional. Así, la liberalización monetaria se produjo a menor ritmo del que se había previsto en los acuerdos de Bretton Woods, lo cual se justifica si tenemos en cuenta que Gran Bretaña pretendió instaurar la convertibilidad en 1947, pero se vio obligada a suspenderla ante la gran pérdida de reservas de dólares que experimentó en muy breve plazo de tiempo.

La devaluación y colocación de la peseta en un tipo de cambio real de paridad, coincidente con el tipo de cambio nominal que cotizaba en el mercado libre de Tánger y reflejaba el verdadero diferencial de precios entre España y nuestros socios comerciales, permitió situar a la divisa española en un marco institucional donde el dólar ejercía como moneda pivote, de forma que las demás debían preocuparse por mantener estable su tipo de cambio frente ella, con una fluctuación máxima del 1% a ambos lados de la paridad central, siendo Estados Unidos el país responsable de garantizar la convertibilidad del dólar en oro con una relación fija de 35 dólares la onza y, con ello, asegurar la estabilidad del conjunto. El sistema era, pues, de tipo de cambio fijo, aunque ajustable, lo cual permitía modificar las paridades centrales en circunstancias excepcionales. Dicha excepcionalidad, mientras no se produjera, impedía alterar unilateralmente el valor de una moneda, fijado en términos de dólares o de oro, si el país en cuestión no contaba con la aprobación expresa del Fondo Monetario Internacional. En el caso de la peseta, estas reglas de juego obligaban al Banco de España a intervenir con reservas en el mercado para defender el tipo de cambio entre 59,40 y 60,60 pesetas por dólar, que eran los valores situados en los extremos de la banda del 1% alrededor de la nueva paridad. A cambio, España, como cualquier otro país miembro, tendría

acceso a los recursos del Fondo Monetario Internacional para corregir los desajustes de la balanza de pagos si éstos llegaban a producirse.

Obsérvese que el citado juego de paridades suponía, teóricamente, un mecanismo de disciplina monetaria, ya que si Estados Unidos, país líder, producía una inflación de dólares ampliando su oferta de dinero, su papel como garante de la convertibilidad en oro de todos los dólares existentes quedaría en entredicho. Por otro lado, si cualquier otro país miembro del Fondo Monetario Internacional incurriera en indisciplina monetaria se vería en la difícil tesitura de tener que defender el tipo de cambio de su moneda, reduciendo para ello su nivel de reservas internacionales con el fin de garantizar la convertibilidad. Ello podía provocar que dicho país desembocara finalmente en una situación denominada de «desequilibrio fundamental», en cuyo caso se le permitía recurrir a una devaluación para no verse obligado a soportar un ajuste deflacionista.

Este planteamiento obedece al denominado enfoque monetario de la balanza de pagos, según el cual un exceso de oferta monetaria nacional en una economía abierta se ajustará por la vía de los mercados exteriores de bienes, servicios y activos, lo que originará una pérdida de reservas, una modificación a la baja del tipo de cambio, o una combinación de ambas variables. En todo caso, la pérdida de reservas consecuencia del mantenimiento de un tipo de cambio fijo será un síntoma de desequilibrio externo y hará que la oferta de dinero se ajuste de nuevo a la demanda, ya que el drenaje de base monetaria nacional que provocaría la reducción de reservas exteriores produciría un recorrido de la oferta monetaria hacia su contracción para contrarrestar la expansión inicial. Así, los tipos de cambio fijos situarían a la base y oferta monetaria en una posición de variable endógena y la política monetaria alcanzaría tal dosis de disciplina que el equilibrio interno pasaría a estar al servicio del equilibrio externo. Este planteamiento entronca con la línea argumental teórica de autores como Fleming y Mundell al enunciar a principios de los sesenta que, con tipos de cambio fijos, un país que expanda su oferta monetaria a una tasa superior al resto sufrirá un deterioro de su balanza de pagos.

Bien es cierto que los tipos de cambio ajustables de Bretton Woods funcionaron de manera análoga a los tipos de cambio fijos, pero ofrecían la

posibilidad adicional de devaluar cuando se perdían constantemente reservas, lo cual indicaba la existencia de un desequilibrio externo y la imposibilidad de mantener el tipo de cambio al nivel fijado. Así, cuando el sector exterior presentaba un problema evaluado como coyuntural, podía ajustarse a través de movimientos monetarios de la balanza de pagos, pero si persistía en el tiempo podía estar demandando una modificación del tipo de cambio para evitar una excesiva sangría de reservas o someter a la economía a un riguroso plan de estabilización. Ahora bien, aunque se permitiera en última instancia el cambio de paridad, al considerarse la devaluación como un indicador del fracaso de la política económica gubernamental, un país con altas tasas de inflación tendría incentivos para autodisciplinarse con actuaciones de carácter restrictivo y estabilizador si habiendo adquirido un compromiso de tipo de cambio fijo estuviera soportando una caída importante en su «stock» de reservas exteriores.

Por lo que respecta a la evolución de la peseta en los años posteriores al Plan de Estabilización, ubicada en el contexto institucional anteriormente descrito generador de disciplina monetaria, la palabra que mejor definiría su trayectoria sería la de tranquilidad en los mercados de divisas. No olvidemos que en 1959 se adoptaron un conjunto de medidas complementarias a la devaluación, básicamente centradas en una restricción monetaria y fiscal, lo cual llevó a una reducción del déficit público y a la contención del gasto interno. Los activos en la cartera del Banco de España frente a los sectores privado y público se redujeron, compensando así el efecto expansivo de su componente exterior, lo que propició un comportamiento más estable de los agregados monetarios y una menor inflación de precios que en la etapa anterior de los años cincuenta. Todo ello tuvo su traducción en términos de un buen comportamiento de la balanza de pagos, incrementando el volumen de reservas hasta 1964, prácticamente agotadas en 1959, y permitiendo que la peseta se mantuviera sin excesivos problemas en el mercado de divisas con la nueva paridad de 60 pesetas por dólar que, si tenemos en cuenta el anterior tipo de cambio oficial de 42 pesetas que procedía de la devaluación de 1957, representaba una importante ganancia de competitividad en los mercados exteriores.

Pero no sólo la competitividad vía tipo de cambio fue la causante de la transformación en positivo del sector exterior de la economía española.

Con la estabilización se inició, efectivamente, un proceso liberalizador en los cambios a través de la convertibilidad de la peseta, pero también en el comercio, con la supresión progresiva de restricciones no arancelarias y la adopción de un nuevo arancel. Esta senda aperturista sintonizó bien con una economía internacional situada en la fase alcista del ciclo económico, y que se convirtió en buena receptora de las cada vez más diversificadas exportaciones españolas, razón por la que éstas encontraban mejor acomodo en los mercados mundiales. Ahora bien, siendo España un país involucrado en un proceso de modernización económica y necesitado de equipamiento industrial, las importaciones de bienes de equipo y tecnología se convertían en la clave del crecimiento, por lo que el déficit comercial era una constante a pesar del incremento de las exportaciones. Se imponían por ello mecanismos de financiación adicional que permitieran mantener el equilibrio del sector exterior y la estabilidad cambiaria, aspectos que se alcanzaban por la vía de los ingresos por turismo y las remesas de emigrantes, elementos ambos que, obviamente, no resultaban ajenos ni al proceso de liberalización español ni a la fase alcista del ciclo en la economía mundial.

El citado buen comportamiento de las rúbricas de la balanza corriente hizo que ésta presentara saldos positivos en los primeros sesenta. Esta situación favorable se veía reforzada por un mecanismo de financiación adicional, cual eran las entradas de capital privado, que fueron importantes a lo largo de todo el período aquí analizado e hicieron que la balanza básica presentara saldos positivos hasta 1973, con la única excepción de 1965. La entrada de inversión extranjera, que facilitó la difusión tecnológica y sirvió de complemento al ahorro interno, encontraba su justificación e incentivo en la existencia de una economía española en clara expansión, con un mercado cada vez más amplio, un marco institucional generador de mayor confianza por lo que respecta a las reglas del juego económico, así como un tipo de cambio que, debido a su estabilidad, eliminaba prácticamente el riesgo cambiario para los inversores internacionales. Como cabía esperar, sólo con una peseta estable acudirían sin expectativas negativas los capitales extranjeros indispensables para financiar la expansión económica.

Los argumentos hasta aquí expuestos reflejan un escenario de relativa calma para el sector exterior y para el tipo de cambio de la peseta en los pri-

meros años sesenta, en un contexto internacional que se ha calificado como disciplinado desde el punto de vista monetario. Parecía, en consecuencia, que el ancla del tipo de cambio nominal producía los efectos positivos previstos y deseados para la economía española.

7.2. Pérdida de estabilidad y devaluación: la peseta bajo sospecha

A pesar de lo que se esperaba en términos de disciplina monetaria derivada de la existencia de tipos de cambio fijos, el equilibrio interno de los países no quedó totalmente condicionado por su equilibrio externo. Más bien era el primero el que dictaba la política económica a seguir en función de los intereses nacionales de cada país, produciéndose en muchas ocasiones resultados poco deseables en términos de balanza de pagos o tipo de cambio, si la política monetaria o fiscal practicada era de corte expansivo con el fin de facilitar el crecimiento económico. Así, la conexión entre política monetaria y cambiaria fue más bien débil durante los sesenta, de forma que la necesidad de mantener tipos de cambio fijos conducía frecuentemente a pérdidas de reservas y, finalmente, a aceptar como inevitable una devaluación, sobre todo si la expansión monetaria relativa de un país no iba acompañada asimismo por un diferencial en el crecimiento de la productividad, lo que llevaba a pérdidas de competitividad y a la necesidad de ajustes internos monetarios y fiscales, o externos modificando la paridad cambiaria. Uno de los problemas fundamentales en este sentido durante el período de Bretton Woods fue la inexistencia de una coordinación previa para las políticas económicas, como exigiría un sistema de tipos de cambio fijos; muy al contrario, los mecanismos de corrección debían actuar una vez que el desequilibrio se manifestaba, con la consiguiente necesidad de poner en marcha un plan de ajuste que podía resultar traumático para algunos países.

Por ello, a medida que los movimientos internacionales de capital se fueron liberalizando a lo largo de los sesenta, y aunque dicha liberalización era aún muy leve en comparación con lo que estaba por llegar, los países que incurrían en desequilibrios de sus cuentas exteriores comenzaban a soportar problemas mayores. Así, ante las expectativas de devaluación que incremen-

taban la rentabilidad esperada por parte de los agentes económicos que participaban en un ataque especulativo, dichos países veían reducir su nivel de reservas como consecuencia de la presión del mercado de divisas sobre sus monedas, lo cual les convertía de manera casi infalible en candidatos a tener que devaluar. En el lado opuesto, los países con cuentas exteriores saneadas, acumulaban reservas como moneda refugio y generaban con ello liquidez interna que, ante los temores de inflación, conducían a la revaluación como alternativa dual a la acumulación de reservas con tipos de cambio fijos. Las devaluaciones de la libra esterlina y la peseta en 1967 y del franco francés en 1969, así como la revaluación del marco alemán ese mismo año, son ejemplos ilustrativos de lo que se acaba de señalar, y ello a pesar de que desde 1961 los bancos centrales de los principales países acordaron en Basilea apoyar a corto plazo cualquier moneda cuyo tipo de cambio se viera amenazado por la especulación en el mercado de divisas. Por todo lo anterior, la movilidad internacional de capitales, no sólo influía sobre las políticas cambiarias de los respectivos países, sino que iba reduciendo en gran medida la posibilidad de adoptar políticas monetarias independientes, lo cual ponía de manifiesto que, en efecto, resulta más difícil ejercer una autonomía monetaria si los tipos de cambio son fijos y paralelamente se produce una liberalización en las transacciones internacionales de capital.

Adicionalmente, el sistema de Bretton Woods presentaba un problema de falta de simetría en sus mecanismos de ajuste, ya que obligaba en última instancia a los países que perdían reservas a adoptar políticas deflacionistas o devaluar, pero no a revaluar a los países que las ganaban. Dicha asimetría hacía que el ajuste recayera casi en exclusiva sobre los países con déficit y monedas débiles, por lo que éstos encontraban dificultades para poner en marcha políticas compatibles con sus intereses, lo cual suponía para ellos una importante restricción institucional. Como la disciplina monetaria con tipos de cambio fijos proviene del fracaso atribuible a la gestión de la política económica cuando se hace inevitable una devaluación, los gobiernos adoptaban esta medida extrema, signo visible de falta de rectitud y coherencia económica, lo más tarde posible, manteniendo durante cierto período tipos de cambio sobrevaluados, que requerían grandes volúmenes de reservas de dólares utilizados para defender sus monedas mediante intervenciones en los mercados de divisas.

Así, en este contexto institucional monetario, a medida que las economías se hicieron más abiertas y, por ello, más vulnerables a las perturbaciones exteriores, la necesidad de atender al equilibrio externo interviniendo en el mercado y perdiendo reservas cuando la balanza de pagos se desequilibraba, hizo que el dólar se convirtiera en la moneda reserva por excelencia, y por ello Estados Unidos pudo mantener deficitaria su balanza de pagos, siendo este hecho aplaudido por el resto del mundo, ya que era la mejor vía para que los dólares se ubicaran en los bancos centrales de los demás países. Por esta razón, Estados Unidos fue el único país durante Bretton Woods que con un déficit exterior continuado no se vio obligado a ajustar su economía para corregirlo. Ya R. Triffin anticipó en los primeros sesenta el peligro de este excesivo protagonismo que el dólar iba a alcanzar, ya que si en 1958, año de la convertibilidad de las principales monedas, existía en el contexto monetario internacional la sensación de escasez de dólares y falta de liquidez, lo que podía ahondar los efectos de una posible recesión, a finales de los sesenta, debido al persistente déficit de la balanza de pagos norteamericana, la convertibilidad del dólar en oro, pieza garante de la estabilidad del sistema, se encontraba seriamente amenazada, y ello a pesar de la introducción, en 1969, de los Derechos Especiales de Giro como forma de liquidez adicional.

Los desequilibrios exteriores de Estados Unidos se acentuaron desde 1965, cuando la guerra de Vietnam y los programas públicos de la denominada «Great Society» incrementaron el gasto público, el déficit y la inflación, que rondaba el 6% al final de la década y se exportó al resto del mundo, ya que la expansión monetaria norteamericana acababa generando una expansión similar en los países que, a través del déficit exterior de Estados Unidos, acumulaban dólares para mantener su tipo de cambio fijo, proceso sólo evitable si revaluaban sus monedas. De nuevo, el enfoque monetario de la balanza de pagos producía su efecto, ya que el incremento de reservas generaba endógenamente una expansión de la base monetaria. Este fue el caso de la República Federal de Alemania, que desde 1968 acumuló dólares y vio crecer su oferta monetaria para evitar la revaluación del marco, lo que produjo como contrapartida inflación en ese país. Ahora bien, no todos los procesos inflacionistas a finales de los sesenta se desarrollaron por el efecto de la acumulación de dólares y generación de base monetaria con el fin de

impedir la apreciación. En el caso británico fue el resultado de la devaluación de 1967, después de una pérdida de reservas, lo que produjo inflación importada y erosionó parte de las ganancias de competitividad obtenidos con el cambio de paridad. Por su parte, los conflictos laborales de 1968 en Francia, con sus efectos sobre los incrementos salariales y la inflación, provocaron la devaluación del franco en 1969.

Por lo que respecta a España, tampoco la política monetaria interna guardó la disciplina necesaria para que resultara compatible con el equilibrio externo, teniendo en cuenta, además, que una economía en crecimiento corría serio peligro de recalentamiento inflacionista. Efectivamente, ya en los primeros años sesenta se iba manifestando una escalada preocupante en el índice de precios, alimentado por el crecimiento de los salarios monetarios en la industria desde 1961, con presiones cada vez mayores de la demanda interna. Así, a pesar del ya señalado buen comportamiento del sector exterior en esos años, debido en buena medida a que el tipo de cambio efectivo real permitió una importante ganancia de competitividad con la devaluación de 1959, la peseta se fue colocando con posterioridad en una posición sobrevaluada en términos reales debido a su estabilidad nominal y al diferencial negativo de precios, lo que por otra parte ha sido una constante a lo largo de la historia monetaria y cambiaria española. Ya desde 1961, la acumulación de reservas exteriores se fue debilitando y en 1963 se estaba produciendo una expansión monetaria por la vía del crédito al sector privado, lo que llevó a la necesidad de crear un coeficiente de liquidez bancaria, antecedente del más moderno coeficiente de caja, y que sirvió para contener en parte el excesivo crecimiento del crédito y la liquidez interna. Pero a pesar del coeficiente y de un conjunto de medidas aisladas restrictivas de carácter monetario, los salarios nominales seguían creciendo, así como el nivel interno de gasto, por lo que el proceso inflacionista iba consolidándose.

Por otra parte, a medida que avanzaba la década de los sesenta se ponía de manifiesto la restricción exterior al crecimiento económico, en el sentido de que la absorción interna llevó a un menor ritmo exportador frente al mayor incremento de las importaciones, lo cual causó un creciente déficit comercial. La puesta en marcha de los Planes de Desarrollo supuso, además,

un retroceso en las intenciones liberalizadoras y flexibilizadoras expresadas al principio de la década. Si desde 1960 la permisividad de la política monetaria se instrumentaba a través del «redescuento especial», fue a partir de 1964 cuando dichas líneas de crédito se ampliaron a fuerte ritmo, en lo que se ha denominado financiación selectiva del desarrollo. Ello provocó una expansión crediticia y la elevada inflación de 1965, que dio paso a importantes problemas en el sector exterior español en los años posteriores, con un empeoramiento de la balanza de mercancías que llevó a la aparición de saldos corrientes negativos hasta 1970, a pesar del efecto compensatorio de los ingresos por turismo y las remesas de emigrantes. La debilidad manifestada también en la entrada de capitales exteriores llevó asimismo desde 1965 a una pérdida de reservas prácticamente ininterrumpida hasta el final de la década.

Si desde 1963 el crédito del Banco de España al sector privado había incrementado de forma importante, en 1966 comienza a expandirse también de forma clara el crédito al sector público, en consonancia con el inicio de una serie de saldos presupuestarios negativos financiados de forma inflacionista, lo que contribuyó a un incremento de la circulación fiduciaria en un contexto de elevada inflación e indicaba la dificultad de llevar a cabo una política monetaria eficaz, ya que la fiscal generaba su correspondiente base monetaria. Así, aunque en 1966 se diseñó un paquete de medidas monetarias de carácter restrictivo para contener la demanda, basadas fundamentalmente en el establecimiento de topes a la expansión del crédito y en el incremento del coste del recurso al Banco de España por parte de las entidades financieras, los activos del Banco frente al sector público siguieron creciendo y generando liquidez interna, y ello a pesar de que, debido a la existencia de un elevado gasto corriente, era el sector público el que debía soportar mayor peso en el programa de ajuste restrictivo.

La elevada inflación existente todavía en España en 1967, junto a la existencia de un déficit corriente que se estaba prolongando en exceso y a la pérdida de reservas que se había producido durante los años anteriores, llevó a una especulación contra la peseta en los mercados de divisas, ante las expectativas de devaluación. Esta complicada situación en el sector exterior de la economía española, unida a un déficit público que seguía produciendo

sus efectos monetarios en términos de recurso al Banco de España, y a la persistencia en el desfavorable comportamiento de los salarios y rentas nominales, llevaron a las autoridades españolas a contemplar la necesidad de devaluar la peseta para frenar las salidas de capital especulativo y la pérdida de reservas.

El cambio de paridad, que se produjo en noviembre de 1967, colocó a la divisa española en una cotización de 70 pesetas por dólar, lo que suponía una devaluación de magnitud similar a la llevada a cabo por las autoridades británicas con la libra esterlina. Esta devaluación nominal se vio efectivamente reforzada por las medidas complementarias restrictivas por el lado de la demanda, que produjeron un efecto beneficioso sobre el nivel de precios español, lo que mantuvo la paridad real en unos niveles acordes con las pretensiones de competitividad establecidas en el momento de la devaluación. Por ello, las exportaciones mejoraron, respaldadas también por la buena marcha del comercio mundial y por la disminución del efecto absorción interno, creciendo a mayor ritmo que las importaciones, por lo que el déficit comercial, que fue permanente a lo largo del período que aquí se analiza, experimentó un oasis de reducción, con una mejoría paralela también en el déficit por cuenta corriente. La balanza básica presentó superávit en 1968 y se produjo de nuevo un incremento, aunque moderado, en el volumen de reservas internacionales, lo que permitía mantener la nueva cotización de la peseta con respecto al dólar.

Pero las cuentas exteriores volvieron a empeorar en 1969, con un mayor déficit comercial y corriente, unido a una nueva pérdida de reservas, lo cual evidenciaba que los efectos positivos de la devaluación sobre la balanza de pagos se estaban agotando. Sin duda, la situación monetaria internacional comenzaba ya a descontar los acontecimientos que se avecinaban, y ese incipiente clima de inestabilidad financiera, con sus efectos sobre la economía real, no sólo influía en una menor pujanza de los ingresos por exportaciones y otras partidas corrientes de la balanza de pagos, sino también en una mayor inquietud en cuanto a la estabilidad con que se ubicaban los capitales exteriores. Ello, unido a la preocupación por el crecimiento del crédito interno, tanto en su componente privado como público, llevó a las autoridades monetarias a perseverar en el control de la liquidez, con un conjunto de

medidas que contemplaban la elevación de los tipos de interés y un menor crecimiento del crédito, reforzadas a finales de año con la implantación de un depósito en el Banco de España previo a las operaciones de importación, el cual pretendía alcanzar un doble objetivo en términos de amortiguar el impulso importador y drenaje de liquidez interna. Se requerían, además, actuaciones enérgicas en materia fiscal, ya que este ámbito de la economía estaba generando base monetaria y, por ello, presionando al alza la liquidez y los precios.

Así, podemos afirmar que en la segunda mitad de los sesenta se produjo un mal comportamiento de las magnitudes monetarias que provocó inflación de precios y rentas, desembocando en la necesidad de devaluación de la peseta para restaurar la competitividad perdida. En todo caso, se observa también en este intervalo temporal una cierta preocupación por parte de las autoridades económicas, a causa del excesivo crecimiento de la liquidez, lo que les lleva a adoptar un conjunto de medidas restrictivas del crédito, aunque no de forma continuada, sino intermitente en el tiempo.

7.3. Desplome de Bretton Woods y flotación de la peseta

El inicio de la década de los setenta supuso, en la esfera internacional, la confirmación de las pesimistas predicciones que se habían realizado a medida que avanzaba la década anterior. El déficit presupuestario norteamericano seguía mostrándose como un elemento de distorsión para el tambaleante sistema cambiario internacional, por sus efectos sobre el déficit exterior y sobre la inflación interna, exportada hacia otros países a través del mecanismo de los cambios exteriores. La aceptación por parte del resto del mundo de que Estados Unidos imprimiera la moneda reserva por excelencia, contenía el germen de la propia destrucción del sistema, ya que permitió a este país incurrir en permanentes desequilibrios económicos internos y externos sin invitación a que fueran corregidos. Pero los analistas observaban al mismo tiempo con preocupación que el suministro de reservas de dólares a otros países por parte de Estados Unidos resultaba incompatible con la garantía de convertibilidad de su moneda en oro, tratando de encontrar razo-

nes lógicas para explicar la contradicción que suponía el hecho de que el resto del mundo aceptara aparentemente de buen grado los déficit norteamericanos a finales de los sesenta, junto a lo que ello implicaba en términos de acumulación de dólares inconvertibles en las reservas de los bancos centrales fuera de Estados Unidos. Las presiones políticas y la renuncia a la revalorización de las monedas como alternativa a la no acumulación de dólares podrían esgrimirse como argumentos explicativos del fenómeno, que se iba perpetuando, hasta que las expectativas sobre las pocas posibilidades de duración del mismo dieron al traste con la frágil estabilidad del sistema.

En este contexto, los malos resultados de la balanza de pagos norteamericana conocidos a principios de 1971 fueron el detonante de una fuerte especulación contra el dólar que, como contrapartida, provocaba el refugio de los inversores financieros internacionales en monedas como el marco alemán, lo cual condujo a una importante entrada de dólares en Alemania y a que el Bundesbank permitiera finalmente modificar la paridad de su moneda con el fin de evitar una inflación monetaria, contrapartida de la acumulación de reservas. Otros países, como Japón, en cambio, prefirieron seguir acumulando reservas para no ver apreciada su moneda y perder así competitividad. En estas condiciones, el sistema que había garantizado la estabilidad monetaria durante un cuarto de siglo estaba herido de muerte, y puede afirmarse que su punto crítico se alcanza en 1971, cuando diversos países comenzaron a mostrar su rechazo a importar más inflación para mantener sus tipos de cambio fijos. Ante la especulación que se estaba produciendo contra el dólar y la inestabilidad monetaria internacional derivada del desequilibrio entre los dólares acumulados por el resto del mundo y el «stock» de reservas de oro en Estados Unidos, con la consiguiente quiebra de confianza, este país decretó en agosto de ese mismo año la inconvertibilidad de su moneda, cayendo su valor en el mercado desde 35 hasta 38 dólares la onza, y ampliando la banda de fluctuación del 1% al 2,25%.

La situación de la divisa norteamericana no mejoró, ni cesó la especulación internacional en su contra durante los dos años siguientes. En 1972, nuevos déficit exteriores de Estados Unidos seguían generando una liquidez no deseada a nivel mundial, lo cual provocaba nueva acumulación de dólares en los bancos centrales de aquellos países que no deseaban revaluar sus

monedas ni llevarlas a una flotación que, lógicamente, las apreciaría en el mercado. Pero las expectativas de que algunas de ellas no tardarían mucho tiempo en transitar por ese camino de flexibilidad cambiaria frente al dólar, avivó la especulación y llevó a determinados países a la decisión de iniciar esa nueva andadura.

De nuevo en 1973 se repitió el escenario de los dos años anteriores, ya que la inflación volvió a crecer en Estados Unidos y la balanza de pagos no mejoraba, por lo que el dólar, ante una nueva ola especulativa, se vio obligado a devaluar un 10%, ya a principios de año, lo cual no evitó que la especulación en su contra continuara en los mercados. Los bancos centrales europeos que aún no había decidido entrar en un régimen de flotación, entre los que se incluía el Banco de España, seguían acumulando dólares inconvertibles para mantener fijos los tipos de cambio y generando como contrapartida base monetaria a través de su componente exterior, con sus efectos inflacionistas sobre la liquidez interna. Ante las perspectivas de que el desequilibrio monetario internacional iniciado con la década no se resolvería, sino que, muy al contrario, reproduciría sus efectos cada vez con mayor virulencia, se generalizó como solución inaplazable la flotación de las divisas frente al dólar en los mercados de cambios, flotación a la que se adhirió la peseta en 1974, dando paso a los tipos de cambio flexibles y a la ruptura definitiva del sistema de Bretton Woods. Se trataba, a pesar de todo, de una flotación vigilada, ya que las autoridades intervenían en el mercado de divisas con el fin de mantener el tipo de cambio a los niveles que conviniera en función de los objetivos de política económica.

Los tipos de cambio fluctuaron a partir de 1973, lo que supuso de hecho la desaparición de los tipos de cambio fijos y ajustables. El Fondo Monetario Internacional, que lógicamente no veía con buenos ojos la ruptura del sistema de Bretton Woods, acabó por reconocerla como inevitable y por aceptar posteriormente que los tipos de cambio flexibles habían facilitado en los setenta el ajuste de economías divergentes en costes y precios. Pero debido a la incertidumbre que generaba el clima económico internacional, y también a que las transacciones de la balanza corriente tenían una importancia relativa cada vez menor con respecto a los movimientos de capitales, que ejercían una enorme influencia sobre los tipos de cambio a corto plazo, los

mercados de divisas presentaron una gran volatilidad. En este sentido, el enfoque de mercado de activos pone de manifiesto que los rendimientos relativos de los activos financieros exteriores y las expectativas sobre las variaciones futuras del tipo de cambio determinaban en gran medida los movimientos de capitales y las cotizaciones en el corto plazo, aunque a largo plazo fuera el diferencial de inflación lo que más pudiera influir sobre el precio de las divisas.

El sector exterior de la economía española no resultó ajeno a los efectos derivados del señalado desorden monetario internacional, sobre todo en lo que respecta a la inflación y a la paridad cambiaria. Una inflación que se agravó desde 1970 como consecuencia de la entrada de reservas exteriores que, además de mantener a la peseta en una trayectoria de apreciación, generaban la correspondiente expansión monetaria, y ello a pesar de que se produjo un cambio en la composición de la base monetaria, porque los activos del Banco de España frente a los sectores privado y público se redujeron, compensando así el efecto expansivo del componente exterior, lo cual da a entender una cierta preocupación por parte de las autoridades monetarias en lo referente a la expansión del crédito. Para controlarla, se adoptaron medidas en 1970, que se concretan en un incremento de tipos de interés paralelo a una restricción crediticia, así como en la creación del coeficiente de caja, que sustituía al antiguo coeficiente de liquidez diseñado en 1963. Pero no sólo la expansión monetaria era la causante directa de la inflación, sino también los incrementos salariales que, después de la moderación experimentada en el período 1967-1969, crecieron de nuevo tomando como referencia sólo los índices de precios y no la evolución de la productividad del trabajo, que caminaba a un ritmo más lento. Adicionalmente, el todavía elevado proteccionismo y escasa liberalización de los mercados hacían que, ante cualquier presión por el lado de la demanda, éstos se ajustaran con inflación de precios, provocando un creciente e importante déficit comercial a partir de 1971 y una disminución del superávit corriente.

Cuando a finales de 1971, como consecuencia de la crisis financiera internacional ya mencionada, que provocaba movimientos especulativos, se produjo la inconvertibilidad y devaluación del dólar, España optó por mantener la paridad frente al oro vigente desde la devaluación de 1967. Así, la

peseta quedó de hecho revaluada con respecto a la divisa norteamericana, con una cotización de 64,47 pesetas por dólar, lo que a su vez produjo una revaluación frente al conjunto de monedas más importantes cifrada entre un 2% y un 3%, con la consiguiente pérdida de competitividad, agravada por el diferencial de inflación negativo para España. Una pérdida de competitividad que parecía no preocupar en exceso a las autoridades económicas, debido a que la balanza de pagos presentaba un saldo corriente positivo, reforzado por la afluencia de capitales exteriores que llevaba a una acumulación de reservas.

Como quiera que la nueva banda de fluctuación establecida después de la devaluación del dólar en 1971 fue del 2,25%, sustituyendo a la tradicional y más estrecha del 1%, las autoridades monetarias españolas podían mantener la peseta entre unos márgenes de 63,02 y 65,92 pesetas por dólar, alrededor de la aludida paridad central de 64,47 pesetas. Ello suponía, como es obvio, un mayor margen de maniobra para establecer la cotización de la peseta, pero el Instituto Español de Moneda Extranjera intervenía en el mercado para mantenerla en la parte más depreciada de la banda con el fin de no erosionar excesivamente la competitividad de la economía española, lo cual fomentaba una mayor entrada de capitales, ya que los especuladores apostaron por un desplazamiento del cambio hacia el centro de la banda, con expectativas de beneficios derivados de esa más que probable futura apreciación de la peseta, al resultar su depreciación prácticamente imposible por estar situada en el límite de la banda de fluctuación. Efectivamente, debido a la especulación, la peseta se apreció a medida que avanzaba el año 1972, pasando de una cotización de 65,80 pesetas por dólar en enero a 63,37 en diciembre, y la ganancia de reservas fue importante, lo cual indicaba un potencial de apreciación mucho mayor de no haber sido por la intervención en el mercado de cambios.

Tampoco la peseta modificó su paridad aurífera cuando se produjo la nueva devaluación de la divisa norteamericana a principios de 1973, con lo que estableció su cambio en 58,03 pesetas por dólar, con una banda de intervención entre 56,72 y 59,33, lo que significaba una apreciación importante del tipo de cambio nominal y real, con pérdida de competitividad. Como la política de control de las magnitudes monetarias practicada desde el inicio

de la década, y aun desde la década anterior, había tenido un éxito muy limitado, en 1973 se fija una tasa de incremento de las disponibilidades líquidas con el fin de contener la inflación, utilizando los préstamos de regulación monetaria como instrumento, en lo que se ha calificado como el germen de las nuevas líneas de la política monetaria contemporánea en nuestro país. Pero la peseta seguía nominalmente anclada en el dólar, por lo que experimentaba las mismas fluctuaciones frente a las divisas europeas que la moneda americana, lo cual no resultaba conveniente, ya que ello suponía vaivenes de competitividad no deseados frente a los socios comerciales en el continente. Así, cuando al inicio de 1974 el dólar se apreció como consecuencia de los efectos iniciales de la crisis energética, la peseta ya no podía continuar con esta tendencia al alza, debido al preocupante déficit comercial y a la previsible evolución futura del sector exterior español ante la crisis que se adivinaba. El tipo de cambio efectivo real se había apreciado ya en exceso durante los primeros setenta, tanto por su componente nominal como por el de precios relativos, y la paridad de la peseta iba convirtiendo la actividad exportadora en una auténtica hazaña. Además, ante la mayor apertura de la economía española y la intensidad de los movimientos internacionales de capital, los ataques especulativos contra la peseta en función del premio o descuento esperado y del diferencial de intereses amenazaban con situarla en el punto de mira permanente de los especuladores internacionales. Todo ello hacía que el enfoque de activos fuera ocupando la escena a la hora de explicar el comportamiento cambiario en el corto plazo, si bien los precios relativos en los mercados de bienes seguían desempeñando un importante papel en la trayectoria de equilibrio a largo plazo.

Ante este conjunto de circunstancias, el Gobierno español decidió a principios de 1974 colocar a la peseta en un sistema de flotación que otras monedas habían adoptado meses antes. Se trataba, a pesar de todo, de una flotación controlada, ya que las autoridades no renunciaban a intervenir en el mercado con el fin de mantener el tipo de cambio en los niveles que conviniere según de los objetivos de política económica. Desde entonces, la política de tipo de cambio, a pesar de su teórica flexibilidad, se gestionó procurando una cierta estabilidad cambiaria con respecto a un grupo de monedas importantes, ponderando cada una de ellas según la importancia de su co-

mercio exterior con España, con el fin de no producir erosiones significativas en la competitividad de las exportaciones. Para controlar esa senda cambiaria deseable, lógicamente, el Banco de España debería poseer un determinado nivel de reservas de divisas con el fin de intervenir en el mercado y compaginar adecuadamente los movimientos cambiarios y los monetarios de la balanza de pagos, influyendo de esta forma para lograr la combinación más idónea entre los equilibrios interno y externo.

Con ello, la peseta quedaba insertada en un escenario cambiario de flotación, al que se le suponían una serie de ventajas, entre las que cabe destacar, en primer lugar, el hecho de que las divisas no se verían sometidas a ataques especulativos producidos en los mercados internacionales de capital, como ocurría con los tipos de cambio fijos; en segundo lugar, la posibilidad que tendrían los países de centrarse en el equilibrio interno de inflación y desempleo, ya que el externo quedaba garantizado por las variaciones del tipo de cambio, que equilibrarían en todo momento la balanza de pagos en términos de variación de reservas y, por último, el hecho de que con tipos de cambio flexibles aumentaría la eficacia y autonomía de la política monetaria, ya que un determinado objetivo monetario no se vería entorpecido por la necesidad de defender un objetivo de tipo de cambio. La realidad, sin embargo, fue algo distinta de los planteamientos teóricos, porque los tipos de cambio se mostraron muy volátiles a partir de 1973, provocando incertidumbre y exigiendo continuadas intervenciones en los mercados de divisas, lo que ponía en tela de juicio la pretendida autonomía de la política monetaria y colocaba en parte a la base monetaria como variable endógena, en la medida en que los bancos centrales intervenían con reservas para amortiguar las oscilaciones cambiarias. Los tipos de cambio flexibles no consiguieron, así, el pretendido aislamiento de las economías respecto a las perturbaciones exteriores, además de que, según opiniones autorizadas, redujeron la disciplina antiinflacionista de las autoridades económicas y acentuaron los diferenciales de inflación entre los países. Pero éstas son cuestiones que, para el capítulo que ahora nos ocupa, pertenecen al futuro, por lo que serán objeto de análisis posterior.

Orientación bibliográfica

Este capítulo ha hecho referencia a la evolución de la peseta durante los sesenta y primeros setenta, pero sin olvidar el contexto internacional donde se diseñaban las reglas de juego. Muchas son las publicaciones que analizan una etapa tan crucial para el sistema monetario internacional como fue la de Bretton Woods, y entre todas ellas se puede destacar FOREMAN PECK, J. (1995): *Historia de la Economía Mundial*. Madrid: Prentice Hall, 2ª edición en español, donde se lleva a cabo un análisis del período atendiendo al escenario internacional y centrandolo los argumentos en cuestiones de carácter monetario. Por otra parte, en EICHENGREEN, B. (ed.) (1985): *The Gold Standard in Theory and History*. Nueva York: Methuen, aparecen interesantes referencias al período basado en el patrón oro-dólar, entre las que destaca GILBERT, M.: «The gold-dollar system: conditions of equilibrium and the price of gold». Por su parte, TRIFFIN, R. (1960): *Gold and the Dollar Crisis*. New Haven: Yale University Press, reflexiona en torno al sistema de Bretton Woods y señala los factores desencadenantes de su crisis.

Centrándonos ahora en el ámbito de la economía española y de la peseta, en ROS HOMBRAVELLA, J. (dir.) (1975): *Trece economistas españoles ante la economía española*. Barcelona: Oikos-Tau, autores como E. FUENTES, L. A. ROJO, J. SARDÁ, E. DE FIGUEROA, J. L. GARCÍA DELGADO y S. ROLDÁN exponen su visión sobre la evolución de las magnitudes monetarias y la inflación, el comportamiento del tipo de cambio de la peseta, los informes de la OCDE sobre la economía española, o los mecanismos de financiación para garantizar el equilibrio externo. También EGUIDAZU, F. (1978): *Intervención monetaria y control de cambios en España, 1900-1977*. Madrid: ICE/libros, analiza desde el Plan de Estabilización hasta la crisis del sistema monetario internacional de los setenta, resaltando la evolución de la peseta en los mercados de cambios, así como sus episodios más relevantes. En VIÑAS, A. y otros (1979): *Política comercial exterior en España (1931-1975)*. Madrid: Banco Exterior de España, en su tomo 3, se encuentran referencias a la política de estabilización de 1959, así como a la política comercial del período 1960-1975, con sus efectos sobre la balanza de pagos y tipo de cambio. Por su parte, en GÁMIR, L. (coord.) (1980): *Política económica de España*, I. Madrid: Alianza, se analiza la política monetaria en los sesenta

y primeros setenta, así como de la política comercial, con su repercusión sobre las cuentas exteriores y sobre la cotización de la peseta, realizados respectivamente por R. POVEDA y L. GÁMIR. La política monetaria del período se analiza asimismo en ANDREU, J. M. (1990): «Un análisis de la política monetaria española (1939-1989)», en *Información Comercial Española*, n.º 676-677, vol. II, pp. 3-18. Todo ello sin olvidar, como obra de referencia para la política económica española en cuanto a las directrices emanadas de los organismos económicos internacionales, la aportación de MUNS, J. (1986): *Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional 1958-1982*. Madrid: Alianza Editorial / Banco de España.

VIII. Técnica sin disciplina en los años de flotación, 1974-1989

José María Serrano Sanz

Catedrático de Economía Aplicada. Universidad de Zaragoza

(Rioseco, Soria, 1955). Doctor en Economía por la Universidad de Barcelona y catedrático de Economía Aplicada en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Zaragoza. Especialista en estudios sobre el sector exterior de la economía española contemporánea, ha publicado numerosos artículos en revistas científicas y libros sobre el tema. Entre estos últimos destaca «El viraje proteccionista en la Restauración. La política comercial española, 1875-1895» (Madrid, 1987). Es director adjunto de la «Revista de Economía Aplicada».

Sólo quince años estuvo la peseta integrada en el patrón de cambios fijos pero ajustables diseñado en Bretton Woods: desde 1959 hasta 1974. Pero no fue la moneda española responsable de la brevedad de su andadura en la primera experiencia formalizada de disciplina exterior que asumió, porque para entonces el sistema de coordinación monetaria occidental sólo existía como institución sobre el papel. Incluso fue de las últimas en abandonar aquel barco que tan seguro parecía cuando lo abordó. En agosto de 1971, la declaración de no convertibilidad del dólar en oro dio paso a una crisis irreversible, materializada en forma de un continuo goteo de monedas que pasaron a un régimen de flotación. Cuando el Gobierno español decidió dejar flotar a la peseta el 22 de enero de 1974, manifestó que se trataba de una medida provisional y el retorno a la paridad fija se haría tan pronto lo permitieran las circunstancias monetarias internacionales. Sin embargo, la peseta no volvió a un sistema de cambios similar hasta, exactamente, al cabo de otros quince años, el 19 de junio de 1989, al incorporarse al Sistema Mo-

netario Europeo. Una decisión que no era, ciertamente, el fin del paréntesis abierto en 1974, pues el escenario, los protagonistas y la trama no guardaban relación alguna con los de antaño.

Con la flotación se recobró una gran autonomía para la política monetaria, en la medida en que tal sistema permite a cada país realizar una política independiente, acoplada a las demás por medio de los movimientos del cambio. Se puede entonces elegir una senda propia de evolución de los precios y las magnitudes monetarias, sin otro requisito que renunciar a paridades estables, aunque la incertidumbre cambiaria tiene también consecuencias negativas, especialmente para países abiertos y relativamente pequeños, y por eso es difícil encontrar ejemplos de flotación perfecta; más frecuente es la opción de combinar intervenciones en los mercados, con períodos de flotación, en los cuales las autoridades intentan no perder por completo el control del curso de la divisa. En cualquier caso, este escenario confiere un fuerte protagonismo potencial a la política monetaria, especialmente si encuentra un banco central preparado para la gestión de un instrumento sofisticado, complejo y manejable a corto plazo como el monetario. Y esto fue lo ocurrido en España entre 1974 y 1989, cuando la política monetaria se utilizó para suplir otras carencias, con una tecnología muy avanzada pero con unos resultados pobres, porque el problema no estaba en la instrumentación sino en las orientaciones últimas, mediatizadas por múltiples compromisos. El resultado final fue la prueba de que la técnica siendo necesaria no es suficiente, aunque debe señalarse que la utilizada en España fue muy solvente o, incluso, como algún autor la ha calificado, preciosista.

En tres epígrafes se expondrá lo acontecido en esos quince años. En el primero, se explicará la organización de la política monetaria en España a comienzos del decenio de los setenta, cuando el alejamiento de Bretton Woods aumentó su margen de maniobra y le dio un gran protagonismo en la conducción de la economía; el diseño que entonces se hizo estuvo en vigor, con algunos cambios menores, hasta la reintegración en una disciplina exterior en 1989. Después, se analizarán el entorno y los resultados de los años difíciles, aquéllos en que se fundieron crisis económica y transición política, y la estabilidad interna y el valor exterior de la peseta fueron sacrificados a otros objetivos. En el tercer apartado se examinarán los años finales, los que

fueron del compromiso español con Europa en 1986 a la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo; años complejos en los cuales la combinación de crecimiento, apertura exterior, innovaciones financieras y escasa disciplina presupuestaria, llevó a la deriva la estrategia de control monetario e hizo a las autoridades adoptar un ancla en 1989.

8.1. Una nueva política para la soberanía monetaria

La insatisfacción de las autoridades y del Banco de España con la política monetaria practicada en los años sesenta, por considerarla burda y pasiva, arrancaba de finales de aquel decenio, pero tomó estado definitivo en los primeros años setenta, cuando apareció una doble preocupación en el ámbito monetario: la inflación y los desórdenes en el plano internacional. La necesidad de enfrentarse a ambos problemas hacía conveniente disponer de instrumentos que permitieran una política monetaria activa y no pasiva; es decir, con capacidad para influir en la creación de dinero, en lugar de limitada a suministrarlo a medida de la demanda, como se había hecho con anterioridad. Cuando los cambios hubieron comenzado se vio la conveniencia de que los instrumentos fuesen flexibles y permitiesen una política continua, capaz de suministrar o retirar liquidez de la economía, de acuerdo con las necesidades de regulación monetaria.

Hubo que proceder, en consecuencia, a la elección de una estrategia de control monetario, pues había que decidirse entre atender a un agregado representativo de la cantidad de dinero, a los tipos de interés, al suministro de crédito o al cambio exterior, objetivos de referencia habituales en la política monetaria. El Banco de España optó por el control de la cantidad de dinero y definió como representativo de la misma a un agregado amplio, que finalmente resultó ser la M3 o disponibilidades líquidas, en detrimento de la M1, oferta monetaria, y la M2, oferta ampliada. El agregado estrecho, la base monetaria, había quedado descartado tempranamente. Las razones aducidas para la elección de la cantidad de dinero, y dentro de ella las disponibilidades líquidas, fueron su relación estable con las tendencias del sector real, objetivo último de una política monetaria con amplios grados de soberanía, y las posibilidades de diseñar instrumentos adecuados para su control.

La consecución de una determinada senda de evolución de las disponibilidades líquidas no estaba directamente al alcance de la autoridad monetaria, quien podía, en cambio, controlar otra variable, a la que se suponía en relación estable con el objetivo deseado, denominado en la jerga de la política monetaria, *objetivo intermedio*. En España, la magnitud sobre la que se podía actuar, la *variable operativa*, eran los Activos líquidos del sistema bancario, el dinero que los bancos debían mantener en sus cajas o depositado en el Banco de España para cubrir un imperativo legal, el coeficiente de caja. De modo que la estrategia de política monetaria diseñada a comienzos de los setenta y que, con algunas variantes en sus últimos años, estuvo vigente hasta 1989 era la siguiente. El Banco de España conducía la evolución de la variable operativa o instrumental (activos líquidos del sistema bancario), la cual debía garantizar un cierto comportamiento del objetivo intermedio, o agregado monetario de referencia (disponibilidades líquidas, M3, hasta 1983 y activos líquidos en manos del público, ALP, desde entonces), que, a su vez, condicionaba al sector real de la economía y a los precios. Era un esquema definido por sus propios creadores como neokeynesiano, en el cual la política monetaria no se planteaba únicamente controlar los precios o mantener el valor interno y externo del dinero, sino influir en el nivel de actividad.

La puesta en funcionamiento de esta nueva política exigió cambios institucionales en la organización monetaria y el sistema financiero, acometidos en los años finales de Bretton Woods. En diciembre de 1970, se creó el coeficiente de caja para los bancos comerciales, extendido después a las cajas de ahorro y los bancos industriales, como forma de obligarles a mantener un determinado nivel de activos líquidos, con el cual el Banco de España pudiera operar. Se reordenó el crédito oficial para suprimir los efectos con redescuento automático, aunque previamente, se había flexibilizado el manejo del tipo de redescuento. Para conseguir una regulación más fluida de los activos líquidos era necesario contar con instrumentos que se pudiesen utilizar día a día y no sólo excepcionalmente, como el coeficiente de caja o el tipo de redescuento. Además, era imprescindible garantizar al sistema bancario un suministro estable de liquidez, y la atención a situaciones excepcionales, para inducirle a deshacerse sistemáticamente de cualquier exceso de encaje por encima del coeficiente legal, a fin de no hacer imprevisible la evolución de la variable operativa, los activos líquidos del sistema

bancario. Con tal objeto comenzaron en 1973 los préstamos de regulación monetaria, otorgados por el Banco de España al sistema, así como las operaciones de compra-venta de bonos del Tesoro por parte del banco central, y el mercado interbancario como elemento de ajuste de las situaciones de exceso o defecto de liquidez de las diversas instituciones a muy corto plazo. Cuando en enero de 1974 la flotación de la peseta devolvió la plena soberanía monetaria, el Banco de España estaba técnicamente preparado para ejercerla.

Había, sin embargo, tres cuestiones no resueltas que iban a pesar decisivamente sobre la política monetaria en los años siguientes y en un sentido negativo. Primero, el Banco de España, la autoridad monetaria, estaba explícitamente subordinado al Gobierno y esto tendría dos consecuencias. De una parte, la fijación del objetivo monetario se hacía a partir de consideraciones políticas, relegando la cuestión de la estabilidad, especialmente en años de debilidad del poder ejecutivo, lamentablemente, bastantes de los que habían de venir. De otra parte, la tentación del Gobierno de utilizar al Banco para financiar el déficit presupuestario, endémico desde el inicio de la crisis, sería una continua interferencia para la política monetaria.

Segundo, la regulación del sistema financiero era tan amplia y restrictiva que los mercados de activos financieros estaban segmentados, los tipos de interés establecidos administrativamente no reflejaban la situación de los mercados y las preferencias del público venían condicionadas por la maraña de intervenciones. Incluso las reglas de juego eran diferentes para los diversos intermediarios financieros, como cajas y bancos. En esas condiciones, las sutilezas de la política monetaria tenían mucho de voluntarismo, porque la información disponible era fragmentaria para todos los agentes, incluido el decisor.

Tercero, las relaciones financieras con el exterior estaban sometidas a una estricta reglamentación y, en consecuencia, los mercados financieros españoles estaban en buena medida aislados. Esta desconexión retrasaba el reflejo en la balanza de capitales o en el tipo de cambio de la política monetaria y permitía a las autoridades mantener más tiempo una senda de escasa disciplina, porque a corto plazo parecía no tener costes en términos de la posición exterior de la economía española. El factor disciplinario, constitui-

do por unos mercados financieros internacionales estrechamente integrados, estaba entonces muy amortiguado.

Para situar las cosas en su adecuado contexto histórico convendrá señalar, sin embargo, que al comienzo del período estos tres factores –la subordinación de los bancos centrales a los gobiernos, el fuerte intervencionismo en el sistema financiero y el aislacionismo de los mercados de capitales–, no eran peculiaridades exclusivas de la economía española. Eran comportamientos muy generalizados en la Europa de comienzos de los setenta, aunque aquí más extremados y con peores consecuencias por la conjunción de crisis económica y cambio político que siguió. De los tres, el primero y el último no se solucionaron definitivamente hasta los años noventa, mientras que la reforma del sistema financiero en sentido liberalizador comenzó en 1974 y se puede dar por concluida en la segunda mitad de los ochenta.

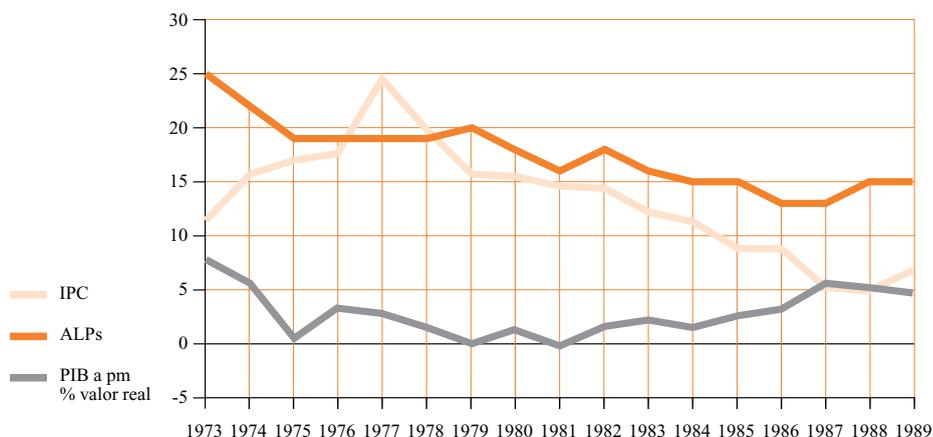
8.2. La peseta, moneda de cambio en la crisis y la transición

El colapso del sistema monetario internacional no fue el único y ni siquiera el principal problema a que hubo de enfrentarse la peseta en la primera mitad de los años setenta. A finales de 1973, la subida de los precios del petróleo abrió una crisis económica de considerables proporciones, agravada en España por las tensiones políticas del final del franquismo y la transición a un nuevo régimen. Hasta que en 1977 las primeras elecciones democráticas dotaron de legitimidad y mayor capacidad de maniobra al Gobierno, se vivieron tiempos marcados por la incertidumbre y un continuado aplazamiento del ajuste que la economía española reclamaba. El cambio político representó una segunda fase, que permitió enderezar el rumbo hacia la estabilidad. Apenas un paréntesis, en realidad, pues cuando empezaba a dar sus frutos, la segunda crisis del petróleo, iniciada en 1979, volvió a sumir a la economía en los desequilibrios macroeconómicos y hacer imprescindible otra estabilización, que la precariedad política de aquellos tiempos fue retrasando de nuevo. Sólo desde finales de 1982, la recuperación del equilibrio político impulsa la superación de los desajustes económicos, finalmente concluida en 1985. Fueron los cuatro compases descritos tiempos difíciles, con repetidas interferencias entre economía y política, y continuados dese-

quilibrios. También el entorno internacional influyó, lógicamente, a veces como medio ambiente propicio (en 1977 cuando parecía en vías de solución la primera crisis del petróleo y en 1984 cuando los precios del crudo comenzaron a bajar y relajar los problemas) y otras adverso (en las dos crisis energéticas).

La peseta resultó ser moneda de cambio en la crisis económica y la transición política. Entre 1974 y 1985 perdió valor interno, como refleja la inflación, y también se depreció en relación a las principales divisas. Los precios al consumo se multiplicaron casi por 5 entre 1974 y 1985 y la moneda española comenzó el período cotizando a 56 pesetas por dólar para concluir en 1985 a 160. Todo ello fue causado por una política monetaria relajada en buena parte del período, con la que se quisieron paliar las tensiones a que estaban sometidos la estructura productiva, las relaciones entre agentes sociales y hasta el clima político general.

Una vez liberada del compromiso cambiario fuerte –aún manteniéndose una preferencia, al menos formal, por la estabilidad de la peseta– la política monetaria se deslizó desde los inicios de 1974 por una senda acomodaticia. En realidad fue la monetaria el instrumento más señalado de la política compensatoria, término con que se caracteriza habitualmente a las actuaciones de la primera fase, 1974-77. Frente a la rigidez que por entonces tenía la política fiscal, con ingresos y gastos escasos e inflexibles, cuya puesta a punto exigía una reforma tributaria difícil en aquellas circunstancias políticas, la monetaria se reveló pronto como un instrumento con muchas posibilidades y escasos costes políticos. Las autoridades marcaron un ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas abiertamente expansivo, en torno a un 20% anual en promedio entre 1974 y 1977, a pesar de la notoria debilidad de la economía, con un PIB que progresaba al 8% en 1973 y estuvo estancado en términos reales en 1975 (gráfico 8.1). Era la vía para permitir aumentos espectaculares de los salarios nominales y otras rentas y precios, sin crear graves tensiones financieras, pero la consecuencia última fue una inflación no contenida hasta mediados de 1977, cuando iba camino de alcanzar el 40% en tasa anual, inmediatamente antes del cambio de política. De manera que la inflación fue, en última instancia, la vía a través de la cual las autoridades decidieron canalizar el agudo conflicto redistributivo desatado en la

CANTIDAD DE DINERO, PRECIOS Y PIB, 1974-1989

Fuente: Banco de España.

sociedad española a mediados de los setenta, dada su impotencia para frenarlo o encauzarlo por caminos menos destructivos. Y la política monetaria expansiva fue el instrumento empleado.

La inflación en España se situó con rapidez por encima de la que tenían los países circundantes y creó tensiones al sector exterior, añadidas a las propias del encarecimiento del petróleo. El déficit por cuenta corriente llegó a alcanzar el 4% del PIB y la inversión extranjera cayó, provocando una disminución de las reservas (de 6.675 millones de dólares a finales de 1973 a 3.595 a mediados de 1977) y un aumento del endeudamiento externo (pasó de 3.569 millones de dólares a 11.774 entre iguales fechas). Como consecuencia de la posición exterior, la cotización de la peseta se fue debilitando, aunque no con la intensidad necesaria para una corrección del desequilibrio, debido a la intervención de las autoridades en su sostenimiento y a que resultaba imposible la estabilización exterior sin modificar en sentido restrictivo la política monetaria. Así, en febrero de 1976, se devaluó la peseta, pero la política expansiva en el interior, más acusada incluso a partir de julio, hizo bien pronto insuficiente la medida.

Los dos años que mediaron entre los veranos de 1977 y 1979 fueron un paréntesis dominado por el intenso impulso estabilizador del primer gobierno democrático, que pareció suficiente para devolver la economía española a la senda perdida del equilibrio. Cuatro importantes medidas adoptadas entre julio y octubre conformaron una nueva política, que modificó la tendencia desbocada de la inflación, corrigió el déficit exterior y puso las bases para una estabilización prolongada. Las dos primeras fueron una devaluación de la peseta (un 20% respecto al dólar) y un giro restrictivo de la política monetaria que elevó de inmediato los tipos de interés del mercado interbancario, los únicos realmente significativos, entonces, como indicadores a corto plazo por la falta de liberalización del sistema financiero. El tono restrictivo continuó a lo largo de 1978 y además el Banco de España introdujo una interesante novedad en la instrumentación de la política monetaria, que fue fijar una banda objetivo de expansión de las Disponibilidades líquidas, al comienzo de cada año. El anuncio tenía el propósito de contribuir a configurar las expectativas de los agentes acerca de la inflación futura y el escenario financiero en que se iban a desenvolver, facilitando su proceso de adaptación a una estrategia desinflacionista. El papel de la política monetaria como clave de bóveda de la política coyuntural se hizo entonces más visible.

Las otras dos acciones decisivas del Gobierno fueron la reforma tributaria y la búsqueda de un acuerdo social, conseguido mediante la firma de los Pactos de la Moncloa. La reforma fiscal tenía por objeto corregir los tres defectos más graves del sistema tributario del franquismo: la falta de equidad, la insuficiencia y la inflexibilidad. Los dos primeros eran, además, un obstáculo para alcanzar un acuerdo social porque bloqueaban el desarrollo del Estado de Bienestar. La inflexibilidad por su parte, impedía que la política fiscal fuese utilizada como política coyuntural, porque ingresos y gastos eran insensibles al ciclo; el corregirla, en consecuencia, había de contribuir a facilitar el papel de la política monetaria, pues ésta ya no sería el único instrumento disponible. Los Pactos de la Moncloa se firmaron en octubre y definieron un crecimiento de los salarios por debajo de la inflación para cambiar su signo y las expectativas de los agentes, en apoyo de la política monetaria restrictiva. Contenían, también, un programa de reformas estructurales, que se fue administrando de forma lenta e incompleta en los

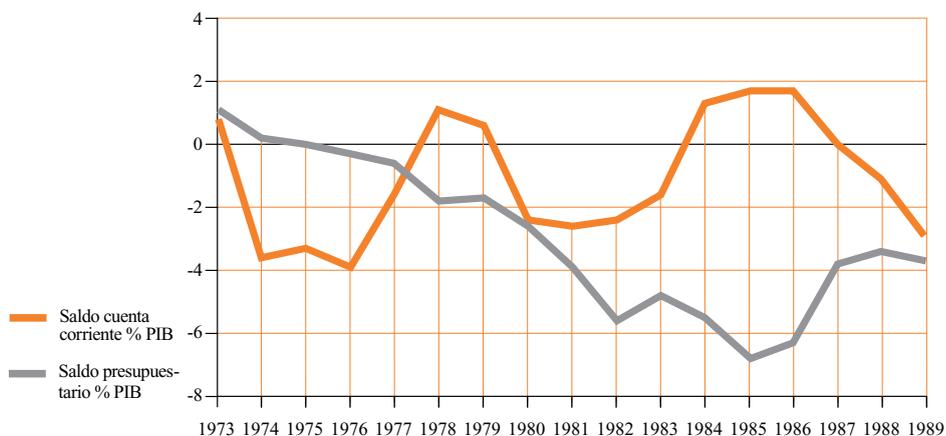
años inmediatos, aunque entre lo realizado cabe destacar el impulso a la liberalización del sistema financiero y la modernización del sector público.

El citado conjunto de medidas de 1977 produjo efectos inmediatos en los dos aspectos más delicados de la economía española, pues logró invertir la tendencia al crecimiento de la inflación y cambió el signo del desequilibrio exterior (gráfico 8.2). Fue una estabilización contundente pero no drástica, por la valoración de la paz social como requisito para el consenso constitucional y tuvo fortuna exterior, porque encontró un clima de suave expansión en la economía internacional, con lo cual los resultados fueron más rápidos e intensos en el equilibrio externo que en los precios. En el segundo semestre de 1977, se consiguió el superávit de la balanza por cuenta corriente y una mejora en la relación entre reservas y deuda, que se venía deteriorando desde 1974 (gráfico 8.3).

El proceso de saneamiento se vio interrumpido a mediados de 1979, cuando comenzó la segunda crisis del petróleo. Ésta fue más pausada en su desarrollo que la primera, pues el precio del crudo subió progresivamente hasta 1982, pero los países importadores decidieron afrontarla como un problema estructural, en vez de considerarla un accidente coyuntural como en

Gráfico 8.2

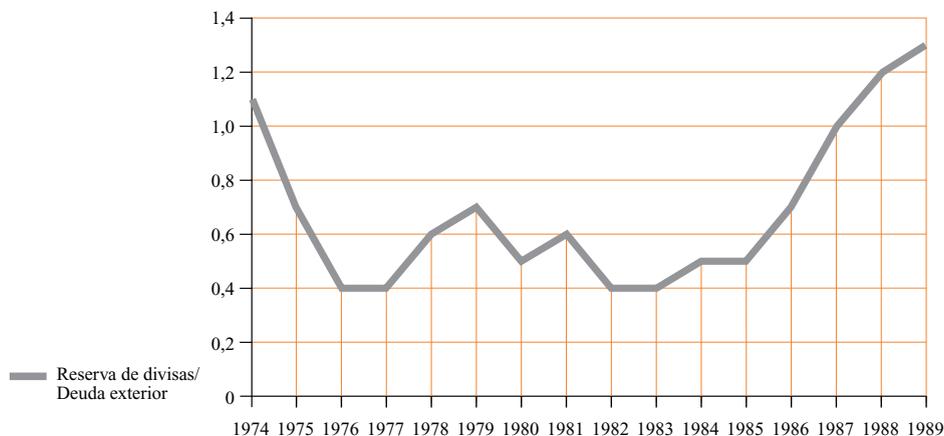
BALANZA DE PAGOS Y SALDO PRESUPUESTARIO, 1974-1989



Fuente: Banco de España.

Gráfico 8.3

LA POSICIÓN EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 1974-1989



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1974, y la recesión se extendió. Para la economía española, que apenas había comenzado mínimos ajustes energéticos e industriales y no había recuperado la senda del crecimiento y la estabilidad, la nueva crisis fue demoledora. El sector exterior, muy sensible una vez más, entró en déficit, con pérdida de divisas y aumento del endeudamiento, mientras la peseta se debilitaba. El desempleo sobrepasó la barrera del 10% en 1980, mientras el PIB no había experimentado variación en 1979 y alcanzó tasas negativas en 1981. El nuevo estatuto de la política fiscal añadió otro desequilibrio enseguida preocupante, el déficit presupuestario, que si, por una parte, ayudaba a suavizar la percepción de la crisis, por otra, creó tensiones financieras y complicó la gestión de la política monetaria (gráfico 8.2).

Esa continua interferencia de los problemas financieros del sector público sería el signo de la política monetaria a lo largo del decenio de los ochenta, tanto en los objetivos como en la instrumentación. La imposibilidad de practicar una política sistemática de estabilidad debió mucho a la recurrente indisciplina del presupuesto, que también afectó a la estrategia del Banco a través de las innovaciones financieras que arrastró consigo. Probablemente, en la elección, al final de la década, de un objetivo monetario

definido como compromiso exterior –el mantenimiento de la paridad de la peseta en el Sistema Monetario Europeo– hubo, por parte del Banco de España, un cierta declaración de su impotencia para disciplinar al sector público y, en consecuencia, practicar una política de estabilidad.

De 1980 a finales de 1982, crisis económica y precariedad política se enlazaron de nuevo y la política monetaria se limitó a no agravar unas tensiones evidentes en todos los sentidos. Se definió y alcanzó una senda de expansión de las disponibilidades líquidas en torno al 16% cada año, aunque con tendencia suavemente descendente, destinada sobre todo a financiar aumentos de precios sin violentar expectativas, pues la economía estaba estancada. Los mayores problemas aparecieron en la instrumentación como resultado del déficit presupuestario. La perturbación que en el control monetario ejercía el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España sin intereses ni plazos de devolución, crecía con el volumen del déficit, y obligó a buscar instrumentos de financiación más ortodoxos, aunque esto tropezaba con el escaso desarrollo y transparencia de unos mercados financieros en los que apenas empezaba la desregulación. Así, la financiación del déficit acabó por convertirse en un asunto entre Hacienda, el Banco de España, y el sistema bancario, que negociaban o imponían condiciones, mientras la política monetaria se complicaba con una suerte de ingeniería adaptativa. Se utilizaron hasta el límite los bonos del Tesoro, se crearon después certificados de depósito del Banco de España y más tarde certificados de regulación monetaria y pagarés del Tesoro. No hubo, sin embargo, grandes tensiones financieras por la política monetaria laxa y la baja demanda de crédito privado, consecuencia de la crisis, de forma que las entidades bancarias encontraron una buena ocupación para sus recursos en la financiación del déficit.

En la vertiente exterior, la peseta no sólo se vio afectada por una debilidad lógica, reflejo de la situación española, sino por la fortaleza que mostró el dólar en la primera mitad de los ochenta, consecuencia de la subida de los tipos de interés norteamericanos producida por una combinación de política monetaria restrictiva y fiscal expansiva. Todas las monedas se vieron alcanzadas por aquel empuje irresistible, pero en mayor medida las más débiles, como la peseta o el franco francés, y en menor medida las fuer-

tes, como el marco o la libra esterlina, que siguieron más de cerca la estela del dólar.

A finales de 1982 una etapa de mayor estabilidad política impulsó un nuevo ajuste, que se puede considerar definitivo en relación con los desequilibrios macroeconómicos abiertos desde 1974. En combinación con una fase expansiva de las economías industriales, que comenzó en 1983 y la reducción de los precios del petróleo perceptible desde 1984, permitió iniciar desde bases sólidas un ciclo alcista a partir de 1985. Como a veces las buenas noticias vienen en bandadas, en ese año se firmó la incorporación a las Comunidades europeas, que aseguró definitivamente la estabilidad política y contribuyó a impulsar la economía en la segunda mitad de los ochenta. La crisis del petróleo y la transición política habían concluido y la peseta entró también en una etapa nueva, porque dejó de ser moneda de cambio para ambas.

El ajuste de 1982 a 1985 había comenzado con una devaluación de la peseta en diciembre de aquel año y continuó con una política monetaria más restrictiva, sostenida hasta que la tasa de inflación quedó por debajo del 10% en 1985. La devaluación cambió de inmediato el signo del desequilibrio exterior, y las reservas de divisas volvieron a crecer, mejorando la posición exterior de la economía española. En política monetaria se intentaron corregir los defectos, cada vez más visibles, del período anterior, aunque era creciente la presión de un déficit público agudizado por la recesión propia del ajuste. A lo largo de 1983, se combinó la negociación con las entidades financieras para rebajar los tipos de interés que percibían del Banco o el Tesoro y evitar una cancelación masiva, con un intento de ensanchar la base del mercado de deuda pública por medio de la opacidad fiscal. Por otro lado, al compás de la liberalización financiera y de las necesidades del sector público habían ido apareciendo nuevos activos cada vez más líquidos para los agentes privados, que crearon dudas crecientes en la autoridad monetaria acerca de la idoneidad de las disponibilidades líquidas como concepto adecuado de dinero.

Como resultado de todo ello, se produjo en enero de 1984 una modificación significativa de la estrategia de control monetario en España. El agregado de referencia del dinero, las disponibilidades líquidas, dejó paso a

otro más amplio, los activos líquidos en manos del público, que incorporaba nuevos activos financieros de gran liquidez, como los pagarés del Tesoro, los de empresa o las letras endosadas. Además el coeficiente de caja se elevó ampliándose la base de pasivos computables en el mismo. Finalmente, se consagró la opacidad fiscal de los pagarés del Tesoro, anulándose la de otros activos cuasimonetarios que hasta entonces la disfrutaban. Como resultado, una parte sustancial del dinero invertido en los nuevos activos financieros creados en la primera mitad de los ochenta se encaminó en la segunda hacía los pagarés del Tesoro. El mercado de deuda pública ya estaba creado, aunque, ciertamente, por un medio bien poco ortodoxo: garantizar el desconocimiento de los titulares por la propia Hacienda.

8.3. En busca de un ancla

En junio de 1985, España firmó el Tratado de adhesión a las Comunidades europeas y transformó el escenario de la peseta, poniendo en su horizonte la posibilidad de volver a los cambios fijos en el seno del Sistema Monetario Europeo, que se había creado en 1979. Antes incluso de la eventual integración monetaria, la propia adhesión a las Comunidades, en tanto apuesta por la apertura comercial y financiera, hacía cobrar valor a la estabilidad del cambio como elemento informativo para los agentes económicos. Significaba, además, una creciente conexión de los mercados financieros españoles con el exterior, que complicaba las posibilidades de control monetario, máxime porque las propias Comunidades se embarcaron de inmediato en un proceso de supresión de las restricciones a los movimientos de capitales, con el cual España se comprometió. En definitiva, la integración fue una reducción de aquella autonomía de la política monetaria conseguida en 1974 y el anuncio de que, antes o después, con la entrada en el Sistema Monetario Europeo, se acabaría por completo, como sucedió de hecho en 1989.

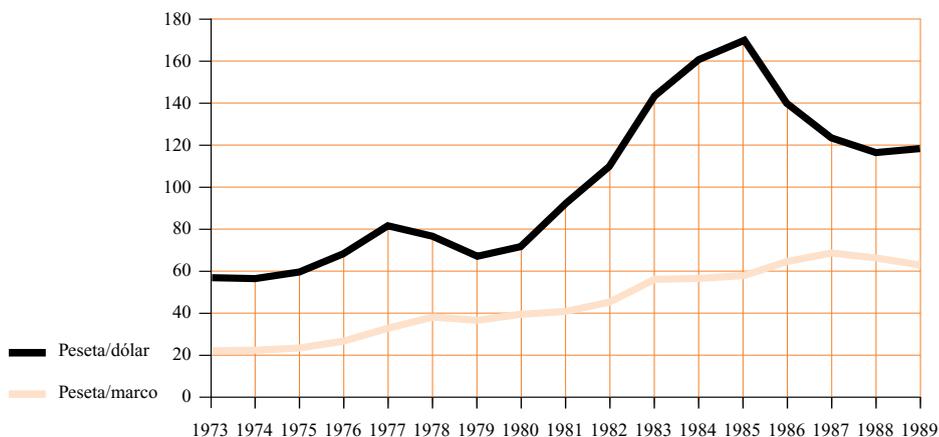
Los cuatro años que van de junio de 1985 al mismo mes de 1989 fueron complejos para la política monetaria española, que a menudo navegó entre dos objetivos intermedios, el control de la cantidad de dinero y la estabilidad del cambio, con resultados, lógicamente, poco satisfactorios. Al final

se buscó el ancla del Sistema Monetario Europeo, que resultó una disciplina menos firme de lo anunciado, pues fue compatible con desequilibrios que en 1992 quedaron al descubierto.

Las tribulaciones de la autoridad monetaria no sólo venían de atender simultáneamente a dos frentes, sino de problemas específicos en cada uno de ellos. El comportamiento del agregado monetario definido en 1984, los activos líquidos en manos del público, era menos estable de lo previsto por la incidencia que tenían en la demanda de activos las innovaciones financieras y las cambiantes regulaciones fiscales. A partir de finales de los setenta se había originado en los países industriales, con el soporte físico de las nuevas tecnologías de información y comunicación, un proceso de aceleradas innovaciones de productos financieros, facilitadas además por políticas de desregulación como la practicada en España. Esto determinaba cambios frecuentes en las decisiones de los inversores y los intermediarios, que hacían difícil aprehender un concepto estable de dinero. Más aún cuando la autoridad fiscal, para resolver sus problemas de financiación, modificaba a menudo la regulación de los diversos activos, como era el caso aquí.

En cuanto al tipo de cambio, tomó en un primer momento la referencia de un índice del tipo de cambio nominal frente a los países desarrollados, desde 1986 otro frente a las monedas comunitarias (excepto el escudo y el dracma) y, finalmente, en 1988 se centró la atención en la relación bilateral peseta-marco, por considerar a la moneda alemana eje del Sistema (gráfico 8.4). La variable instrumental para influir en el cambio era el tipo de interés a corto plazo, como determinante de movimientos de capitales. En España los tipos de interés habían sido muy poco informativos hasta la liberalización del sistema financiero, pero a mediados de los ochenta se podía considerar que la estructura de tipos ya estaba conectada como un continuo y era razonablemente representativa de las combinaciones de rentabilidad, riesgo y plazo en los diversos mercados financieros. De modo que el Banco de España comenzó a atender e influir en la evolución de los tipos de interés, aun cuando esto representara admitir desviaciones en la senda marcada para los activos de caja del sistema bancario, la variable instrumental teórica, como ocurrió entre 1986 y 1989.

TIPO DE CAMBIO NOMINAL, 1974-1989



Fuente: Banco de España.

La evolución de los tipos de interés se vio, sin embargo, muy condicionada por el ciclo, la política fiscal y los movimientos de capitales. En 1986 la economía española entró en una etapa de crecimiento que al año siguiente se hizo impetuoso, impulsado por la drástica reducción de precios del petróleo, la estabilidad conseguida, las expectativas de la integración europea y el entorno exterior favorable. Las necesidades de financiación para atender inversiones y gastos varios pronto fueron elevadas y el optimismo reinante, así como la saneada situación inicial de las empresas, hicieron escasamente relevantes los tipos nominales de interés, que comenzaron a crecer sin desalentar la demanda de crédito. La política fiscal abandonó toda precaución y se transformó en procíclica, manteniendo el déficit, incluso con crecimientos del PIB cercanos al 6%; es decir, el Estado se sumó alegremente a la demanda de fondos prestables, presionando más sobre los tipos de interés. La entrada en las Comunidades europeas había animado la inversión extranjera hacia España, pero el creciente diferencial de intereses movió también capitales puramente especulativos, que atendieron a corto plazo el suministro de fondos, aumentaron las reservas de divisas y presionaron la peseta hacia la apreciación.

La política monetaria se vio pronto impotente ante tales fuerzas y en 1987 se recurrió a un viejo expediente sacado de otro tiempo, los controles directos a las entradas de capital a corto. Aun así, el crecimiento del agregado monetario casi dobló las previsiones y la peseta se apreció frente al marco alemán. Era, a la vez, una prueba de la pérdida de control de los procesos de ajuste monetario suave y de las dificultades de dividir fuerzas en dos objetivos, así como un anuncio de la imposibilidad de tener éxito cuando la prevista liberalización completa de los movimientos de capitales fuera un hecho. Además, el Banco de España mantuvo a lo largo del año dudas respecto a la conveniencia de financiar una expansión del agregado monetario que no se sabía bien si atendía razones reales o puramente nominales. Al final, el crecimiento resultó mucho mayor del previsto y la inflación menor, como efecto de las nuevas condiciones exteriores y la moderación salarial, una inercia de los tiempos de crisis inmediatos. Pero las dudas reflejaban la dificultad de las autoridades monetarias de interpretar con precisión un cambio súbito de tendencia, en un contexto de incessantes innovaciones financieras y creciente apertura exterior.

Con la expansión confirmada, la situación de 1988 fue más cómoda, pero de nuevo surgieron las dudas en los primeros meses de 1989, cuando el crecimiento perdía fuerza y, en cambio, la inflación repuntaba. Con tipos de interés elevados, las entradas de divisas creaban tensiones apreciadoras a la peseta y hacían difícil el control del agregado monetario, cuyo crecimiento efectivo volvió a situarse por encima de las previsiones. En esas circunstancias las autoridades consideraron más razonable y viable elegir un objetivo único como compromiso para la política monetaria, la estabilidad del tipo de cambio de la peseta y decidieron, coincidiendo con la cumbre europea de Madrid, la integración de la moneda española en el Sistema Monetario Europeo. Era el 19 de junio de 1989 y la peseta tenía de nuevo un ancla exterior, tras quince años de travesía en solitario.

La integración debía facilitar el control monetario, no sólo por eliminar la dualidad de objetivos sino por aportar la colaboración de los otros bancos centrales en la estabilización de la peseta y otorgar credibilidad a la política monetaria y cambiaria española, pues el sistema parecía haber entrado en una fase de mayor estabilidad e incluso optimismo con el anuncio de la mar-

cha hacia la unificación monetaria. Sin embargo, el tipo de cambio al que se integró la peseta sólo era sostenible con un acusado diferencial de intereses y, aunque esto tenía virtudes antiinflacionistas, tuvo también consecuencias negativas en los años inmediatos. Creó una falsa apariencia de fortaleza financiera que continuó atrayendo capitales a corto, dificultando el control monetario y estimulando la inflación. Perjudicó además, abiertamente, al sector exterior, con un déficit por cuenta corriente elevado y no retrajo el gasto en un clima de euforia colectiva encabezado por el propio sector público. Por último, no pudo superar la prueba de un descenso en la tasa de crecimiento del PIB y una crisis de confianza, como la acontecida en el verano de 1992, cuando la peseta entró en una etapa de devaluaciones sucesivas.

Orientación bibliográfica

Las referencias bibliográficas sobre los años en que la peseta se mantuvo en régimen de flotación son muy abundantes. El marco general de la economía española y también los avatares de la peseta pueden verse en J. L. GARCÍA DELGADO (dir.): *España, economía: Ante el siglo XXI*, Espasa, Madrid, 1999. También en J. M. SERRANO SANZ y A. COSTAS (sel. e intr.): *Diez ensayos sobre economía española*, Pirámide, Madrid, 1995.

La política monetaria de cada año puede seguirse a través de los *Informes anuales* del Banco de España, obviamente desde una óptica muy comprensiva con el proceder de la autoridad monetaria. Algunos trabajos son, además, imprescindibles, como L. A. ROJO y J. PÉREZ: *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, Banco de España, Madrid, 1977, para los primeros años, o Servicio de Estudios del Banco de España: *La política monetaria y la inflación en España*, Alianza Editorial, Madrid, 1997, para los últimos. F. J. ARIZTEGUI: «La política monetaria: un período crucial» en J. L. GARCÍA DELGADO (dir.): *Economía española de la transición y la democracia*, CIS, Madrid, 1990, examina también los años de la flotación.

La revista *Papeles de Economía Española* ha publicado numerosos trabajos sobre la política monetaria y el sistema financiero español, incluyendo valiosos trabajos de L. A. Rojo, que son referencias obligadas para quien desee profundizar en la historia de la peseta durante los años aquí considerados.

IX. La peseta en la cultura de la estabilidad, 1989-1999

María Dolores Gadea Rivas

Profesora Titular de Economía Aplicada. Universidad de Zaragoza

(Zaragoza, 1959). Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales y profesora titular de Economía Aplicada en la Universidad de Zaragoza. Ha publicado varios trabajos sobre cuestiones monetarias y cambiarias. Entre ellos destacan «Tipo de cambio y protección. La peseta al margen del Patrón Oro, 1883-1931» en «Revista de Historia Industrial», 1998 y «Peseta e inflación (1874-1997)» en «Papeles de Economía Española» (en prensa).

Después de tres lustros de flotación, la peseta asumió por segunda vez en su historia un compromiso cambiario exterior y se integró, el 19 de junio de 1989 en el Sistema Monetario Europeo, el mecanismo de cambios creado una década antes para restaurar la estabilidad entre las divisas comunitarias. Era un nuevo paso hacia Europa cuando ya estaba en el horizonte un proyecto de integración monetaria mucho más amplio, la moneda única, del que España finalmente formó parte en la primavera de 1998 como miembro fundador.

Con la integración de la peseta en el mecanismo de cambios europeo se abrió una nueva etapa para la política monetaria, en la cual el tipo de cambio nominal se convirtió en el objetivo prioritario, al tiempo que se intentaba utilizar el ancla exterior para ganar credibilidad en el control de la inflación. La falta de apoyos por parte de las demás políticas hizo recaer en la monetaria todo el peso del ajuste macroeconómico, e impidió, a la postre, alcanzar la estabilidad nominal, tal y como pondría de manifiesto la tormenta monetaria de 1992.

Superada la crisis, después de tres devaluaciones de la peseta, los años siguientes estuvieron dominados por el intento de restaurar los fundamentos internos del valor de la peseta y buscar un nuevo marco para la política monetaria. La Ley de Autonomía del Banco de España, aprobada en junio de 1994, marcó el inicio de esa política, que modificó el esquema de control de la inflación y buscó mejorar la reputación de la autoridad monetaria al preservarla de presiones políticas. Tras unos momentos iniciales de incertidumbre y otra devaluación, el Banco alcanzó progresivamente sus objetivos desde finales de 1995, apoyado por la moderación salarial y desde 1996 por la política fiscal. Se inició entonces una bajada de tipos de intervención prolongada hasta diciembre de 1998, cuando se alcanzaron los niveles más bajos de la zona euro. Una vez lograda la convergencia nominal, la peseta vivió un período de calma mientras se deslizaba hasta la que sería su definitiva paridad con el euro. Finalmente, en enero de 1999 y tras cuatro años de haber ejercido con éxito la autonomía, el Banco de España traspasó el testigo del objetivo de estabilidad de precios a la nueva autoridad monetaria europea.

9.1. Inconsistencia de objetivos

La decisión de incorporar la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo estaba implícita desde la integración en la entonces Comunidad Europea, y sólo restaba elegir la fecha y paridad de entrada. La celebración en Madrid en junio de 1989 del Consejo Europeo, donde se aprobó el Plan Delors que impulsó el inicio de la primera fase hacia la Unión Monetaria, ofreció una brillante oportunidad política tras la cual existían razones de calado económico. Cuando se formalizó el compromiso exterior de la peseta, la política monetaria atravesaba una delicada situación ante las dificultades para contener una inflación que había comenzado a repuntar en 1988 y atender simultáneamente el objetivo cambiario.

La autoridad monetaria comenzaba a verse desbordada, tanto por razones de tipo técnico, menor eficacia en la estrategia utilizada hasta entonces, como por la fuerza de la demanda interna, acentuada por el impulso presupuestario desde 1989. Los procesos de innovación financiera y la liberalización de los movimientos de capital estaban minando los cimientos del esquema de control monetario, a la vez que era complejo armonizar éste con

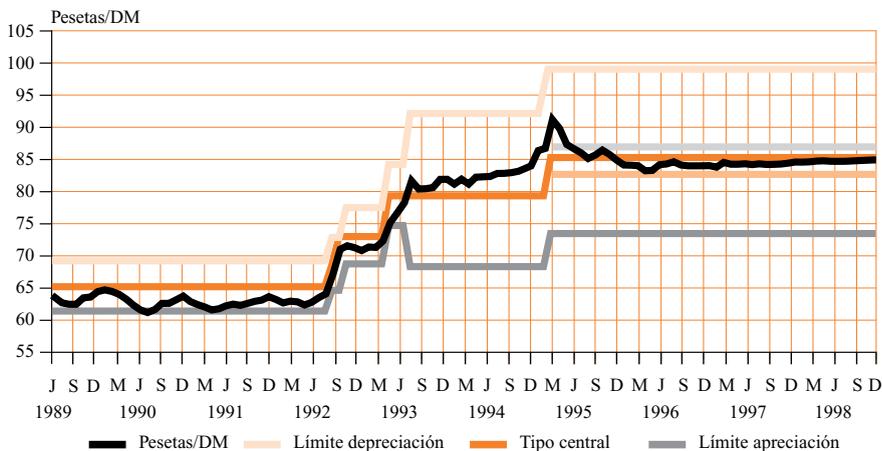
un objetivo de tipo de cambio. La estabilidad monetaria demandaba, en fin, un cambio en los objetivos e instrumentos para el control de la liquidez, así como un mayor compromiso en el conjunto de la política económica.

La incompatibilidad entre objetivos internos y externos se había tratado de sortear estableciendo controles sobre los movimientos de capital; medida poco efectiva debido a la fuerte presión de las entradas de capital y a que los procesos de innovación financiera facilitaban eludir los controles. Como resultado, las tensiones se recrudecieron en la primavera de 1989 y la autoridad monetaria percibió que la situación tenía todos los inconvenientes de intentar mantener un tipo de cambio estable y ninguna de sus ventajas, en términos de ganancia de disciplina para los agentes económicos. Además, la pertenencia de la peseta al mecanismo de cambios permitiría, al limitar sus fluctuaciones, restringir los movimientos especulativos y suavizar el problema de armonizar el objetivo interno de control de la liquidez y el externo de mantener estable el cambio. De este modo, se justificó la decisión de incorporar la peseta con un cambio central de 65 pesetas por marco y unos límites de fluctuación fijados de forma transitoria en el $\pm 6\%$. La decisión estuvo acompañada de un conjunto de medidas contractivas, como una elevación de los tipos de interés y el coeficiente de caja, que pretendían dar una imagen de firmeza en la lucha contra la inflación.

La fijación del tipo de cambio perseguía también inscribir la peseta en un área cuyo funcionamiento estaba consolidado y gozaba de reputación en la lucha por la estabilidad. Si bien en la etapa anterior las autoridades españolas habían mostrado cierta preferencia por un cambio estable interviniendo en ocasiones para acomodar la paridad, existía también la tradición de corregir, vía devaluaciones, las pérdidas de competitividad acumuladas por elevaciones de costes y precios internos, de modo que el ajuste final se efectuaba sobre el tipo de cambio real. Este comportamiento reducía la confianza en la firmeza del objetivo antiinflacionista y cuando los agentes anticipaban la relajación monetaria la única consecuencia era una elevación de precios sin efectos sobre la actividad real. Al utilizar un ancla nominal externa de forma explícita se buscaba importar credibilidad del sistema, moderar las expectativas de agentes económicos en la fijación de precios y costes y reducir la inflación sin deprimir el crecimiento económico.

Gráfico 9.1

LA PESETA EN EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO, 1989-1998



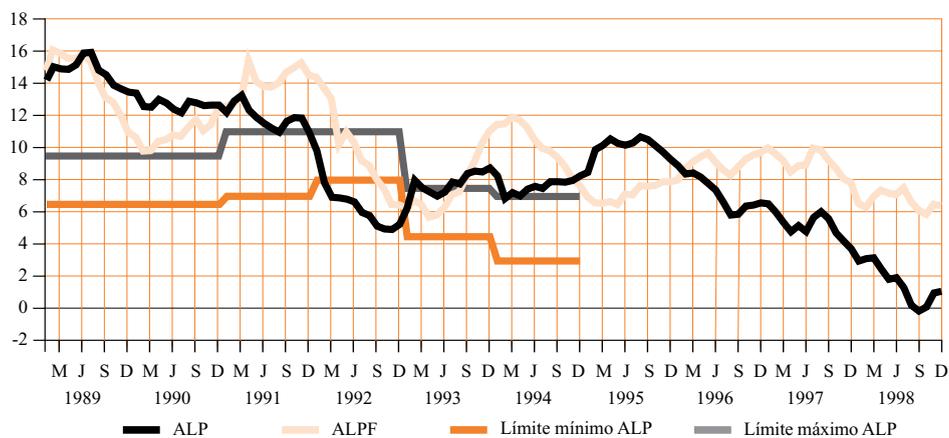
Fuente: Banco de España.

Tras su integración, la cotización de la peseta inició una fuerte tendencia apreciativa con respecto al resto de divisas comunitarias, obligando al Banco de España a intervenir e incluso establecer en 1989 límites extraordinarios en la expansión del crédito a familias y empresas, acompañados de control de cambios (gráfico 9.1). Eran medidas expresivas de la dificultad para armonizar la indisciplina interna con la estabilidad del cambio, en un mundo con crecientes movimientos de capital e innovación financiera. El aumento de reservas fue constante durante la mayor parte del período, aunque la integración frenó las presiones apreciatoras y redujo la necesidad de intervenciones, permitiendo una política monetaria levemente restrictiva.

Si bien el tipo de cambio nominal se había convertido en el objetivo intermedio, lo cierto es que la autoridad monetaria no abandonó por completo la estrategia de control interno, pues siguió fijando unas bandas de crecimiento para los activos líquidos en manos del público (ALP), de carácter orientativo, y actuando sobre ambas variables a través de los tipos de interés a corto. La inflación, entre tanto, mostraba resistencia a la baja y se alejaba de la europea con una demanda en pleno auge, una política fiscal expansiva, unas refor-

Gráfico 9.2

EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS, 1989-1998



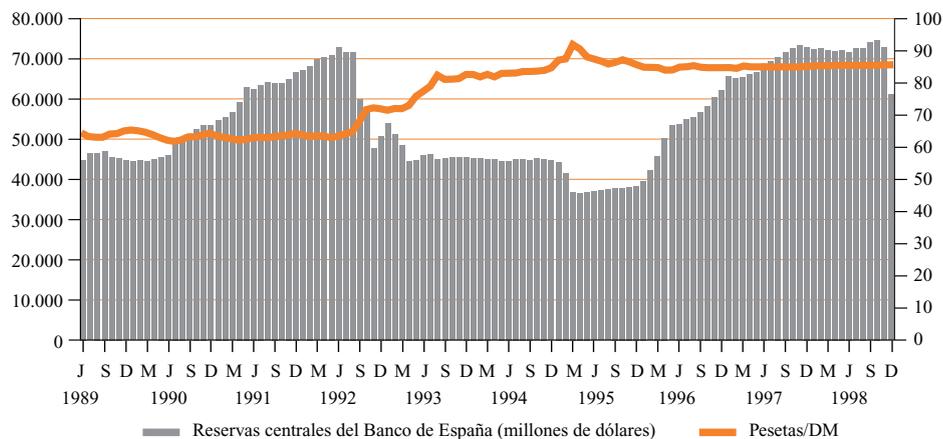
Fuente: Banco de España.

mas estructurales aplazadas y unos costes laborales crecientes. Aunque la fortaleza de la peseta en los primeros años muestra que el Banco de España utilizó al máximo el margen de maniobra que le permitían los límites de fluctuación para tensar la liquidez, la tasa de crecimiento de los activos en manos del público se situó invariablemente muy por encima de su límite máximo y los precios no cedieron (gráfico 9.2).

De esta forma la peseta se convirtió paradójicamente en una de las divisas fuertes del sistema, acumulando reservas que llegaron a alcanzar en junio de 1992 los 72.000 millones de dólares, mientras el déficit corriente se mantenía cercano al 4% del PIB (gráfico 9.3). La masiva entrada de capital extranjero atraído por el diferencial de tipos de interés y confiado en la estabilidad del cambio, impulsaba al alza la cotización de la peseta financiando sin problemas el exceso de demanda, generalizado en el sector privado y público. Mientras tanto la inflación no se detenía y alentada por el consumo privado, la nueva escalada del gasto público y las alzas salariales, se mantuvo en promedio por encima del 6%. Un fenómeno que no afectaba por igual a todos los sectores productivos debido al muy diferente entorno competitivo; mientras los precios industriales evolucionaron de forma moderada, con

Gráfico 9.3

TIPO DE CAMBIO Y RESERVAS, 1989-1998



Fuente: Banco de España.

tasas de crecimiento en torno al 4,5%, los de servicios se elevaron hasta el 9% con una tendencia claramente ascendente.

A pesar de ello, las autoridades valoraron positivamente, de forma reiterada, la apreciación del cambio por su contribución al abaratamiento del precio de los productos importados y al reequipamiento productivo. En estas condiciones, la política monetaria debía ser contractiva para luchar contra la inflación y cuidar el flujo de capital que permitía seguir financiando cómodamente el desequilibrio exterior y el déficit público. En tal escenario, los costes de un tipo de cambio tan apreciado se subvaloraron, al no considerar sus efectos sobre las exportaciones y la competitividad en pleno proceso de liberalización comercial. De acuerdo con la postura defendida por el Gobierno y el Banco de España, en una economía como la española, con un esquema muy rígido de fijación de precios y costes, las ventajas de la política cambiaria son transitorias y más nominales que reales.

En suma, aunque durante los tres primeros años el sistema funcionó con aparente éxito y la política monetaria consiguió a corto plazo mantener la paridad y el control de la liquidez interna, la situación resultó insostenible

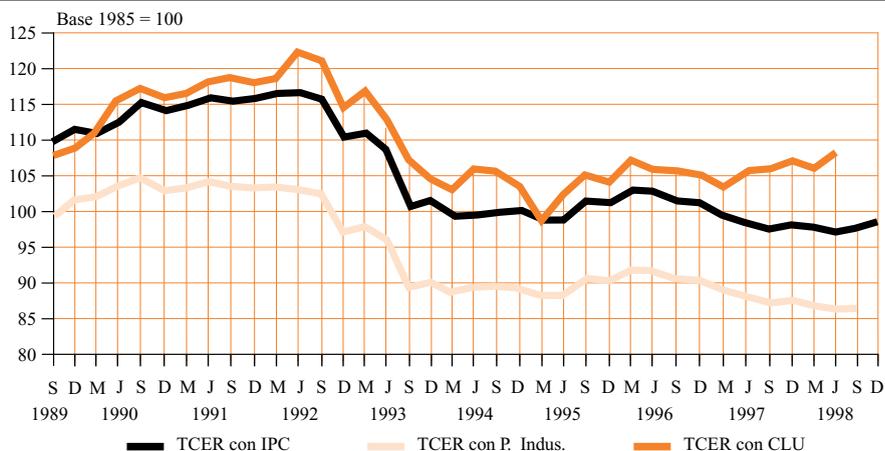
durante mucho tiempo. Si bien los límites de fluctuación contuvieron la cotización de la peseta y dieron un mayor margen para elevar los tipos de interés, su permanente posición en la banda de apreciación, la evolución del agregado monetario y el aumento de reservas ilustran la inconsistencia de objetivos internos y externos. El énfasis en el instrumento cambiario frente a otros para conseguir la estabilidad de precios fue el origen del elevado diferencial de intereses, que pulsó al alza la cotización de la peseta, pero incorporó una prima de riesgo, reflejo, en última instancia, de los débiles fundamentos de la economía española y de su moneda. Y fue el resultado de no haber aprovechado, tras la integración, las ventajas de la estabilidad monetaria y la reputación exterior para avanzar en el terreno de las reformas estructurales y enderezar de nuevo la política fiscal, elementos que cobraban un nuevo protagonismo ante la pérdida de autonomía de la política monetaria.

La elección del tipo de cambio como eje de la política de estabilización no consiguió modificar las expectativas de los agentes económicos ni dotar a la política monetaria de una mayor credibilidad debido a la falta de apoyo del resto de políticas. La conclusión es que la referencia exterior es insuficiente por sí sola para garantizar la disciplina y la convergencia en tasas de inflación. La ausencia de reformas estructurales, la presencia de sectores ajenos a la competencia, un mercado de trabajo con rigideces importantes y la propia indisciplina de la Administración pública, malograron la estrategia perseguida para lograr una senda de crecimiento estable, penalizando la inversión privada y provocando un grave deterioro de la competitividad en términos reales que presionó al sector exportador (gráfico 9.4). El otro modelo posible, donde el tipo de cambio hubiese cumplido su función tradicional de acompañar el proceso de apertura exterior, habría exigido conseguir de los agentes económicos la suficiente estabilidad para permitir depreciar la peseta en términos reales y bajar los tipos de interés. Y para ello habría sido necesario liberar a la política monetaria de la responsabilidad de encauzar en solitario los desequilibrios macroeconómicos.

Tras los primeros años de fortaleza, la tormenta monetaria desatada en 1992 dejó al descubierto la fragilidad de la apreciación de la peseta y el fracaso de la política de estabilización. La crisis no hizo sino sacar a la luz las contradicciones de una política económica que había utilizado el tipo de

Gráfico 9.4

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL CON LA UNIÓN EUROPEA, 1989-1998



Fuente: Banco de España.

cambio como una excusa para eludir el ajuste interno y financiar el exceso de demanda. Ello explica que los ataques especulativos situasen a la peseta en el centro de la tormenta, provocando tres devaluaciones en el plazo de unos meses. Una vez perdida la confianza en la capacidad del Sistema Monetario Europeo para mantener la estabilidad, el mismo capital que había convertido a la peseta en una de las monedas más fuertes del sistema percibió su debilidad y se alejó rápidamente. En el nuevo escenario tras la crisis el sistema ya no era capaz de amarrar una cotización tan alejada de sus fundamentos macroeconómicos, y el elevado diferencial de tipos de interés dejó de ser atractivo, al no estar suficientemente garantizado del riesgo de devaluación.

9.2. En segunda línea de la tormenta monetaria

Cuando en febrero de 1992 los doce países miembros firmaron el Tratado de Maastricht, que sancionaba el proceso de formación de la Unión Monetaria, existía una gran confianza en el funcionamiento estable del me-

canismo de cambios y nada parecía presagiar la crisis que se produciría meses más tarde y sembraría de pesimismo el futuro del proyecto de unificación monetaria europea. La secuencia de acontecimientos que desencadenaron la tormenta comenzó en la primavera. El referéndum danés rechazando la ratificación del Tratado de la Unión y el tibio apoyo revelado por las encuestas en Francia comenzaron a minar la confianza en un progreso uniforme hacia la Unión Monetaria. Una sucesión de ataques especulativos contra las divisas europeas se saldaría en pocos meses con el abandono del sistema de dos monedas, la lira italiana y la libra esterlina y varios reajustes, mientras las intervenciones de los bancos centrales alcanzaban volúmenes desconocidos hasta entonces y los tipos de interés experimentaban intensas fluctuaciones. La crisis se cerró en agosto de 1993 con la ampliación de las bandas hasta el 15%, abandonando en la práctica la disciplina cambiaria, y generando una gran incertidumbre sobre el futuro de la integración monetaria. En medio de la tormenta, la peseta fue una de las monedas más castigadas, sufriendo 3 devaluaciones, en septiembre y diciembre de 1992 y mayo de 1993, que llevaron el tipo de cambio central desde 65 hasta 79 pesetas por marco, lo que representaba una depreciación nominal de más del 20%.

Las razones de fondo de la crisis se encuentran en el funcionamiento asimétrico del mecanismo cambiario, donde Alemania actuaba como líder fijando los objetivos de liquidez importados por el resto de países, junto con una mayor disciplina en el control del nivel de precios interno. Este modo de actuar, durante un tiempo clave de su éxito y reputación antinflacionista, fue también el origen de su fracaso. Cuando todos los países miembros tuvieron los mismos objetivos de política económica y mantenían posiciones cíclicas similares, el sistema redujo la volatilidad de sus monedas e impulsó un cierto avance en la convergencia nominal, aunque persistían situaciones reales muy dispares y se habían acumulado importantes pérdidas de competitividad tras varios años sin llevar a cabo realineamientos. Pero cuando el escenario europeo cambió debido al proceso de reunificación alemán, cuyos elevados costes provocaron un brusco deterioro de su hasta entonces saneado cuadro macroeconómico, las limitaciones del funcionamiento del sistema salieron a la luz. Mientras la situación del país germano requería un giro restrictivo que le permitiera absorber los efectos inflacionistas, el resto de Europa se aden-

traba en la recesión y demandaba un tono más relajado a su política monetaria. Con ese mar de fondo, las dificultades que en algunos países encontró el Tratado de la Unión para su ratificación, fueron el origen inmediato de la crisis.

Ante la asimetría del ciclo económico y la disparidad de objetivos, el sistema fue incapaz de encontrar una solución coordinada para armonizar las políticas monetarias nacionales. Los mercados percibieron esa situación y no hicieron sino anticipar la insostenibilidad de una política económica centrada en la estabilidad del tipo de cambio, que obligaba a mantener altos tipos de interés incompatibles con el cada vez más débil pulso de la actividad económica. Perdida la confianza en el funcionamiento estable del sistema los movimientos de capital dirigieron sus ataques especulativos sobre aquellas divisas como la peseta con peores fundamentos económicos, elevados déficit públicos, divergencia en precios y costes, rigideces salariales e importantes pérdidas de competitividad. Divisas, cuya cotización se sustentaba sobre unos elevados tipos de interés reflejo de los fallos de su política de estabilización interna.

Al iniciarse la crisis, la peseta estaba en una comprometida situación rozando el límite de apreciación frente a la libra al tiempo que comenzaba a depreciarse en relación al resto de monedas de la banda estrecha; situación que se intensificó desde junio de 1992, y a medida que avanzaba el verano la peseta se acercó a su paridad central frente al marco alemán. A pesar de que el Banco de España elevó los tipos de interés y realizó intervenciones vendedoras de divisas los ataques contra la peseta continuaron, alentados por los graves desequilibrios de la economía española, déficit público, déficit exterior e inflación, éstos dos últimos persistentes en una coyuntura en clara desaceleración. A comienzos de septiembre los movimientos especulativos contra la lira, la libra y la peseta se recrudecieron, y el 17 de septiembre, tras la salida de las primeras del sistema, la peseta se devaluó un 5%.

Pero este realineamiento fue juzgado como insuficiente por los mercados y tras el referéndum francés las dificultades continuaron, obligando al Banco de España a intervenir cuantiosamente en defensa de la peseta –las reservas disminuyeron entre junio y noviembre en casi 25.000 millones de dólares–, y a introducir medidas penalizadoras sobre las operaciones especu-

lativas de no residentes, con carácter transitorio. Aunque estas medidas mostraron su eficacia a corto plazo, al permitir reducir el volumen de intervenciones vendedoras, no evitaron una nueva devaluación en noviembre —esta vez del 6%—, tras la cual la autoridad monetaria realizó una nueva elevación de los tipos de intervención, y eliminó simultáneamente las medidas restrictivas. En el primer semestre de 1993, tras un período de relativa calma, la peseta registró en mayo una nueva devaluación del 8%, en un clima de incertidumbre política y un entorno de clara recesión. Aunque este nuevo reajuste permitió en un principio una rebaja de los tipos de interés, las tensiones cambiarias reaparecieron y se generalizaron, forzando una difícil decisión que logró frenar definitivamente los ataques especulativos.

Lo cierto es que a pesar de las turbulencias atravesadas y a diferencia de otras divisas, la peseta se mantuvo en el mecanismo de cambios hasta que el sistema logró hallar una solución operativa a la crisis. Ello responde en gran medida a la firme decisión de las autoridades españolas y al empeño del Banco de España, que utilizó todos los medios a su alcance para frenar la depreciación. La alternativa, abandonar el sistema y dejar que el mercado ajustase libremente la paridad, hubiese evitado la sangría de divisas y, aún más importante, hubiese permitido adoptar una política monetaria acorde con la situación interna de la economía y suavizar la recesión. No obstante, una vez superada la crisis y asumidos los costes de una decisión de claro trasfondo político, el mantenimiento del compromiso cambiario contribuyó a medio plazo a alcanzar los objetivos de estabilidad.

9.3. En busca de los fundamentos

La ampliación de las bandas de fluctuación en agosto de 1993, con la que se da por finalizada la crisis del Sistema Monetario Europeo, devolverá a la política monetaria el margen de maniobra necesario para modular la liquidez de acuerdo con las condiciones internas. En este nuevo escenario cambiario más tranquilo y flexible, el Banco de España inició una gradual rebaja de los tipos de interés —hasta 4,75 puntos descendieron en 1993—, que fueron adaptándose a la situación recesiva mejorando las expectativas del sector privado. Hasta entonces se había mostrado especialmente cauto manteniendo cierto tono restrictivo con objeto de atenuar el impacto inflacionista

de las devaluaciones, aunque de hecho la política monetaria estuvo fuertemente condicionada por los episodios de inestabilidad cambiaria que se sucedieron. Pero con una moneda que forzada por la crisis había retornado a su hipotético nivel de equilibrio a largo plazo y se movía cómodamente en torno a su nueva paridad, la autoridad monetaria se encontró liberada de su compromiso exterior y pudo atender con mayor libertad los objetivos internos cuando las tensiones inflacionistas comenzaron a ceder ante el desplome de la demanda y la moderación salarial.

Fueron momentos de transición en que la política económica, relajada su atadura exterior, volvió la vista a los fundamentos internos de la economía española y se planteó diseñar un nuevo marco para lograr un objetivo ambicioso a medio plazo, la inserción de la peseta en la moneda única, cuyo proyecto estaba renaciendo tras la ampliación de las bandas. Superado el pesimismo inicial, en octubre de 1993 el Consejo de Bruselas decidió seguir con los plazos, tal y como se habían fijado en el Tratado de la Unión, y al año siguiente se creó el Instituto Monetario Europeo embrión del futuro Banco Central Europeo. En 1995 se establecían en Madrid las fases definitivas de la implantación de la moneda única, cuyo nombre *euro* debía sustituir al *ecu*, aplazándose hasta 1999 el inicio de la tercera fase. La elección del conjunto de países que accederían a ella debía apoyarse en el cumplimiento de una serie de criterios establecidos en Maastricht, y referidos a la situación presupuestaria de los países miembros, su convergencia en tasas de inflación y tipos de interés, la estabilidad de su tipo de cambio y la independencia de sus bancos centrales que debían adaptar sus estatutos en este sentido. La selección de los criterios mostraba una preocupación casi obsesiva por garantizar la convergencia nominal y la estabilidad de precios, algo también patente en la opción del gradualismo en el proceso de construcción de la moneda única.

En su programación monetaria para 1994 el Banco de España, a pesar de haber perdido el anclaje nominal, mantuvo entre sus objetivos la estabilidad del cambio, aunque permitió una suave depreciación de la peseta. En cuanto a la evolución monetaria interna siguió fijando unas bandas de fluctuación para el crecimiento del agregado monetario amplio, complementadas con el seguimiento de otros indicadores monetarios. No obstante, ante la creciente inestabilidad apreciada entre activos líquidos en manos del pú-

blico y gasto nominal, la autoridad monetaria comenzó a hablar del control de la inflación de forma directa. Por lo tanto, aunque siguió manteniendo formalmente el esquema anterior, avanzó algunos de los principales rasgos de la nueva estrategia que utilizó de modo explícito a partir del siguiente año. Pero además de nuevas técnicas para el control de la liquidez, el Banco de España necesitaba nuevos mecanismos para forjarse una reputación de firmeza en la lucha contra la inflación, algo que se logrará con la Ley de Autonomía aprobada en junio de 1994.

El hecho de que fuera uno de los requisitos ineludibles para el acceso a la tercera fase de la Unión Monetaria fue sin duda un argumento de peso que impulsó la Ley de Autonomía del Banco de España, confirmando una vez más la tendencia histórica de la economía española de realizar reformas al amparo de la presión exterior. No obstante, la decisión de otorgar plenos poderes al banco central y, por lo tanto, desligar las decisiones monetarias del ciclo político, se sustentaba en la evidencia de otros países donde se había comprobado una relación positiva entre mayor grado de independencia del banco central y menor inflación. En España, la política monetaria había mostrado durante un siglo una clara tendencia, salvo momentos puntuales y críticos, a acomodarse a las demandas de liquidez, permitiendo traducir en elevaciones de precios unos costes por encima de la productividad. Este permanente sesgo inflacionista de la economía española ha supuesto sin duda un freno para mantener un ritmo de crecimiento estable, acentuado con las nuevas condiciones de competencia mundial, tal y como había puesto de relieve la experiencia reciente.

Tras la entrada en vigor de la Ley de Autonomía en el verano de 1994 que imponía como objetivo fundamental la estabilidad de precios, la autoridad monetaria decidió cambiar el esquema de política monetaria vigente, con algunas variaciones, en los últimos veinte años. Ello significaba abandonar el sistema en dos niveles, donde un agregado monetario amplio actuaba como variable intermedia, y pasar al control directo de la inflación. De acuerdo con este sistema, tras la fijación de un objetivo a medio plazo, el 3% a conseguir en 3 años, estableció un amplio conjunto de indicadores monetarios y financieros, de evolución de los componentes de precios y costes, de la demanda y de política fiscal, para realizar un seguimiento continuo

de las posibles desviaciones. El ajuste de la inflación a la senda prevista se hacía a través de una variable instrumental, los tipos de interés a corto, gestionados a través de intervenciones del Banco de España –subastas decenales en los mercados monetarios– que permitían controlar la liquidez y se transmitían al resto de plazos. La nueva orientación de la política monetaria permitía sin duda una mayor discrecionalidad en las decisiones, factible tan sólo si se acompañaba de un diseño institucional adecuado que garantizase su independencia del poder político. Sin embargo, en relación con el tipo de cambio se mantuvo una cierta ambigüedad, ya que si bien al Banco de España le correspondía la gestión de las reservas exteriores y la ejecución de la política cambiaria, el Gobierno siguió conservando el poder sobre la elección de la paridad y el régimen de cambios.

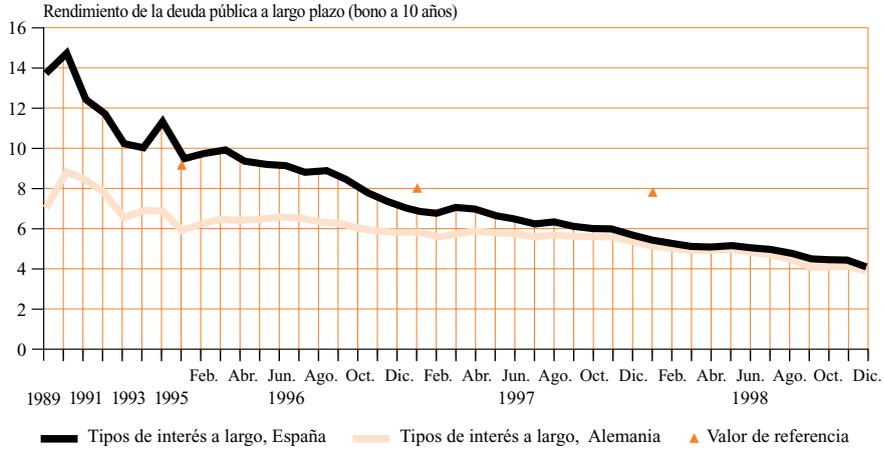
La nueva estrategia respondía al fracaso del esquema anterior y reconocía la complejidad de los mecanismos de transmisión entre impulsos monetarios y precios finales, así como de las dificultades para definir un agregado monetario estable. El acelerado proceso de innovación financiera, los continuos cambios en la legislación fiscal y la modernización y globalización de los mercados habían distorsionado las decisiones de demanda de liquidez de un modo permanente. La política monetaria reclamaba un cambio de esquema, donde el agregado monetario pasase de ser el objetivo a una referencia privilegiada, junto con otras de tipo financiero y real, y el plazo se ampliase para dar tiempo a la política monetaria a actuar sobre los precios.

Las novedades suponían también admitir que el banco central, a través de sus variables de control, tenía una responsabilidad limitada sobre la inflación y no podía seguir actuando en solitario como en el pasado. Se había subrayado en repetidas ocasiones la necesidad de que la actuación monetaria estuviera arropada por el resto de políticas, en especial por la presupuestaria y la de rentas, y el deseo de implicar al conjunto de la sociedad a través de una mayor publicidad y transparencia en los objetivos de estabilidad. Estos elementos pesaron, sin duda, en la primera decisión que adoptó el Banco de España en enero de 1995, elevar en 65 puntos básicos el precio del dinero, interpretada sin embargo por los mercados como señal de debilidad de la peseta.

El tono decididamente restrictivo de la política monetaria en la primera aplicación del nuevo esquema de control monetario, se entendió como un intento de defender la peseta que obligaba al banco emisor a tensar la liquidez más allá de lo aconsejado por la situación cíclica. Durante 1994, a pesar del buen comportamiento de los salarios y de la debilidad del consumo, no se habían apreciado logros importantes en el control de la inflación que se mantuvo en el 4,7%, casi dos puntos por encima de la Unión Europea. Por su parte, la política fiscal continuaba en tono menos expansivo pero insuficiente para transmitir confianza en los mercados y contribuir a moderar las expectativas inflacionistas. Y tras la ampliación de las bandas de fluctuación del Sistema Monetario Europeo, el tipo de cambio había perdido su anclaje nominal y había que absorber el impacto de las devaluaciones. Como consecuencia, la política monetaria se había mostrado a lo largo del año extremadamente prudente dosificando la reducción de tipos, de forma que el mayor margen de maniobra ofrecido por la ampliación de bandas no se tradujo en una relajación del control monetario. Recién estrenada la autonomía y ante el riesgo de que la continuidad de la recuperación y otros factores de tipo transitorio –aumento del IVA, del precio de los alimentos y materias primas, tensiones cambiarias–, pudiesen reavivar nuevas espirales de precios, se quisieron cortar de raíz las tensiones inflacionistas y lanzar un mensaje de firmeza a los agentes económicos que fue, sin embargo, mal interpretado por los mercados y contribuyó a acentuar los ataques especulativos contra la peseta, tal como reconoció la propia autoridad monetaria. Fue el resultado de un proceso de aprendizaje en tanto el Banco de España conquistaba credibilidad en relación con su capacidad de gestionar el control de la inflación.

Por otra parte, los tipos de interés habían configurado una peculiar situación. Mientras a corto plazo bajaban ajustándose a la posición cíclica, los de largo subían, en un contexto internacional de creciente inestabilidad financiera, caracterizado por la consolidación de la recuperación en las economías europeas, que se unieron a Estados Unidos y Reino Unido en una fase más avanzada. Mientras en la mayor parte de los países europeos los tipos a corto estaban a la baja debido a que los bancos centrales adaptaron el control monetario a la incipiente reactivación, los de largo avanzaban la maduración del ciclo, la sincronía del crecimiento internacional y sus expectativas de inflación y escasez de ahorro.

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS, 1989-1998



Fuente: Banco de España.

La situación se complicó ante los elevados déficit públicos y niveles de endeudamiento que habían alcanzado algunos países. La falta de medidas creíbles para reducirlos condujo a una ampliación de la prima de riesgo y a una marcada tendencia alcista de los tipos de interés a largo en aquellas economías con mayores desajustes presupuestarios y escasa tradición de estabilidad (gráfico 9.5). En España, aunque los presupuestos de 1994 y 1995 tenían una mayor vocación de austeridad en el gasto y rigor en la ejecución, soportaron lastres demasiados pesados heredados del período anterior, y junto con la debilidad política y un exceso de confianza en la mejora del ciclo, arruinaron toda posibilidad de realizar un esfuerzo de consolidación creíble, desplazando el grueso del ajuste a los últimos años.

El aumento de tipos a largo provocó una contracción de la actividad en el mundo industrializado, amplificada en Europa por las perturbaciones monetarias de comienzos de 1995, cuyo detonante fue la caída del peso mejicano y su efecto de arrastre sobre el dólar. La crisis financiera de Méjico, que afectó a otros mercados emergentes, produjo una revisión al alza del riesgo que alcanzó a los países desarrollados, y desplazó capitales desde un dólar demasiado implicado y las monedas europeas débiles, hacia el marco

alemán, con tensiones que se saldaron, en el caso de la peseta, con una devaluación del 7% en marzo.

Este nuevo reajuste fue diferente de los tres que lo precedieron. En los anteriores, el deterioro previo de la competitividad fue el factor determinante que impulsó la caída del valor nominal de la peseta y permitió recuperar el terreno perdido vía precios y costes diferenciales. El último fue, sin embargo, de carácter coyuntural y respondió a un incremento de la prima de riesgo que los inversores internacionales otorgaron a los activos denominados en pesetas, relacionada con la insuficiente credibilidad de su política económica. En el punto de mira de los mercados ya no se encontraba la posición competitiva de la economía española, sino el temor a que el ajuste fiscal se dilatase en el tiempo. La peseta era estrechamente vigilada por los inversores, al existir una importante cartera de deuda pública en poder de no residentes que era preciso refinanciar. Tras la devaluación, recuperada la calma en los mercados financieros, el capital acudió nuevamente, se redujo el diferencial de tipos con Alemania, y la paridad de la peseta recuperó su nivel previo, manteniendo a partir de entonces un comportamiento cada vez más estable alrededor del tipo de cambio central hasta su definitivo anclaje con el euro en 1998.

Las tres subidas de tipos de intervención en la primera mitad de 1995 –enero, marzo y junio– cortaron de raíz las tensiones inflacionistas y aumentaron la credibilidad de la política monetaria. Tal muestra de firmeza acabó por reflejarse en la inflación y, conforme avanzaba el año, las alzas de precios se amortiguaron cerrándose con una tasa del 4,7%. Entre tanto, el tipo de cambio se apreciaba y recuperaba su nivel previo a la devaluación, los tipos a largo redujeron su diferencial con el bono alemán y, a finales de año, el precio del dinero inició una nueva senda descendente, en un entorno de estancamiento de la actividad económica.

Los primeros pasos de la nueva política monetaria estuvieron comprometidos por la inestabilidad financiera internacional y la insuficiente corrección de los fundamentos macroeconómicos. La combinación de un mayor rigor presupuestario, la reforma del mercado de trabajo y ciertos avances liberalizadores, fue apropiada para lograr la estabilidad, aunque sus frutos tardaron en recogerse. La nueva orientación de la política económica

había trazado el camino hacia la moneda única pero sus resultados se vieron oscurecidos por el escaso vigor de la coyuntura y la creciente debilidad del gobierno. En consecuencia, el avance hacia la convergencia nominal durante este período fue modesto.

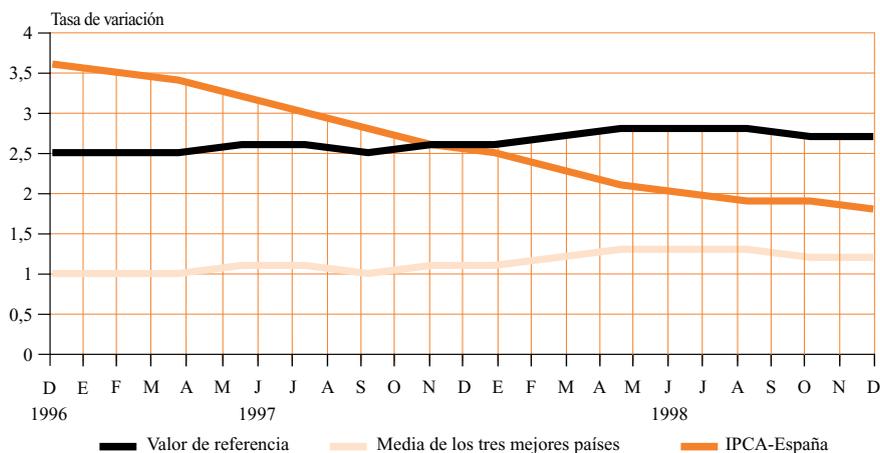
9.4. Una política para el euro

En la etapa final del proceso de convergencia, las condiciones monetarias y la estabilidad de precios otorgaron el suficiente margen a la autoridad monetaria para continuar con la trayectoria descendente del precio del dinero y arrastrar, mediante continuas intervenciones, al cambio de la peseta hacia su tipo central. Las expectativas inflacionistas mejoraron en 1996, acompañadas por el buen comportamiento de los factores más volátiles de la inflación –alimentos y materias primas–, y la superación de la subida del Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA); con un patrón de crecimiento más apropiado, la política monetaria pudo rebajar gradualmente el tipo de intervención en siete ocasiones a lo largo del ejercicio. De este modo en 1997, el año clave cuyos resultados serían examinados de acuerdo con los criterios de Maastricht, y a pesar de la creciente pujanza de la demanda interna, el Banco de España prolongó la caída del precio del dinero en seis ocasiones, traduciéndose en un continuo crecimiento de los agregados monetarios estrechos –M1 y M2– frente a los activos líquidos en manos del público. El proceso de desaceleración de la inflación siguió avanzando, y ésta alcanzó mínimos históricos –2% el Índice de Precios al Consumo (IPC) y 1,8 el índice europeo armonizado–, que permitieron cumplir holgadamente el criterio de convergencia (gráfico 9.6).

Entre los elementos que propiciaron la favorable evolución de los precios, destacan en el entorno exterior la ausencia de tensiones inflacionistas sobre las materias primas y la estabilidad del tipo de cambio. En la vertiente interna, junto con el comportamiento de los salarios y una composición saneada de la demanda, contribuyeron la creciente confianza en la actuación del Banco de España y la orientación claramente europeísta que adquirió la política económica, acentuada por el cambio de escenario político tras las elecciones de marzo de 1996. En su firme decisión por el euro, y

Gráfico 9.6

LA CONVERGENCIA EN INFLACIÓN, 1996-1998



Fuente: Comisión Europea.

junto con la reforma del mercado de trabajo y el impulso liberalizador, la política fiscal ocupó un lugar destacado. La línea de rigor adoptada desde el comienzo se mantuvo en los presupuestos para 1997, y apoyándose en la congelación de los gastos de funcionamiento y un fuerte recorte de la inversión, alcanzó el objetivo propuesto de situar el déficit público por debajo del 3% del PIB. La prima de credibilidad que generó la política española y la confianza en sus posibilidades de alcanzar la tercera fase de la Unión Monetaria se apreciaron en la notable reducción de tipos de interés a largo, que prolongó la tendencia iniciada en 1996, hacia la reducción y convergencia con los países de menor inflación.

En el proceso de convergencia de la inflación española, la autonomía del Banco de España fue sin duda una pieza clave. La mayor eficacia de la política monetaria no sólo procedió del cambio de estrategia y su acertada instrumentación, sino también de mejoras en el terreno de la comunicación y la transparencia, que lograron implicar al conjunto de la sociedad y moderar las expectativas de los agentes. Comenzó a producirse, en suma, un cambio de cultura en un país acostumbrado a convivir durante decenios con la infla-

ción. Por otra parte, la eficacia mostrada por la autoridad monetaria en el control de la liquidez, rebajando los tipos únicamente cuando las tensiones inflacionistas se moderaban en sus componentes permanentes y desoyendo en algunas ocasiones voces que reclamaban una mayor laxitud, ilustra el grado de independencia alcanzado. La contribución a la estabilidad del Banco de España no se circunscribió a la vertiente monetaria, sino que buscó un entorno favorable para la ejecución de la política de estabilidad de precios, a través de reiterados llamamientos para no descuidar la disciplina fiscal ni las reformas liberalizadoras.

Durante 1998 la autoridad monetaria siguió modulando la liquidez en un entorno expansivo y con un menor apoyo de la política fiscal. A finales de año se produjo un significativo recorte de los tipos de intervención para hacerlos converger con los niveles más bajos vigentes en los países centrales de la futura Unión Monetaria, reflejando además la incertidumbre sobre la posición final de convergencia. En conjunto el descenso fue del 9,25 de diciembre de 1995, hasta el 3%, nivel que los once países fundadores del euro fijaron de forma concertada en diciembre de 1998, y asumido por la nueva autoridad monetaria europea. Antes de traspasar definitivamente la herramienta monetaria, el Banco de España realizó una serie de tareas preparatorias, con el objeto de adaptar al sistema financiero y los instrumentos de política monetaria al nuevo marco operativo que el Banco Central Europeo, constituido en junio de 1998, fue definiendo a lo largo del año.

En relación con el cambio, la estabilidad fue la nota dominante desde el segundo semestre de 1995. Tras el último realineamiento, la peseta había fluctuado suavemente dentro de la banda estrecha, cumpliendo el criterio de comportamiento estable durante los últimos dos años, y a lo largo de 1998, al igual que ocurrió con tipos de interés y precios, el cambio avanzó suavemente en la convergencia y se fundió con su paridad central respecto al marco. Pero este comportamiento de la peseta no procedía únicamente de las fuerzas del mercado, sino, en gran medida, de las intervenciones del Banco de España –las reservas volvieron a situarse a final de 1997 por encima de los 72.000 millones de dólares–, que redujo las tensiones de apreciación y acopló la paridad a su cambio central, considerado ya el definitivo. Fue una actitud más beligerante que la adoptada tras la ampliación de las bandas,

cuando se permitió la depreciación de la peseta, gracias a la mayor flexibilidad del sistema para mantener el nivel de competitividad logrado tras la crisis. Las tensiones de apreciación habían comenzado tras el reajuste de 1995, a resultas del gradualismo en la reducción de tipos, que mantuvo un diferencial con el resto de la zona euro, y del nuevo atractivo de la peseta, a medida que mejoraban las expectativas de España de acceder a la Unión Monetaria.

Una vez alcanzada la convergencia nominal en un amplio conjunto de países, sólo restaba fijar los tipos de cambio bilaterales entre las monedas que formarían el euro. Así se hizo en mayo de 1998, optando por los tipos de cambio centrales, estables en los últimos dos años salvo algunas excepciones, para frenar posibles ataques especulativos o devaluaciones competitivas. A pesar de la inestabilidad del entorno internacional, a consecuencia del contagio de la crisis asiática a otras economías emergentes, las paridades acordadas no sufrieron variaciones relevantes a lo largo de 1998, y la convergencia en cambio y tipos se produjo con un sorprendente automatismo, un aval *a posteriori* del mecanismo diseñado para prevenir posibles riesgos. Finalmente, el 31 de diciembre, de acuerdo con las reglas de fijación del tipo de cambio, fue posible conocer el valor de salida al mercado de la nueva moneda europea.

La peseta no fue una excepción y, a pesar de las turbulencias internacionales, describió una trayectoria tranquila, quedando desde el 1 de enero de 1999 definitivamente integrada en el euro, con un cambio de 166,386 pesetas. Superado un período transitorio de dos años hasta la definitiva implantación de la moneda europea, la peseta, tras más de ciento treinta años de historia, desaparecerá físicamente junto con las otras diez monedas nacionales. Con ella concluye también la posibilidad de gestionar de forma autónoma los principales instrumentos macroeconómicos, que han pasado a ser comunes para todos los países de la zona euro. Será preciso, por tanto, asegurar que los logros de la convergencia nominal estén plenamente consolidados, ya que, de otro modo, sin el instrumento cambiario y monetario, las desviaciones en precios tendrán un elevado coste en términos de competitividad y crecimiento. Para aprovechar las ventajas de la integración monetaria y alcanzar el objetivo de convergencia real será preciso adaptar instituciones y perseverar en la joven cultura de la estabilidad, apoyando una mayor

flexibilización de los mercados, la mejora de los factores productivos y acomodando, en suma, la estructura económica a las nuevas reglas de juego.

Orientación bibliográfica

Para un seguimiento continuo de la ejecución de la política monetaria resultan imprescindibles los *Informes Anuales* del Banco de España, a los que hay que añadir desde 1995 y hasta 1999 los *Informes semestrales sobre la inflación*. En la misma línea, el libro publicado por el Servicio de Estudios del Banco de España *La política monetaria y la inflación en España*, Alianza, Madrid, 1997 constituye una obra de referencia para conocer las bases teóricas aplicadas sobre las que se ha desarrollado la política monetaria en España desde la Ley de Autonomía. Su presentación en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas dio lugar a la publicación de un libro del mismo título en la sección *Tribuna de Lecturas* donde se recogen intervenciones de varios académicos y autores del libro.

Sobre los costes y beneficios del proceso de integración monetaria una buena obra de consulta es el trabajo de CAMARERO, M. y TAMARIT, C. «La Unión Monetaria Europea» en el manual de JORDÁN GALDUF, J. M. *Economía de la Unión Europea*, Civitas, 1999, donde también se describe el recorrido del Sistema Monetario Europeo desde su creación hasta la moneda única. Entre la profusión de trabajos que ha desatado en España la llegada del euro destacan por su utilidad práctica el del Banco de España, *La Unión Monetaria Europea. Cuestiones fundamentales*, Madrid, 1997 y los de FERNÁNDEZ CASTAÑO y otros, *A favor y en contra de la moneda única*, F. Argenteria, Estudios de Política Exterior, Madrid, 1997, y MUNS y otros, *España y el euro: riesgos y oportunidades*, "la Caixa", Barcelona, 1997, donde de analizan con un claro tono de eurooptimismo los efectos que para España tendrá la integración monetaria. Por su parte, el de JIMÉNEZ (ed.), *La economía española en el camino de la convergencia europea*, Civitas, Madrid, 1997 recoge las ponencias presentadas en las Jornadas de Alicante sobre Economía Española relacionadas con diversos aspectos del proceso de convergencia europea.

X. Las políticas macroeconómicas en la España del euro

José Antonio Martínez Serrano

Catedrático de Economía Aplicada. Universidad de Valencia

(Iniesta, Cuenca, 1951). Catedrático de Economía Aplicada. Es autor de numerosos artículos sobre la economía española y valenciana y coautor de diversos libros como «Economía española, 1960-1980» (Madrid, 1982); «Lecciones de economía española» (Madrid, 1999); «España, economía: ante el siglo XXI» (Madrid, 1999). Es director adjunto de «Revista de Economía Aplicada».

Vicente J. Pallardó López

Profesor de Economía Aplicada II. Universidad de Valencia

(Quart de Poblet, Valencia, 1970). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Valencia. «Master of Science in Economics» por The London School of Economics and Political Science. Profesor del Departamento de Estructura Económica (Economía Aplicada II) de la Universidad de Valencia.

España, desde que se incorporó a las comunidades europeas en 1986, ha participado en los proyectos comunitarios dirigidos a fortalecer la integración económica, dada la convicción de que ello resultaría beneficioso a pesar de los retos que suponía a corto plazo para una economía con un bajo grado de apertura internacional y notable protección de sus actividades productivas. Por ello, el proyecto de Unión Económica y Monetaria fue compartido e impulsado por España desde sus inicios y la ratificación del Tratado de la Unión –que había aprobado el Consejo Europeo celebrado en Maas-

tricht en 1991– implicaba la aceptación de un cambio radical en el marco institucional y en las políticas macroeconómicas nacionales. La Unión Económica y Monetaria significaba la constitución de un espacio económico único en el que los países miembros debían renunciar a sus políticas monetarias y cambiarias nacionales, las cuales serían sustituidas por una política monetaria y cambiaria común.

El primer paso en la modificación del marco de la política macroeconómica española se remonta a 1989, cuando la peseta se incorporó al Mecanismo de Tipos de Cambio del Sistema Monetario Europeo, ya que al obligar al Banco de España al mantenimiento de la estabilidad cambiaria se manifestaba un compromiso antiinflacionista de la política monetaria española que, además, aspiraba a ganar parte de la reputación antiinflacionista de la que gozaban las autoridades monetarias alemanas. La elevada paridad de la peseta, los desequilibrios que experimentaba la economía española –inflación y déficit exterior– y la perturbación que supuso la reunificación alemana pusieron fin al proceso de convergencia macroeconómica desarrollado en torno al Sistema Monetario Europeo.

La transición efectiva hacia la Unión Económica y Monetaria se inició en 1994 y culminó con la entrada en vigor de la moneda única en 1999. Durante esos cinco años, la política macroeconómica española se ha coordinado con las practicadas en el resto de la Unión, mediante el desarrollo de programas económicos plurianuales diseñados con la finalidad de alcanzar la convergencia nominal con los países europeos más estables, de acuerdo con los criterios de Maastricht. En ese marco se aprobó la ley de autonomía del Banco de España, se reformó el mercado de trabajo para flexibilizar su funcionamiento y se aprobaron algunas medidas dirigidas a introducir competencia en el sector servicios para facilitar su modernización.

Desde la perspectiva de la política macroeconómica, la implantación por el Banco de España –ya como banco central independiente de la autoridad política– de una nueva estrategia de política monetaria a mediados de los noventa, que perseguía directamente un objetivo de inflación y el tono moderado de la política fiscal que se ha mantenido en la segunda mitad de los noventa, han sido esenciales en la estrategia de reducción de inflación. El éxito conseguido en la estabilidad macroeconómica ha permitido que, por

primera vez en la historia reciente, España participe desde su comienzo en un ambicioso proyecto de integración europea.

La pertenencia a la Unión Económica y Monetaria puede reportar beneficios sustanciales como consecuencia de eliminar los tipos de cambio bilaterales entre los miembros y de compartir una política monetaria orientada a la estabilidad. En concreto, desaparecen los costes de transacción al sustituir el euro a las once monedas que circulaban previamente en el mercado europeo, desaparece la incertidumbre asociada a la volatilidad de los tipos de cambio, se fomenta una mayor transparencia en la formación de los precios y, con ello, se reducen las oportunidades de segmentación y discriminación de precios por parte de las empresas y, finalmente, un país tradicionalmente inflacionista, como ha sido el caso de España, puede alcanzar y mantener un elevado grado de estabilidad que favorezca su crecimiento económico.

Conforme la economía española ha logrado avanzar hacia la convergencia nominal, algunos de estos beneficios ya se han materializado. La consecución de un elevado grado de estabilidad económica ha tenido un impacto significativo en el crecimiento económico debido, principalmente, a la fuerte reducción de los tipos de interés reales, que entre la primera mitad de los noventa y principios de 1999 han disminuido aproximadamente en 3 puntos porcentuales. Además, la estabilidad cambiaria intraeuropea de la segunda mitad de los noventa y especialmente la adopción de la moneda única, han fomentado el comercio de bienes y servicios, así como los flujos de inversión directa, lo que unido a la mayor transparencia en la formación de los precios ha favorecido una mejor asignación de los recursos productivos y estimulado la competencia empresarial, con efectos favorables sobre la eficiencia económica y el crecimiento de la producción.

10.1. Los retos del nuevo escenario

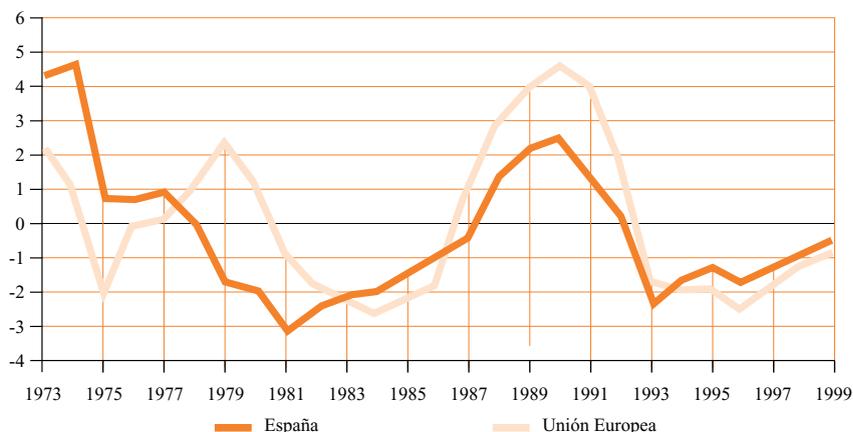
La principal preocupación en la construcción de la Unión Económica y Monetaria consiste en que Europa está todavía lejos de constituir un área monetaria óptima, de forma que la renuncia de los once países a su autonomía monetaria y cambiaria puede limitar sus respectivas capacidades de res-

puesta a problemas económicos particulares. Un área monetaria óptima consiste en un espacio geográfico que, compartiendo una moneda, es capaz de mantener un equilibrio macroeconómico interno y externo. La teoría de las áreas monetarias óptimas sostiene que, en ausencia del tipo de cambio, la corrección de un desequilibrio macroeconómico originado por un shock específico de un país, requiere una gran flexibilidad de precios y salarios para restaurar la competitividad exterior de la economía. Si dicha flexibilidad no existe, como ocurre en la economía española y en el resto de las economías de la zona euro, la movilidad del factor trabajo sería el único mecanismo del cual se dispondría para evitar situaciones de desempleo crónico. En el caso de que, como ocurre en la zona euro, no se cumplan los requisitos para ser una zona monetaria óptima, el análisis económico tradicional recomienda la integración fiscal de los países europeos para que mediante la transferencia de recursos entre ellos se palien los problemas a los que se enfrenten cuando se vean afectados por perturbaciones asimétricas. Pero el grado de integración y cohesión social en Europa no permite dar pasos tan ambiciosos en el ámbito presupuestario.

Así pues, para España, los posibles costes de pertenecer a la Unión Económica y Monetaria se derivan de la pérdida de soberanía de la política monetaria y cambiaria como medios para corregir desequilibrios macroeconómicos debidos a un comportamiento diferenciado de la demanda, los costes y los precios respecto al conjunto de la Unión. Es decir, si la economía española registrase alguna perturbación específica o bien la magnitud o reacción ante una perturbación común fuese significativamente diferente, se necesitaría una política distinta al resto de los miembros de la zona euro para restablecer la estabilidad macroeconómica. La imposibilidad de instrumentar políticas macroeconómicas diferentes al conjunto de la Unión podría llevar a una recesión con profundas consecuencias económicas y sociales. Para valorar el reto al que se van a enfrentar las políticas macroeconómicas en la España del euro hay que analizar la posibilidad de que surjan perturbaciones específicas o que aun siendo comunes tengan efectos asimétricos. Asimismo, hay que examinar el comportamiento del ciclo económico en relación al europeo y cuáles son las tendencias previsibles. Por ello, se debe analizar cómo ha evolucionado la integración de España en Europa y las características de la estructura productiva española en relación a la europea.

Respecto al grado de apertura e integración, la economía española ha experimentado un avance sustancial desde mediados de los años ochenta. El coeficiente de apertura exterior ha pasado del 21% en 1985 a casi el 30% en 1999 y, paralelamente, se ha incrementado el comercio intraeuropeo, que constituye el origen y destino de casi el 70% del comercio exterior. Se ha producido una notable creación de comercio, sustituyéndose producción nacional por importaciones procedentes de los países comunitarios. En 1985, la producción nacional satisfacía el 82% de la demanda interna, mientras que en 1995 tal porcentaje se había reducido al 70%, habiendo pasado las importaciones procedentes de la Unión Europea de representar el 6% al 21%. Además, el comercio intraindustrial de bienes manufactureros con los países de la zona euro ha avanzado a un ritmo acelerado, ya que en la segunda mitad de los noventa el índice de comercio intraindustrial era similar al de la mayoría de los países e incluso superior al de algunos de los fundadores de la Unión Europea. Las crecientes importaciones de bienes y servicios procedentes de la Unión Europea han afectado directamente al bienestar de los consumidores y han colaborado decisivamente a la modernización de la estructura productiva, que ha ido desplazándose hacia producciones tecnológicamente intermedias demandadas en las economías industriales, a la vez que se reducía la importancia de las actividades tradicionales. Además, desde la integración en Europa, España se ha convertido en uno de los principales receptores de inversión directa procedente de otros miembros de la Unión. Exceptuando el caso particular de Bélgica-Luxemburgo, España es el país en el que la inversión directa procedente de los países de la zona euro ha tenido una mayor importancia cuando la medimos en relación al PIB; por contra, la inversión española en los países de la Unión Monetaria ha sido moderada.

No obstante, conforme avanza la integración, algunos autores han planteado que se podría producir una mayor especialización productiva, con el objetivo de explotar las economías de escala y de aglomeración que unos mercados segmentados por obstáculos comerciales impedían anteriormente. Si esto se produjese, las economías nacionales se diferenciarían y aumentaría la probabilidad de que las más especializadas se viesan sometidas a perturbaciones específicas. Los países con estructuras productivas diversificadas experimentan perturbaciones menores que las economías muy espe-

OUTPUT GAP, 1973-1999

Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

cializadas, ya que los shocks específicos de un sector no se convierten en perturbaciones nacionales, mientras que en las economías especializadas en unas pocas actividades los impactos sectoriales pueden tener repercusiones en la producción y empleo nacional. Adicionalmente, cuanto mayor sea el grado de similitud sectorial de la economía española con el conjunto de la Unión Económica y Monetaria, menor será la probabilidad de que se enfrente a shocks idiosincráticos. Es decir, cuanto más diversificadas y similares sean las economías de la Unión, menores serán los costes, pues ante cualquier perturbación se desencadenarán desajustes similares y se requerirán las mismas políticas para abordarlos. La estructura de la producción española está muy diversificada y presenta una notable similitud con las principales economías europeas, de modo que el grado de especialización nacional es bajo. Asimismo, la estructura de las exportaciones industriales españolas es bastante parecida a la de la Unión Europea, mostrando las mayores similitudes con Francia, Bélgica, Alemania y Reino Unido, y la evolución desde mediados de los ochenta muestra que la integración no ha llevado a una mayor especialización comercial, sino que España es uno de los países que de forma más acusada ha aproximado su estructura comercial a la de la Unión Europea.

Un elevado grado de integración y similitud de la economía española con la europea es esencial, ya que la experiencia del conjunto de las economías industriales muestra la existencia de una relación positiva entre la intensidad del comercio bilateral y el ciclo económico. La comparación del ciclo económico español con el del conjunto de la Unión Europea se representa mediante el *output gap* (gráfico 10.1). Este término describe la diferencia entre la producción real y la potencial, siendo esta última el volumen de producción compatible con el mantenimiento del equilibrio macroeconómico; es decir, la producción potencial es el máximo *output* que puede generar la economía sin padecer tensiones inflacionistas ni desequilibrio exterior. El gráfico pone de manifiesto una creciente sincronización cíclica de la economía española con la europea conforme ha avanzado el proceso de integración económica. Desde mediados de los ochenta, a raíz de la incorporación a la Unión Europea, desaparecen las notables divergencias cíclicas que se habían registrado anteriormente. Los progresos en la realización del mercado único favorecieron la homogeneidad en la evolución de la economía española respecto a la europea, aunque el ciclo español fue más pronunciado. La transición a la Unión Económica y Monetaria y su consecución han originado una extraordinaria similitud del ciclo español con el europeo. De hecho, España es el país que en mayor medida se ha aproximado al ciclo económico del resto de los países europeos de la zona euro, aunque se debe subrayar que, con muy pocas excepciones, los países de la Unión Económica y Monetaria han registrado una notable convergencia cíclica desde mediados de los ochenta, habiendo convergido con celeridad aquellas economías que iniciaron tardíamente su proceso de integración económica.

El cuadro 10.1. recoge las correlaciones del *output gap* de España con el resto de los países europeos, diferenciando tres períodos. Frente a un bajo grado de correlación cíclica en los años setenta y primeros ochenta, el panorama cambia radicalmente durante la etapa de formación del mercado único, mostrando la economía española un comportamiento cíclico casi idéntico al conjunto de la Unión Europea. En la etapa de transición y consecución de la moneda única la similitud cíclica ha sido todavía mayor, aunque el comportamiento particular de Alemania –y en menor medida de Italia– oscurece la aproximación alcanzada por la economía española con el conjunto de los países de la zona euro. Debe subrayarse que las discrepancias con

Alemania y en menor medida con Italia no son específicas de España, sino que como consecuencia de los problemas derivados de la reunificación, Alemania se ha desviado sustancialmente del resto de los países durante gran parte de los noventa e Italia también ha registrado problemas específicos que la han distanciado, aunque en menor medida, del resto de los socios. La notable similitud del ciclo español con el europeo se explica por la profundización del proceso de integración económica y monetaria: la liberalización del comercio de bienes en Europa, los primeros y tímidos pasos hacia la liberalización de los servicios y la libertad de movimientos de capitales se ha reflejado en una notable sincronización de los ciclos económicos.

Cuadro 10.1

CORRELACIÓN EN LOS CICLOS ECONÓMICOS ENTRE ESPAÑA Y LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA (MEDIDA POR EL OUTPUT GAP), 1973-1999

Período	1973-1985	1986-1993	1994-1999
Alemania	0,31	0,61	0,11
Austria	0,52	0,86	0,83
Bélgica	0,33	0,94	0,96
Dinamarca	0,22	-0,42	0,70
Finlandia	0,57	0,52	0,62
Francia	0,52	0,93	0,95
Grecia	-0,08	0,70	0,75
Irlanda	0,02	0,89	0,55
Italia	0,02	0,97	0,65
Países Bajos	0,18	0,55	0,69
Portugal	0,40	0,83	0,88
Reino Unido	0,67	0,50	0,47
Suecia	0,39	0,57	0,27
Unión Europea	0,31	0,95	0,96

Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat.

Aunque la elevada similitud del ciclo español con el europeo no quiere decir necesariamente que la naturaleza y magnitud de los shocks sean casi idénticos, es obvio que la sincronización lleva a que las políticas macroeconómicas más idóneas para España coincidan con las que requiere la zona

euro. Por ello, lo que no era un área monetaria óptima *ex ante* es posible que lo sea *ex post*. No obstante, el grado de integración de una parte importante de las economías, como son las actividades de servicios, es muy reducido debido a barreras legales e institucionales que impiden una competencia efectiva en Europa. Una política que estimule la competencia en dichas actividades en el marco europeo parece esencial para favorecer la similitud de los ciclos en las economías europeas. La experiencia de la década de los noventa pone de manifiesto que el grado de integración es insuficiente y que es posible la existencia de perturbaciones específicas o asimétricas. Los casos de Alemania e Italia ilustran la insuficiente integración y las barreras que suponen todavía los marcos nacionales para garantizar una evolución económica similar en Europa.

Precisamente el insuficiente grado de integración en Europa, es decir, el hecho de que todavía no exista un área monetaria óptima, puede hacer que se reproduzcan los desequilibrios macroeconómicos que tradicionalmente han limitado el crecimiento económico. La economía española ha mostrado frecuentemente una expansión de la demanda interna superior a la producción, que se ha materializado en tensiones inflacionistas y déficit por cuenta corriente. Cuando la demanda interior aceleraba su crecimiento, la capacidad productiva no podía avanzar al mismo ritmo, debido a las rigideces estructurales, y el resultado era que se desencadenaban desequilibrios internos y externos que, cuando persistían, acababan limitando el crecimiento. Internamente, la presión de la demanda sobre la oferta se manifestaba en un alza de los precios. Por otro lado, los excesos de demanda en relación a la producción se transmitían al sector exterior, pues al superar el consumo y la inversión a la producción interior se requiere una aportación neta de bienes del exterior, por lo que se generaba un déficit por cuenta corriente y la consiguiente entrada de capitales para financiarlo. En la medida en la que el resto del mundo estuvo dispuesto a aportar dichos capitales, los desequilibrios podían mantenerse, pero cuando éstos alcanzaban cifras elevadas no tardaban en surgir dudas sobre la capacidad de la economía española para mantener esa situación, por lo que los gobiernos se veían obligados a actuar para restablecer el equilibrio macroeconómico. Las políticas dirigidas a reducir el nivel de gasto para adaptarlo a la renta nacional disponible, fundamentalmente la monetaria, afectaban a las variables internas para contener las ten-

siones inflacionistas, mientras que en la vertiente externa la devaluación de la peseta constituyó un poderoso instrumento para recuperar la competitividad exterior. Cuando las autoridades han demorado los ajustes, los mercados han reaccionado violentamente, originando crisis financieras que han afectado adversamente al crecimiento y al empleo.

La cuestión que debe plantearse es qué ocurrirá si la economía española presenta un exceso de demanda no compartido por el resto de los miembros de la zona euro. Si la integración fuera completa, no habría motivo de preocupación, ya que el exceso de demanda se diluiría en el conjunto de Europa sin generar presiones inflacionistas y el desequilibrio exterior se cubriría sin tensiones financieras. Pero como la zona euro no es un área monetaria óptima, ni existe suficiente movilidad del factor trabajo, los mercados nacionales están todavía segmentados, de forma que los excesos de demanda en un país no se transmiten plenamente al resto de la Unión, sino que se reflejan en el precio de los productos menos expuestos a la competencia europea e internacional.

El diferencial de inflación entre España y la zona euro a principios de 2000, aunque moderado, ayuda a ilustrar, al menos en parte, el problema. Durante el primer año del euro la inflación española ha sido del 2,9%, mientras que la de la Unión Monetaria fue del 1,8%. Las causas de este diferencial pueden ser múltiples, incluyendo factores diversos, entre los que se pueden citar las distintas estructuras de consumo, la falta de sincronización de algunas políticas –por ejemplo las que afectan a la imposición indirecta– y características específicas nacionales como las condiciones climatológicas que, en conjunto, tienen escasa relevancia económica pero que pueden estar presentes, lo que de hecho ha ocurrido en España este último año. Con todo, la principal razón del diferencial de inflación se debería explicar como consecuencia de la propia integración y crecimiento registrado por la economía española. Por un lado, conforme se configura un mercado único con su propia moneda se reducen las posibilidades de discriminación de precios entre los mercados nacionales y los precios de los bienes comerciales que convergen. Por otro lado, debido al efecto Balassa-Samuelson el precio de los productos no comerciales también tenderán a igualarse. La razón es que los mayores crecimientos de la productividad se registran en las actividades

comerciales y ello determina el aumento de los salarios no sólo en esas actividades sino también en el sector no comercial, el cual al no experimentar progresos tan elevados en la productividad se ve obligado a incrementar sus precios. Por esta razón, un país como España, cuya productividad en las actividades comerciales ha crecido históricamente más rápidamente que en los países más avanzados de la Unión Económica y Monetaria, también experimentará un mayor aumento de los precios de los no comerciales y, como el avance de los precios de los bienes comerciales será similar en todos los países, se registrará una mayor tasa de inflación.

Sin embargo, no se puede descartar que, dado que la productividad del trabajo en España ha crecido tan sólo al 0,7% de media anual entre 1995 y 1999, mientras la Europa del euro aumentaba al 1,7%, el diferencial de los precios se deba en alguna medida a que un mayor crecimiento de la demanda presiona sobre los precios de los bienes no comerciales, los cuales evidentemente están más influidos por la demanda interna. Si parte del diferencial de precios se debe a las peculiaridades del crecimiento económico español que recientemente está muy sesgado a la creación de empleo con escasos avances en la productividad, las autoridades carecen de instrumentos macroeconómicos adecuados para controlar los precios. La persistencia de políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad a medio plazo en la zona euro no arroja los mismos resultados en todos los países y ello se puede deber bien a que los mecanismos de transmisión de dichas políticas presentan diferencias significativas o a que el grado de flexibilidad de las economías es significativamente dispar.

En esta nueva etapa que se ha iniciado con la incorporación a la Unión Económica y Monetaria, cada país ha renunciado a una gestión monetaria y cambiaria autónoma, y se ha limitado la discrecionalidad fiscal, de forma que la capacidad de las autoridades nacionales para abordar desequilibrios específicos se ha reducido drásticamente. La comprensión de las opciones disponibles en el nuevo marco de la Unión Económica y Monetaria para afrontar tales desequilibrios exige una reflexión sobre los fundamentos y la importancia de esa pérdida de instrumentos macroeconómicos.

10.2. Los mecanismos de defensa perdidos, ¿y necesitados?

El Tratado de la Unión Europea de 1992 estableció la delegación de la política monetaria de los países integrantes de la Unión Económica y Monetaria en favor de una institución supranacional, el Sistema Europeo de Bancos Centrales, integrado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los referidos países. La independencia otorgada al Sistema Europeo de Bancos Centrales, respecto a las autoridades políticas de los estados miembros, y la elección de la estabilidad de precios como objetivo prioritario de la política monetaria definieron con nitidez el marco institucional y el principio rector esencial, a través de los cuales la nueva política monetaria única debe contribuir al crecimiento económico y la estabilidad real y financiera de los países de la Unión Económica y Monetaria.

Paralelamente, la creación del euro como moneda única para las once –actualmente– economías incorporadas al proceso de integración monetaria, implica la desaparición de las respectivas divisas nacionales y la reserva, según el Tratado de Unión Europea, en favor de las autoridades políticas –quienes ya no podrían decidir sino colectivamente– de la potestad de llegar a acuerdos internacionales sobre la fijación del tipo de cambio del euro.

La implicación fundamental, para una economía de tamaño medio⁽¹⁾ como la española, de estas modificaciones es la ostensible pérdida de instrumentos a disposición de la política macroeconómica para afrontar posibles desequilibrios, en la medida en que tipo de interés y tipo de cambio se determinan exógenamente. Esta situación traslada el peso de las decisiones económicas nacionales a las vertientes fiscal y microeconómica, pero exige también una reflexión sobre si esa pérdida instrumental supone un coste importante para la economía española.

En primer lugar, debe subrayarse que el marco general definido para la política monetaria es el óptimo para garantizar, en la medida de lo posible, la ausencia de perturbaciones generadas por la propia estrategia monetaria y,

(1) Para las mayores economías de la zona, y dado que las decisiones de política monetaria se adoptan en función de la media ponderada para la Unión Económica y Monetaria de las variables de interés, debe reconocerse un mayor protagonismo en las medidas articuladas.

aún más, la contribución de la misma a suavizar las oscilaciones inherentes al ciclo económico y a fortalecer el crecimiento económico a medio y largo plazo. En efecto, la consecución de la estabilidad de precios (definida por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo como un incremento anual en el Índice de Precios al Consumo Armonizado para el área del euro inferior al 2%, y en un horizonte temporal de medio plazo) contribuye de forma crucial a evitar distorsiones en los procesos productivos y de inversión que terminan penalizando el crecimiento económico. Más aún, ese control de la inflación también favorece la estabilidad financiera, al reducir la ineficiencia en los procesos de préstamos, minorar inversiones especulativas basadas en la presumible espiral alcista de los precios y aumentar la propia flexibilidad del Banco Central para responder a hipotéticas crisis.

Por otra parte, la independencia del Banco Central Europeo respecto al poder político se alinea con las reflexiones teóricas y los estudios empíricos que han desvelado los costes derivados del ejercicio discrecional de la política monetaria por parte de los responsables políticos, así como la falta de credibilidad del compromiso de éstos con el objetivo de estabilidad de precios en la medida en que puedan tratar de obtener otros fines más acordes con sus intereses inmediatos.

Sin embargo, no puede obviarse que, aun partiendo de esos adecuados principios generales, las autoridades monetarias europeas van a instrumentar una política común a países que presentan, al menos inicialmente, características económicas y financieras diferentes. Incluso en presencia de shocks simétricos, ante los cuales la política monetaria puede mostrar toda su efectividad al ser adecuado un mismo tipo de impulso, expansivo o contractivo, en toda la Unión Económica y Monetaria, el impacto de las medidas puede ser distinto en cada país, ora por la magnitud de los efectos sobre actividad y precios, ora por un desarrollo temporal diferente.

De la descripción de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria pueden colegirse algunos de esos factores diferenciales, en gran medida, pero no únicamente, vinculados a los mercados, instituciones y agentes financieros de cada economía, que complican la gestión de la política monetaria única. Así, el primero de los mecanismos, y el más comúnmente considerado, es el *canal del tipo de interés*, mediante el cual

una política monetaria contractiva eleva los tipos de interés nominales a corto plazo, lo cual, combinado con las rigideces de los precios, impulsa al alza los tipos de interés reales, al menos temporalmente, afectando a las decisiones de gasto (desincentivando el consumo y la inversión), produciendo una caída de la demanda agregada que presiona a la baja sobre la oferta agregada y, por consiguiente, acaba manifestándose en una moderación de los precios. El desarrollo temporal de los efectos restrictivos en la actividad económica puede ser diferente, dependiendo del estado de las expectativas y de la organización de los mercados financieros. Además, debe señalarse que los tipos de interés reales a largo plazo no afectan de igual modo ni al consumo privado ni a la inversión en todos los países de la Unión Europea, debido a la diferente estructura de financiación de los agentes privados en los distintos países.

Un segundo mecanismo que se articula a través del sistema financiero es el *canal del crédito*, que se deriva de la capacidad de las entidades bancarias de afectar a la liquidez de la economía, ya que sus decisiones sobre el volumen de crédito en respuesta a la restricción monetaria influye decisivamente sobre las posibilidades de gasto del sector privado. Este canal es importante porque las familias, y numerosas empresas, dependen exclusivamente de la financiación bancaria. Cuanto mayor es el grado de dependencia de este tipo de financiación, mayor y más rápido es el impacto de la política monetaria en las variables finales. De nuevo por este canal los efectos de la política monetaria difieren entre países debido a que la estructura financiera de las empresas y las posibilidades de obtención de financiación alternativa son distintas. El impacto de los tipos de interés sobre el precio de los activos financieros nos introduce en un tercer mecanismo de transmisión, el *canal del precio de los activos*, fundamentado en que un movimiento de los tipos de interés conduce a otro de sentido inverso en el precio de las acciones, que repercute en el valor de mercado de la empresa relativo al coste de sustitución del capital (modificando, por tanto, el coste efectivo del mismo). La relevancia de este proceso es que, incluso en caso de una respuesta limitada del sistema bancario al cambio de las condiciones monetarias, la alteración en el coste del capital puede influir significativamente en el volumen de inversión en la economía. Finalmente, el *canal del tipo de cambio* revela la importancia de la relación entre el impulso monetario y el tipo de cambio. El

impacto principal se manifiesta a través de los precios de importación como consecuencia de la apreciación de la moneda ante una restricción monetaria. Cuanto mayor es una economía, menor es el efecto de una modificación del tipo de cambio sobre los precios de importación (debido a una mayor posibilidad de sustitución por producción nacional). De igual modo, la magnitud de estos efectos depende del grado de apertura de cada economía y de las elasticidades precio de las importaciones y las exportaciones.

Si bien parece que la confluencia de los referidos elementos diferenciales entre las economías del euro, vinculados a los mecanismos de transmisión monetaria, complica singularmente la labor del Banco Central Europeo, haciendo costosa la pérdida de la independencia nacional en este ámbito, es importante introducir diversas matizaciones. En primer lugar, varios de los canales citados pueden mostrar cierta compensación entre países, haciendo menos dispar el impacto global de una actuación monetaria común. Ello permitiría explicar que los estudios realizados, todavía parciales e insuficientes, no exhiban resultados concluyentes sobre las economías más afectadas (en magnitud y en rapidez) por un impulso monetario, si bien España aparece generalmente en una posición intermedia, beneficiosa en este contexto. Incluso la misma incorporación a la Unión Económica y Monetaria, con la creciente integración de los mercados comunitarios y la desviación de comercio en favor de los países miembros, reducirá sustancialmente el peso del último de los mecanismos descritos y, por tanto, las divergencias de él derivadas. Por otra parte, y más relevante, un mercado financiero más integrado, implicado por la misma Unión Económica y Monetaria, debe ir estrechando progresiva y significativamente las diferencias en los mecanismos de transmisión en su conjunto. Finalmente, no debe olvidarse que parte de las disparidades en la respuesta de cada economía a la actuación de la autoridad monetaria depende del mayor o menor grado de flexibilidad de los mercados de factores y de bienes y servicios, ya que para la consecución de un determinado objetivo de inflación, cuanto mayor es la flexibilidad, menor es la actuación monetaria requerida. Y la provisión de tal mayor flexibilidad, reclamado frecuentemente para una economía como la española, sigue estando bajo el poder de decisión de las autoridades económicas nacionales.

En esta reflexión sobre la política monetaria que afecta a la España del euro, debe por último mencionarse que la presencia de shocks asimétricos complicaría la elección de las condiciones monetarias más adecuadas para afrontar la perturbación: lo que para ciertas economías pudiera resultar una política restrictiva se convertiría en demasiado laxa para otras. Si la reflexión introducida previamente sobre que una tendencia a la homogeneización de las economías del euro reduciría la importancia de esos shocks asimétricos se verifica, ésta sería una dificultad progresivamente menor para la gestión monetaria de la Unión Económica y Monetaria. No obstante, y para la mayor parte de los países de la zona, incluido España, la situación es ya más favorable gracias a la propia política monetaria única. Al menos la respuesta a los shocks asimétricos se adopta según los intereses globales del área, en lugar de depender en exclusiva de las condiciones internas de Alemania en razón del respeto a las paridades del Sistema Monetario Europeo. Bajo este condicionante, las decisiones del Bundesbank terminaban por mimetizarse por el resto de autoridades monetarias nacionales; lo acontecido tras la reunificación alemana es clara muestra de las perniciosas repercusiones que tal estructura tuvo para diversos países de la Unión Europea.

La pérdida de la autonomía en la política monetaria se ve acompañada por la cesión del instrumento cambiario (históricamente muy empleado en España para restaurar equilibrios macroeconómicos perdidos). Es cierto que una devaluación de la moneda podría constituir un mecanismo de ajuste válido ante una perturbación negativa de carácter asimétrico ante la que no se adoptaran medidas monetarias o fiscales o resultaran éstas insuficientes. Sin embargo, los efectos reales –recuperación de crecimiento y empleo– de una devaluación, sólo se verificarían en presencia de ciertas rigideces nominales en precios y salarios, con un margen de ajuste en los salarios reales. La indudable pérdida de renta real en el largo plazo inducida por la modificación cambiaria debería ser aceptada por los perceptores de rentas nacionales, factores todos ellos que no es fácil que confluyan en la medida necesaria para hacer efectiva la devaluación. Por otra parte, los efectos reales de ésta tienden a ser más débiles en economías pequeñas y abiertas –hasta cierto punto, el rol de España en el marco de la Unión Europea–, más castigadas en su renta real por una medida de ese género.

A las dudas sobre la efectividad de la devaluación como mecanismo de ajuste ante perturbaciones negativas –y, por tanto, sobre la importancia de su pérdida como instrumento– debe sumarse el hecho de que la moneda única, sin interferencias exógenas, está ajustándose en su cotización a las condiciones económicas de la Unión Económica y Monetaria respecto a las de sus principales socios, especialmente los Estados Unidos. El rechazo del Banco Central Europeo a expresar su opinión sobre un tipo de cambio de equilibrio a medio plazo para el euro y a tomar medidas para aproximarse al mismo, junto al deseo de las autoridades nacionales de no interferir en las condiciones monetarias del área adoptando hipotéticos acuerdos cambiarios –que, según el Tratado de la Unión Europea, a ellas correspondería negociar– han permitido la depreciación del euro desde principios de 1999 con respecto a las restantes grandes divisas internacionales, singularmente el dólar.⁽²⁾

Esta situación ha provocado que desde algunos foros, y al objeto de reducir los efectos negativos de la volatilidad en los tipos de cambio, se haya sugerido la articulación de una zona-objetivo para las paridades de euro, dólar y yen. Sin embargo, tal estructura presentaría problemas muy significativos. Primero, la dificultad para acordar el tipo de cambio central y la amplitud de las bandas de fluctuación. Segundo, la inestabilidad que se trasladaría a los mercados monetario y de bonos al subordinar la política de tipos de interés al cumplimiento del compromiso cambiario. Por último, y quizás más importante, las variaciones en los tipos de interés inducidas por la zona-objetivo para el euro no necesariamente serían compatibles con el mantenimiento de la estabilidad de precios, eje de la política monetaria del Banco Central Europeo y unánimemente reconocida como vital para el crecimiento y el equilibrio económico de los países del euro.

Por tanto, un euro adaptándose en su paridad sin interferencias institucionales a las condiciones del conjunto de la Unión Económica y Monetaria y la reducción de las perturbaciones asimétricas deben constreñir a su mínima expresión la importancia de la pérdida del tipo de cambio como mecanismo de ajuste –de eficacia, como se ha reseñado, dudosa por otra parte– a disposición de las autoridades nacionales.

(2) En una perspectiva temporal más amplia, se observa que la cotización del euro no se sitúa tan lejos de un equilibrio de medio plazo como podría sugerir su trayectoria de los últimos meses.

10.3. El arma que nos quedó y nunca se usó

En el contexto de una Unión Monetaria, en ausencia de políticas monetaria y de tipo de cambio diferenciadas según los requerimientos de cada país, el ajuste ante shocks asimétricos, capaces de conducir a profundas recesiones regionales y subsecuentes incrementos en el desempleo, puede descansar en la política fiscal. Los gobiernos nacionales tienen a su disposición la adopción de una política presupuestaria contracíclica, pero no es éste el único posible mecanismo estabilizador. A escala supranacional, el establecimiento de una federación fiscal en la Unión permitiría reproducir el esquema de transferencias desde regiones de rápido crecimiento a regiones deprimidas que, en el interior de un país, amortigua las perturbaciones que afectan de forma dispar a unas y otras regiones.

El mantenimiento de la responsabilidad sobre la política fiscal en manos de las autoridades de los países de la Unión Económica y Monetaria no implica libertad de actuación en este ámbito para las mismas. El Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento suscrito por los países miembros en Dublín (diciembre 1996), incorpora la exigencia a los gobiernos afectados de dibujar escenarios presupuestarios a medio plazo próximos al equilibrio o superavitarios, generando un amplio margen para no rebasar el límite del 3% de déficit sobre el PIB en períodos de recesión. Paralelamente, se especificó el esquema y la cuantía de las sanciones a imponer a los países que pudieran no respetar el Pacto. Esta nueva limitación que la Unión Económica y Monetaria supone para las políticas macroeconómicas nacionales está plenamente justificada, porque una vez satisfechos los criterios de Maastricht para incorporarse a la Unión, disminuyen los incentivos a continuar con el rigor presupuestario. Primero, dado la ausencia de mecanismos para expulsar a los integrantes de la Unión Económica y Monetaria que carezcan de esa ortodoxia fiscal. Segundo, porque lo que antes de la incorporación a la zona euro se convertía en una prima de riesgo impuesta por los mercados financieros al país con déficit excesivo, una vez dentro de la Unión Económica y Monetaria tendería a provocar una traslación del coste a sus socios, al elevar el riesgo asociado al conjunto del área. Si posiciones fiscales insostenibles de ciertos países forzaran al Banco Central Europeo a modificar la política monetaria adecuada a las condiciones del ciclo económico, la cre-

dibilidad de toda la Unión Económica y Monetaria quedaría severamente dañada.

Aun admitiendo la necesidad de los límites introducidos por el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento, no puede negarse que éste reduce adicionalmente la capacidad de respuesta nacional ante shocks asimétricos.⁽³⁾ Sin embargo, determinadas características del empleo histórico de las políticas fiscales por los países integrantes de la Unión Económica y Monetaria, así como el impacto sobre el saldo presupuestario al afrontarse épocas de recesión, hacen dudar seriamente de si esa reducción de la autonomía nacional puede tener un coste significativo. Por un lado, la política fiscal discrecional en el área del euro ha sido utilizada frecuentemente con un carácter procíclico (lo que contrasta notablemente con la tendencia a suavizar el ciclo que ha exhibido esa misma política en los Estados Unidos) y la consolidación presupuestaria se ha abandonado pronto en épocas de expansión. Este rasgo, del que sólo se distancian en parte los países nórdicos, ha hecho que los mayores desequilibrios fiscales –descontando el efecto del ciclo económico– se hayan materializado en fases de crecimiento económico. Es más, no se ha producido en las últimas cuatro décadas una tendencia sistemática a relajar la política fiscal incluso frente a recesiones severas –definidas como descensos del PIB superiores al 0,75% anual–; una característica acentuada desde los años ochenta, quizás por el temor a agravar, añadiendo una política discrecional contracíclica a los estabilizadores automáticos, las peores situaciones fiscales previas a las crisis.

Debe añadirse que el componente cíclico del saldo presupuestario en los países del euro varía en promedio en torno al 1% del PIB –1,5% para España– y que sólo muy esporádicamente ha sobrepasado el límite del 3% admitido por el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento –en ninguna oportunidad se ha alcanzado tal valor en el caso español–. De la exposición realizada puede deducirse que ni la disponibilidad de la autonomía en materia fiscal ha sido importante en la respuesta a shocks asimétricos acontecidos en el área euro en las últimas décadas, ni el techo impuesto por el acuerdo de

(3) Ante shocks simétricos, además de la capacidad de respuesta de la política monetaria, pequeños movimientos coordinados de las políticas fiscales de todos los miembros de la Unión Económica y Monetaria generarían un efecto conjunto suficiente para responder al shock.

Dublín al déficit en período recesivo constriñe efectivamente la normal respuesta de los estabilizadores automáticos e incluso de una cierta acción fiscal contracíclica. Todo ello, sin embargo, condicionado al respeto del objetivo de alcanzar el equilibrio/superávit presupuestario en etapas no contractivas del ciclo.

En este sentido, regresando a las enseñanzas de la historia reciente, ningún país de la Unión Europea hubiera sobrepasado el 3% del déficit público sobre el PIB el año posterior a una recesión severa –de un año de extensión– de haber partido de una situación de equilibrio presupuestario. Tampoco recesiones de menor entidad o caídas abruptas en el crecimiento económico –sin dejar de producirse un aumento del PIB– hubieran generado situaciones de déficit excesivo, tal como lo define el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento. En otros términos, la eliminación de los saldos presupuestarios negativos muy probablemente evitaría todo problema inherente a los déficit públicos –y su posible impacto negativo sobre otras políticas macroeconómicas, básicamente la monetaria– ante cualquier coyuntura económica, con la posible excepción de recesiones profundas y plurianuales. Pero episodios de este género sólo se han producido nueve entre 1961 y 1996 en los países de la Unión Europea –tres únicamente en integrantes de la Unión Económica Monetaria y ninguno en España–.

Enmarcada debidamente la preocupación sobre una hipotética limitación excesiva que las reglas inscritas en el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento pudieran imponer a la adecuada respuesta ante shocks asimétricos, otras cuestiones se han suscitado sobre este acuerdo que delimita el margen de maniobra de las políticas fiscales de los países miembros de la Unión Económica y Monetaria. La primera, si esta limitación no aumenta los incentivos a que los gobiernos maquillen sus cuentas –como efectuaron con más o menos elegancia, pero en todo caso con indeseable prodigalidad para cumplir con el requisito de Maastricht sobre el déficit– clasificando un creciente volumen de gasto público como fuera de balance, situación ésta que sería imprescindible evitar, pero que no será sencilla de controlar de forma supranacional –a pesar del seguimiento periódico de las cuentas de cada país en el Consejo Económico y Financiero de la Unión–. La segunda de las dudas a despejar en un futuro inmediato es si el escrupuloso cumplimiento

del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento no puede limitar las modificaciones estructurales en los sistemas fiscales y de prestaciones sociales necesarias para abordar el coste del progresivo envejecimiento de la población europea, teniendo en cuenta que tales transformaciones podrían conducir en el corto plazo el déficit público a niveles que desencadenarían los mecanismos sancionadores estipulados en el Pacto.⁽⁴⁾

La preocupación por el impacto negativo de los shocks asimétricos sobre la Unión Económica y Monetaria ha conducido a plantear la posible necesidad de un mecanismo fiscal común a los países del euro capaz de articular las transferencias internacionales –interregionales al considerar la Unión Económica y Monetaria como un único espacio económico– para responder a perturbaciones, a imagen y semejanza del presupuesto federal estadounidense, por ejemplo. Una función de estas características no podría en ningún caso ser desempeñada por el escuálido –y poco menos que estancado– presupuesto comunitario, muy centrado además en satisfacer los requerimientos de la Política Agraria Común y las políticas estructurales de la Unión Europea.

A esta restricción se deben sumar otras como la cesión de la política monetaria y el tipo de cambio, el límite impuesto a la política fiscal nacional por el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento, la insuficiente movilidad intraeuropea de la mano de obra y la parca flexibilidad de precios y salarios en no pocos países de la Unión Económica y Monetaria. De la confluencia de todo ello, surge el espacio para desarrollar un mecanismo estabilizador mediante la expansión del grado de centralización fiscal en la zona del euro, lo cual permitiría la aparición de un esquema de transferencias coyunturales de países de saludable crecimiento a otros dañados por un hipotético shock.

Sin embargo, no son marginales las dificultades inherentes a una propuesta de este tipo, no siendo la menor la definición de en qué circunstancias y durante cuánto tiempo deberían producirse las transferencias como respuesta a la crisis. La mera probabilidad de que el sistema generase flujos que se perpetuasen en el tiempo implicaría una seria resistencia de aquellos países

(4) No es éste el marco para discutir sobre la conveniencia del tránsito o no del sistema de pensiones a uno de capitalización en los países de la Unión Económica y Monetaria, proceso en el que se piensa cuando se plantea la cuestión aquí suscitada.

que menos se beneficiarían de esa «federación fiscal del euro» –Francia y Austria estarían próximos a ese caso–. Por otra parte, esta fórmula de combatir los shocks conllevaría un innegable *riesgo moral*, en la medida en que podría reducir el incentivo de los gobiernos nacionales a profundizar en otras medidas (liberalizadoras y flexibilizadoras de mercados de bienes, servicios y factores, en particular el de trabajo) de respuesta. Como último, y quizás crucial argumento que cuestiona esa centralización fiscal, el hecho de que, con el aumento en el grado de correlación entre las economías integrantes de la Unión Económica y Monetaria, el potencial de un esquema como el señalado para asegurar a los países miembros frente a los shocks asimétricos ha disminuido con el tiempo. Si los cálculos realizados sitúan ese potencial alrededor de un 25% del impacto negativo de la perturbación –con diferencias sensibles entre estados, pero con España en torno a esa cifra–, es de prever que en un futuro próximo, por efecto de la propia Unión Económica y Monetaria, el porcentaje será todavía menor. No parece, por tanto, al menos en este momento y para responder a potenciales perturbaciones asimétricas, que se requiera una federación fiscal en la zona del euro.

No debe finalizarse la discusión sobre las condiciones que van a regir la política fiscal española –y del resto de socios– en la Unión Económica y Monetaria sin una referencia a un proceso que empieza a preocupar seriamente a las distintas autoridades nacionales, como el de la competencia fiscal entre los países miembros de la Unión Europea. La lucha por atraer capitales foráneos en un área económica integrada –en la cual la localización de la inversión no supone ya problema alguno de acceso a uno u otro mercado nacional– vía reducción de los impuestos sobre el capital, podría causar distorsiones en la eficiente asignación internacional de ahorro e inversión. Si además se pretendiese compensar esa reducción aumentando la carga fiscal sobre el trabajo –que, por su mucha menor movilidad, no podría eludirla–, se penalizaría de forma indeseable el empleo, aspecto particularmente sensible para los países de la Unión Económica y Monetaria. Por ello, sí sería deseable una cierta coordinación –de extremadamente difícil consecución por el momento– en la fiscalidad sobre el capital entre los países del euro, en la línea que, aun incipientemente, se ha seguido en relación a los impuestos indirectos.

10.4. Los instrumentos para triunfar

La Unión Económica y Monetaria ha generado una transformación radical, ya analizada, en el escenario y posibilidades de utilización de las políticas macroeconómicas convencionales que, esencialmente, apunta a que las mismas queden al servicio de la estabilidad y el crecimiento del conjunto del área y no de las necesidades específicas de cada socio. En esta situación, son otras políticas las que deben permitir una adecuada respuesta a posibles perturbaciones idiosincráticas y, adicionalmente, contribuir al beneficio colectivo de los miembros de la Unión Económica y Monetaria. La reforma del mercado de trabajo y la liberalización de los mercados de servicios son, quizás, los dos objetivos más deseables ante ese nuevo escenario, pues ello permitiría flexibilizar la oferta agregada, favoreciendo una rápida adaptación ante cualquier perturbación de oferta o demanda.

Frente a un shock real permanente, los países o regiones no tienen más opción que ajustarse a la nueva situación, a través de modificaciones en los salarios reales, los precios de los bienes y la localización de la mano de obra. Si el mercado de trabajo no es capaz de restaurar el equilibrio –o lo hace demasiado lentamente– y los mercados de bienes y servicios presentan restricciones a la competencia, el proceso de ajuste terminará descargando su coste sobre empleo y producción; el efecto subsiguiente sobre la demanda –recesivo–, penalizará adicionalmente el empleo (y aumentará el gasto público asociado al deterioro de la situación laboral) y alargará el proceso de reequilibrio. Sin embargo, ni la flexibilidad salarial ni la movilidad geográfica –no sólo internacional, sino también intranacional– caracterizan los mercados de trabajo de los miembros de la Unión Económica y Monetaria, y menos aún el español. La prácticamente nula creación de empleo neto por el sector privado en las últimas tres décadas en la Unión Europea, así como la caída de siete puntos en la tasa de ocupación o la quintuplicación del nivel de desempleo no son resultados ajenos a esa excesiva rigidez.

Más particularmente, los estudios sobre la economía española revelan que tasas de paro muy por encima de la media de los países desarrollados son compatibles con paupérrimos niveles tanto de flexibilidad salarial como de movilidad geográfica y funcional. Salarios reales que difieren poco

entre regiones de altos y bajos niveles de paro o costes laborales unitarios menores en zonas de bajo desempleo (dado que la mayor productividad compensa sobradamente los superiores salarios pagados en las mismas respecto a otras con más alta desocupación) son expresión de un mercado laboral rígido en el que conviven factores institucionales sumamente perniciosos para la reducción del desempleo. Algunos de esos factores son: un grado intermedio de descentralización en la negociación colectiva –probablemente, el peor esquema posible en términos de resultados macroeconómicos, de acuerdo a la experiencia internacional–, programas de subsidios generales o territoriales que desincentivan la búsqueda de empleo y costes de despido insólitamente elevados para los cánones internacionales –a pesar de la corrección en sentido opuesto impulsada por la Reforma Laboral de mayo de 1997–, que provocan una segmentación disparatada entre trabajadores fijos y eventuales. Las peculiaridades en el mercado de la vivienda –con el sector de alquiler claramente subdesarrollado– y la insuficiente flexibilidad de otros mercados no hacen sino agravar el problema.

No sólo en España sino en el conjunto de la Unión Europea se ha tomado conciencia no ya del problema del desempleo –obviamente, en las agendas nacionales desde hace tiempo– sino de la dirección de las reformas precisadas. La incorporación de la política de empleo (Tratado de Amsterdam, 1997) a aquéllas objeto de atención comunitaria, y el desarrollo siguiendo unas directrices generales de los Planes de Actuación Nacionales sobre el empleo, suponen un primer paso hacia las reformas estructurales necesarias en el mercado de trabajo. Es cierto que aspectos tales como el reciclaje y aumento de cualificación de la mano de obra han recibido, en primera instancia, mayor atención que otros como la flexibilidad salarial o las rigideces institucionales, pero esa coordinación en favor de un mercado de trabajo más fluido debe contribuir sensiblemente a mejorar la capacidad de respuesta de los socios ante shocks asimétricos.

Por otra parte, debe subrayarse que los beneficios de la Unión Económica y Monetaria se manifestarán plenamente, y los costes se reducirán, en la medida en la que la moneda única esté al servicio de un mercado único. Mercados segmentados como resultado de regulaciones históricas que impiden profundizar en la integración económica constituyen un obstáculo

para el correcto funcionamiento de la moneda única y para que las políticas macroeconómicas transmitan sus efectos en la economía real. En otros términos, la formación de la Unión Económica y Monetaria y la consiguiente renuncia a la soberanía monetaria será beneficiosa si simultáneamente se crea un mercado único para todos los bienes y servicios, pero si existen obstáculos para la constitución de un mercado único integrado, una moneda común puede no ser el mejor instrumento para estimular el crecimiento y desarrollo de las economías.

De hecho, el avance registrado en la formación del Mercado Único Europeo fue uno de los principales motivos que planteó la necesidad de disponer de una moneda única para que mediante ella se hiciese una contribución adicional a la integración económica. El problema es que el proyecto del mercado único fue básicamente un programa dirigido a la creación de un mercado integrado para los bienes industriales, mientras que apenas se prestó atención a la creación de un mercado único de servicios, a pesar de que este sector representa la mayor parte de la producción nacional.

Los servicios han sido tradicionalmente actividades muy reguladas en los países europeos y el resultado ha sido la configuración de estructuras de mercado no competitivas. Las concesiones administrativas, las limitaciones a la entrada y otras normas reguladoras de la conducta empresarial constituyen limitaciones al desarrollo del sector y, por supuesto, a su integración en el marco europeo. Desde los años ochenta ha surgido una profunda preocupación por la ineficiencia con la que opera el sector, especialmente en aquellas actividades en las que se unen monopolio y empresa pública. Por ello, desde los años ochenta algunos países europeos comenzaron un ambicioso proceso privatizador y desregulador que sólo en la década de los noventa se ha generalizado en toda Europa. No obstante, el proceso ha sido desigual y todavía está incompleto, especialmente en lo que se refiere a la formación de un mercado único de servicios. Es por ello que una de las prioridades de la política microeconómica europea consiste en la introducción de competencia en los servicios, en especial en los denominados servicios de red. El proceso de desregulación se ha contemplado en fases sucesivas que permitan pasar de las situaciones de monopolio u oligopolio a la libre competencia en el marco de cada economía nacional, mediante una compleja

fase transitoria (en la que nos encontramos) en la que coexisten elementos de monopolio y competencia.

El enfoque gradual adoptado presenta dos graves deficiencias para la consecución de unos servicios modernos en una Europa unida. La primera, es que la competencia se introduce con excesiva lentitud en relación a las posibilidades técnicas existentes, de forma que en numerosas ocasiones los intereses creados ralentizan el ritmo de avance de los cambios normativos e institucionales necesarios para liberalizar el sector. La segunda deficiencia es que la competencia se está introduciendo en el estrecho marco de cada nación, lo que no sólo limita extraordinariamente el grado de competencia sino que dificulta la integración europea. Por tanto, la profundización en el desarrollo de la competencia en los mercados de servicios y hacerlo en el ámbito europeo, superando los estrechos límites nacionales, son aspectos esenciales de la constitución de un área monetaria óptima.

10.5. Reflexión final

La incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria constituye un paso crucial en la creciente integración económica española con sus principales socios europeos. La misma preparación para acceder en las condiciones exigidas por el Tratado de Maastricht a la Unión, ha proporcionado beneficios sustanciales al subrayar la importancia de la estabilidad macroeconómica y forzar la elección de políticas tendentes a la eliminación de los desequilibrios tradicionales en la economía española.

No obstante, la Unión Económica y Monetaria requiere de los gobiernos nacionales la cesión de la soberanía sobre política monetaria y de tipo de cambio, y el respeto a determinadas limitaciones sobre la política fiscal definidas en el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento. Este desarme instrumental reduce las posibilidades de respuesta ante shocks asimétricos que afectasen a la economía española y ante los que no actuarían las políticas comunes. Sin negar esta evidencia, la perspectiva de una reducción de las asimetrías a medida que se avanza en la integración europea, el efecto beneficioso sobre la estabilidad y el crecimiento en el área del euro de las propias condiciones que se han definido para las políticas macroeconómicas

en esta nueva etapa y el ejercicio de los gobiernos nacionales de su responsabilidad en la flexibilización y liberalización de mercados todavía muy rígidos (el de trabajo y muchos de servicios, principalmente) son los tres factores que deben coadyuvar a asegurar la prosperidad para el conjunto de la Unión Económica y Monetaria y, obviamente, de España.

Por último, debe subrayarse que un entorno de estabilidad macroeconómica permitirá aprovechar plenamente el impulso a la actividad comercial generado por el euro. Recientes estudios muestran que naciones que disfrutaban de una moneda común pueden llegar a triplicar el volumen de intercambios comerciales efectuados mientras detentan divisas distintas. Los beneficios derivados de un cambio estructural de semejante transcendencia irían mucho más allá de lo que los más acérrimos defensores de la Unión Económica y Monetaria hubieran creído.

Orientación bibliográfica

El conocimiento de la teoría sobre las áreas monetarias óptimas tiene sus referencias fundamentales en R. MUNDELL, «A theory of optimum currency areas», *American Economic Review*, 51, pp. 657-665, (1961); R. MCKINNON, «Optimum currency areas», *American Economic Review*, 53, pp. 717-725, (1963) y P. B. KENEN, «The theory of optimum currency areas: an eclectic view» en *Monetary problems of the international economy*, eds. R. A. MUNDELL y A. K. SWOBODA, University of Chicago Press, pp. 41-60, (1969). Los argumentos en los que se sustenta el debate sobre el grado de incidencia futura de los shocks asimétricos en la UEM, y evidencia empírica al respecto pueden hallarse en P. KRUGMAN, «Lessons of Massachusetts for EMU», en *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, eds.: F. Torres y F. Giavazzi, Cambridge University Press, (1992); J. A. FRANKEL y A. K. ROSE, «Is EMU more justifiable ex-post than ex-ante?», *European Economic Review*, 41, pp. 753-760, (1997) y R. LLORCA y MARTÍNEZ SERRANO, «Fluctuaciones cíclicas y políticas macroeconómicas» en *Economía europea: crecimiento, integración y estructura productiva*, dir: R. Myro, Civitas, (2000). En relación a los efectos comerciales de la creciente integración de la economía española con las europeas véase C. GANDOY y C. DÍAZ,

«Integración económica: efectos comerciales», en *Economía europea: crecimiento, integración y estructura productiva*, dir.: R. Myro, Civitas, (2000). El problema de los diferenciales de inflación entre los países de la UEM y su justificación se presenta con notable claridad en Banco Central Europeo, *Boletín Mensual*, octubre, pp. 37-47 (1999). Idéntica precisión en la síntesis de los costes de la inflación puede encontrarse en J. VIÑALS, «The retreat of inflation and the making of monetary policy: where we do stand?», *LSE Central Banking Lecture* (1997). Entre los varios estudios empíricos que constatan el impacto sobre la actividad económica de esos costes pueden citarse el de J. ANDRÉS y J. HERNANDO, «Does inflation harm economic growth? Evidence for the OECD», en *The costs and benefits of price stability*, ed.: M. Feldstein, University of Chicago Press, (1999), y el de A. GHOSH y S. PHILLIPS, «Inflation, disinflation and growth» *IMF WP*, mayo (1998). La discusión sobre la necesidad de independencia del Banco Central, con referencia a las numerosas aportaciones teóricas y empíricas sobre el tema, se resumen, por ejemplo, en D. BEGG, «The design of EMU», *IMF WP*, agosto (1997). El estudio de referencia para conocer la relación entre ciclos económicos y política presupuestaria en Europa, así como la extrapolación histórica del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento es el efectuado por M. BUTI, D. FRANCO y H. ONGENA, «Budgetary policies during recessions», *European Commission Economic Papers*, 121, mayo (1997). La opción de una hipotética federación fiscal en la UEM como respuesta a perturbaciones asimétricas, así como una amplia reflexión sobre mecanismos de transferencia y aseguramiento internacional/interregional, son expuestos en A. FATÁS, T. ANDERSEN y P. MARTIN, «Does EMU need a fiscal federation?», *Economic Policy*, 26, pp.165-203, (1998) y en M. OBSTFELD y G. PERI, «Regional non-adjustment and fiscal policy», *Economic Policy*, 26, pp.207-259, (1998). En relación a la situación del mercado laboral en la Unión Económica Monetaria –particularmente en España– y las reformas a emprender para mejorar su funcionamiento, puede consultarse P. MAURO, E. PRASAD y A. SPILIMBERGO, «Perspectives on Regional Unemployment in Europe», *IMF Occasional Paper* 177, (1999). En relación al impacto de una moneda común y la volatilidad en los tipos de cambio sobre los intercambios comerciales, resulta de especial relevancia el reciente trabajo de ANDREW K. ROSE, «One money, one market. Estimating the effects of common currencies on trade», *NBER*

WP 7432, diciembre (1999). Por último, como obras de referencia en las que se abordan un amplio espectro de los temas analizados en el presente capítulo, véase OECD, *EMU, Challenges and Policies*, París (1999) y, más centrada en el caso español, J. L. MALO DE MOLINA, «La economía española ante los retos de la globalización y de integración en el euro», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre (1999).

XI. El euro, una moneda para el siglo XXI

Eugenio Domingo Solans

Catedrático de Hacienda Pública. Universidad Autónoma de Madrid

(Barcelona, 1945). Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona. Doctor en Economía por la Universidad Autónoma de Madrid y catedrático de Hacienda Pública en esta misma universidad. Ha trabajado también en diversas entidades financieras. Ha sido miembro del Comité Ejecutivo del Banco de España entre 1994 y 1998, y a partir de junio de 1998 es miembro del Consejo de Gobierno y del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. Ha publicado numerosos artículos sobre temas hacendísticos, monetarios y financieros en revistas científicas y libros especializados.

El euro no es sólo una moneda para el siglo XXI, sino que, además, su lanzamiento marcó el inicio del nuevo siglo. El siglo XXI ya empezó en Europa, monetariamente hablando, el 1º de enero de 1999, con el lanzamiento del euro. Los siglos no empiezan, necesariamente, el primer día, del primer mes, del primer año de cada «centenio». Polémicas aparte, no hay experto en informática que pueda negar que el siglo XXI empezó el 1º de enero del año 2000, superando el «efecto Y2K». Tampoco puede haber personas con responsabilidades en el Sistema Europeo de Bancos Centrales capaces de defender otra fecha de inicio del siglo XXI que el pasado 1º de enero de 1999, día en el que el euro sustituyó a diez monedas nacionales de once países europeos, dando comienzo al nuevo siglo monetario europeo.

¿Qué se le debe pedir al euro, como moneda del siglo XXI, para poder decir que está a la altura de los tiempos? En primer lugar, es decir, prioritariamente, estabilidad, en línea con el mandato inequívoco contenido en el artículo 105.1. del Tratado de Maastricht de que «el objetivo principal del

Sistema Europeo de Bancos Centrales será mantener la estabilidad de precios». En segundo lugar, el siglo XXI ha empezado con el sello de la globalización, lo que conduce a reclamar para el euro un papel internacional que esté en consonancia con la importancia demográfica, económica y financiera de la euroárea. En tercer lugar, el euro es inseparable del proceso de integración no sólo económica sino también política europea, de modo que no es posible captar toda la relevancia de nuestra moneda si se prescinde del factor político, por lo que del euro también cabe esperar que ejerza la función de catalizador del proceso de integración europea.

El párrafo anterior, en resumidas cuentas, contiene tres propuestas que pueden servir de hilo conductor de este artículo sobre el euro como moneda del siglo XXI: euro y estabilidad, el euro como moneda internacional, euro e integración europea. Se trata de tres propuestas importantes que, en todo caso, no agotan las variadas facetas del euro como moneda destinada a consolidarse como gran divisa en el siglo XXI. Pasamos a considerarlas, haciendo honor a la prioridad que debe recibir la estabilidad en cualquier análisis prospectivo de la realidad del euro.

11.1. Euro y estabilidad

11.1.1. Los costes de la inflación

¿Por qué, en primer lugar, lo que hay que pedir al euro como moneda para el siglo XXI es estabilidad? ¿Por qué es tan importante la estabilidad de precios? Aparte de la razón formal de que ello obedece al mandato de los ciudadanos europeos reflejado en el Tratado de Maastricht, como antes recordábamos, porque la estabilidad de precios propicia, a medio plazo, la inversión eficiente, el crecimiento sostenible y el empleo. Esto es así porque la estabilidad evita distorsiones de los precios, es decir, del mecanismo que orienta las decisiones de los agentes en los mercados, favoreciendo una mejor asignación de recursos. Los efectos nocivos de la inflación no se corrigen, ciertamente, con una mera «indiciación», ni con el simple trámite de correr la coma o añadir ceros a las cifras de los apuntes contables, puesto que dichos efectos no se reparten por igual en todo el sistema de precios.

La inflación no es sólo un problema de pérdida de valor del dinero, sino también y sobre todo de aberración (en el sentido técnico del término) en la determinación de los precios en los mercados, exactamente igual, en este último punto, que la deflación. Además, los precios, con estabilidad, son más transparentes, lo que fomenta la competencia y, por tanto, la eficiencia.

Más aún, si los agentes económicos tienen expectativas de estabilidad, la prima de riesgo de los tipos de interés a largo plazo se reduce, por lo que se incentiva la inversión y el consumo duradero. Recuérdese, al respecto, que uno de los indicadores más claros de expectativas de inflación es la acentuación de la pendiente de las curvas de rendimiento de los activos según plazo.

Para que la inflación sea perjudicial para la asignación de recursos no hace falta llegar a la hiperinflación. Una inflación moderada como la que era habitual en España, aunque no fuera superior a un porcentaje del orden del 5%, ya implica una prima de riesgo en los tipos de interés que perjudican la inversión, el crecimiento y el empleo.

Otro campo en el que los efectos de una inflación moderada en comparación con una situación de estabilidad se muestran claramente indeseables es el de la fiscalidad, por la distorsión y pérdida de incentivos que la inflación genera. En este caso a la distorsión propia de la inflación se añade la que ésta causa sobre la tributación, con lo que el efecto negativo se potencia. Dicha conclusión, en el caso concreto de España, ha sido contrastada por Dolado, González-Páramo y Viñals (1999).

Por otra parte, la estabilidad también es una categoría ética, en la medida en que una inflación significativa merma injustamente las rentas y los patrimonios de las personas. Distorsiona los mecanismos públicos de redistribución, como la progresividad fiscal. Desalienta el ahorro porque reduce el poder adquisitivo del dinero. Perjudica especialmente a los agentes económicos más débiles y con menos posibilidades de defenderse de sus efectos a través de la colocación de los ahorros en países y monedas estables o en actividades especulativas. Eleva los tipos nominales de interés –que son un precio más, el del dinero– por lo que perjudica a quienes requieren finan-

ciación ajena para el consumo duradero o la inversión. Desalienta la inversión productiva y fomenta la mera especulación. A la larga, perjudica el crecimiento económico y el empleo. Así de extensa es la lista de efectos negativos de la inflación, desde la perspectiva de la justicia social. Tanto es así que Ludwig Erhard llegó a defender «incluir la estabilidad monetaria en la serie de derechos fundamentales del hombre, cuya salvaguardia por parte del Estado todo ciudadano tiene derecho a exigir».⁽¹⁾

En pocas palabras, la estabilidad no sólo es económicamente eficiente sino socialmente justa, puesto que proporciona unas condiciones económicas que benefician a los más débiles y vulnerables.

Todo lo anterior explica y justifica por qué el objetivo prioritario del Sistema Europeo de Bancos Centrales es la estabilidad de precios o, si se prefiere, la estabilidad interna. Pero además de referirse a la estabilidad como objetivo prioritario, el artículo 105 del Tratado introduce, de modo implícito y claramente subordinado, un objetivo secundario o, si se prefiere, un considerando, algo a tener en cuenta, al establecer que «sin perjuicio de este objetivo [estabilidad], el Sistema Europeo de Bancos Centrales apoyará las políticas económicas generales de la Comunidad con el fin de contribuir a los objetivos comunitarios», entre los que se encuentran –artículo 2 del Tratado– «un crecimiento sostenible y no inflacionista que respete el medio ambiente» y «un alto nivel de empleo y de protección social». Queda claro, por tanto, que el Banco Central Europeo debe enfocar sus decisiones de forma prioritaria hacia el objetivo de la estabilidad pero que, además y sin perjuicio de ello, tiene también que tener en cuenta, que debe prestar atención, de forma general, indirecta y subordinada, al crecimiento económico.

Mi interpretación personal de este implícito objetivo secundario parte del convencimiento de que, a medio plazo, la mejor contribución que el Banco Central Europeo puede hacer en favor del crecimiento sostenido, de la creación de empleo y de la protección social es precisamente crear un ambiente de estabilidad.

(1) Véase Erhard (1957), p. 29.

11.1.2. Inflación, crecimiento y empleo

Mucho se ha escrito acerca de la relación entre, por una parte, inflación y, por otra, crecimiento económico y empleo, cuya correlación constituye la base del modelo representado por la Curva de Phillips. Phillips (1958) encontró evidencia empírica de una relación inversa entre el nivel de desempleo, como variable independiente, y la tasa de crecimiento de los salarios nominales, como variable dependiente. Samuelson y Solow (1960) reformularon el modelo sustituyendo aumento salarial por inflación y comprobaron que a medida que se reduce el desempleo surgen tensiones inflacionistas derivadas de posibles rigideces en el mercado laboral y del aumento de la demanda asociado a los nuevos empleos. El concepto de NAIRU, acrónimo en inglés de «tasa de desempleo no aceleradora de la inflación», introducido por Phelps (1968), distinguió entre desempleo cíclico y estructural. Las conclusiones del modelo Phillips-Samuelson-Solow y el concepto de NAIRU se han reflejado en el segundo pilar de la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (1999) al considerar que los incrementos salariales, el ritmo de crecimiento económico, la tasa de creación de empleo y la reducción del desempleo constituyen factores a valorar como posibles riesgos para la estabilidad.

Lo que no parece correcto, en cambio, es invertir el sentido de la causalidad entre las variables del modelo Phillips-Samuelson-Solow y suponer que la generación de inflación a partir de una política monetaria expansiva pueda incidir favorablemente sobre el ritmo de crecimiento económico y la creación de empleo. Aunque es cierto que la reducción del desempleo puede generar inflación, ello no implica que la generación de inflación pueda reducir el desempleo. El viento puede mover las aspas del molino, pero moviendo las aspas del molino no puede generarse viento. Al invertir el sentido de la causalidad, se cometió el error de convertir a la curva de Phillips en un «menú de política económica» (Rees, 1970) y utilizarla como «ingeniería económica» (Samuelson). Por las razones antes esbozadas, no es defendible que ni siquiera un nivel bajo de inflación pueda constituir un estímulo para la creación sostenida de empleo, más allá de la posible euforia inicial ligada a la existencia de unas condiciones monetarias generosas. Más inflación no significa, definitivamente, más crecimiento económico y más

empleo, lo que no es óbice para que en una coyuntura expansiva con abundante creación de empleo los riesgos para la inflación aumenten. La correlación estadística entre las dos variables puede darse, pero es preciso tener en cuenta el sentido de la causalidad en la relación entre crecimiento y empleo e inflación. La doctrina actual, en conclusión, no aceptaría que cabe tener algo más de inflación para estimular el empleo a pesar de la distorsión asociada a la inflación. La célebre afirmación de Tobin de que «se necesitan un montón de triángulos de Harberler [distorsión por inflación] para llenar el agujero de Okun [desempleo por desinflación]» es difícilmente compartible o, al menos, como sugieren Töter y Ziebarth (1999), «bastaría para ello un simple trapezoide de Feldstein [distorsión combinada de inflación e impuestos]». ⁽²⁾

La relación crecimiento-estabilidad es sumamente compleja. Nadie se atrevería a afirmar, sin matices, que cuanto más estabilidad y más pronto, siempre sería mejor para el crecimiento económico y que un banco central debe perseguir, sin parar mientes, políticas deflacionistas a toda máquina y a toda costa. A corto plazo, cabe identificar supuestos concretos en los que una política monetaria restrictiva puede afectar al crecimiento económico si no se formula correctamente, cuestión de la que me he ocupado en otro artículo. ⁽³⁾

Si no fuera así, no cabría entender que los bancos centrales no adoptaran siempre políticas monetarias altamente restrictivas encaminadas a mantener la inflación a un nivel cero (prescindiendo del efecto Boskin, que luego comentaremos), con independencia de las condiciones de la oferta. Lo cierto es que empeñarse en alcanzar o mantener un nivel extremo de estabilidad, en situaciones concretas de rigidez o escasez de oferta, puede requerir un tal grado de restricción monetaria asociado a un nivel tan elevado de los tipos de interés de intervención que acabe transmitiendo al mercado unas condiciones no propicias para el crecimiento económico a corto plazo.

(2) Véase Tobin (1977), p. 467.

(3) Domingo Solans (1999), pp. 194-195.

11.1.3. Una definición operativa de estabilidad

La estabilidad es un concepto, más que un número. Todo incremento de precios o expectativas de incremento de precios suficientemente pequeño o breve para no causar distorsiones en el mecanismo de precios o alterar las decisiones económicas básicas –siguiendo el enfoque de la escuela austríaca o la célebre definición de Greenspan (1989)– o suficientemente pequeño o breve para no requerir un proceso general de indiciación –siguiendo los enfoques clásico y neoclásico de neutralidad del dinero– es compatible con el concepto de estabilidad. El Banco Central Europeo, a partir de la definición de estabilidad de precios que estableció en octubre de 1998, entiende que un incremento anual del Índice Armonizado de Precios al Consumo para el conjunto de la euroárea por debajo del 2% en una perspectiva a medio plazo es compatible con la estabilidad y, por lo tanto, cumple las dos condiciones antes mencionadas.

Esta definición específica de estabilidad de precios permite hacer operativo el objetivo cualitativo establecido en el Tratado de Maastricht. La deflación es incompatible con el concepto de estabilidad, razón por la cual la anterior definición se refiere a «incremento» de precios.

Varios aspectos de la definición de estabilidad del Banco Central Europeo merecen comentarse. En primer lugar, el límite de «por debajo del 2%» es una definición cuantitativa y no un objetivo anual, es decir, se trata de un compromiso permanente. A diferencia de otros bancos centrales que reciben del Gobierno objetivos anuales de inflación, el Banco Central Europeo tiene una definición cuantitativa de estabilidad establecida por él mismo.

Podría parecer que, desde la perspectiva de una estrategia de política monetaria basada en objetivos directos de inflación, no habría mayor diferencia real entre establecer un objetivo de inflación o una definición cuantitativa de estabilidad, por muchas que sean las diferencias conceptuales entre ambos. Pero, precisamente, ésta es la perspectiva a evitar en el caso del Banco Central Europeo. Como es sabido, su estrategia de política monetaria está basada en dos pilares consistentes en una referencia cuantitativa de crecimiento de la cantidad de dinero definido por el agregado M3 (4,5% actualmente) y en una

estimación de los riesgos para la estabilidad sobre la base de la evolución de un conjunto de variables significativas (Banco Central Europeo, 1999). Dicho segundo pilar no debe confundirse con una previsión de inflación ni, por lo tanto, con una estrategia de política monetaria basada en objetivos directos de inflación.

La información suministrada por el amplio y abierto conjunto de variables que se consideran en el segundo pilar de la estrategia no pueden reducirse a una simple proyección de inflación. El Banco Central Europeo parte de la idea de que la respuesta de la política monetaria a los riesgos para la estabilidad depende de la naturaleza y magnitud de dicho riesgo así como de las circunstancias económicas concretas existentes. Precisamente la variada información facilitada por los dos pilares de la estrategia permite enjuiciar las causas concretas de los riesgos para la estabilidad y determinar la respuesta más adecuada de la política monetaria, procedimiento bastante más sofisticado y completo que reducir la información obtenida a una proyección de inflación y actuar en consecuencia más o menos mecánicamente. Una misma proyección de inflación puede derivarse de situaciones económicas distintas (por ejemplo, de un shock de oferta o, alternativamente, de un exceso de demanda) y requerir respuestas diferentes de la política monetaria. Esta cuestión es especialmente importante en el área del euro por la incertidumbre que comporta hacer política monetaria en once países distintos con políticas macroeconómicas heterogéneas aunque coordinadas. En el caso de la zona del euro parece más correcto estudiar separadamente cada una de las variables del modelo de la estrategia y no limitarse a reducir la información obtenida a una previsión de inflación que se confrontaría con la definición de estabilidad o con el objetivo de inflación para decidir la medida apropiada de política monetaria.

Un segundo aspecto a destacar de la anterior definición cuantitativa de estabilidad es que adopta una perspectiva global del conjunto de la euroárea. Un incremento de precios de por debajo del 2% en la euroárea puede implicar niveles de inflación superiores al 2% en determinadas regiones o países, sin que ello signifique incoherencia con, o incumplimiento del, objetivo prioritario de la estabilidad. Al establecer este límite convencional del 2% se ha tenido en cuenta que se trata de una media ponderada, que tendrá

las correspondientes desviaciones en torno a ella. En particular, los países de la euroárea afectados por el efecto Balassa-Samuelson (1994) o con niveles más altos de gasto nominal en relación con la oferta tenderán a situarse por encima del nivel medio de inflación, como es el caso actualmente de España. Si admitimos que la inflación es un fenómeno monetario a medio plazo, los diferenciales de inflación entre los países de la euroárea no pueden ser excesivos con una política monetaria común y no resultan de difícil explicación (Banco Central Europeo, 1999b). Aun así, es importante hacer esfuerzos para limar las rigideces de la oferta e introducir más competencia en los mercados, eliminar reductos inflacionistas y disciplinar la política fiscal, especialmente en los países o regiones con inflación superior a la de la euroárea.

Un tercer punto a destacar de la definición de estabilidad del Banco Central Europeo es su orientación a medio plazo. Dada la volatilidad del índice armonizado de precios al consumo, por el efecto sobre el mismo de impactos por el lado de la oferta y por la existencia de ajustes en los precios relativos, sería inapropiado considerar un malo o unos malos datos aislados de inflación para el conjunto de la euroárea como señal de inestabilidad y reaccionar nerviosa y mecánicamente ante ellos sin adoptar una perspectiva a medio plazo. Todo ello, sin perjuicio de tratar de evitar preventivamente la generación de una espiral inflacionista a partir de incrementos de precios debidos a escaseces de oferta.

El límite del 2% de la definición de estabilidad del Banco Central Europeo debe por tanto relativizarse cuando se aplica a un país o unos países concretos del área o cuando se consideran un o unos pocos datos de inflación de un determinado período.

En cuarto lugar, tampoco la cifra concreta del 2% debe sacralizarse porque, naturalmente, es un convencionalismo. Podría ser algo más alta o algo más baja, exactamente igual que en una autopista el límite de velocidad podría ser de 110 km/h o de 130 km/h en vez de 120 km/h. Tras darle vueltas a este asunto, Stanley Fisher concluye que son aceptables tasas de inflación de entre el 1% y el 3% anual, que es lo que en la práctica muchos bancos centrales entienden por estabilidad.⁽⁴⁾

(4) Fisher (1996), p. 20.

Siguiendo con el símil de la velocidad, de lo que se trata es de que el límite sea lo suficientemente alto para permitir una conducción eficiente, de acuerdo con las posibilidades y preferencias por la velocidad de cada conductor, y para que haya margen para que se produzcan adelantamientos de vehículos. Al mismo tiempo, el límite ha de ser lo suficientemente bajo para compensar posibles errores de medición del velocímetro y para evitar una conducción temeraria. Con el límite del 2% de la definición de estabilidad del Banco Central Europeo sucede algo parecido: es lo suficientemente alto para absorber posibles sesgos en la medición de la inflación derivados del llamado efecto Boskin (1996);⁽⁵⁾ para tener en cuenta la erraticidad de la evolución del índice de precios en el tiempo; para dar margen a que se produzcan variaciones en los precios relativos en un contexto de inflexibilidad a la baja de precios y salarios (Akerlof, Dickens y Perry, 1996); para evitar posibles efectos negativos sobre el crecimiento económico a corto plazo derivados de la necesidad de mantener una política monetaria excesivamente restrictiva con la finalidad de alcanzar o mantener una tasa de incremento de los precios demasiado baja (cuestión antes comentada) y, finalmente, porque «la inflación engrasa los ejes de la política monetaria»⁽⁶⁾ al rebajar el umbral mínimo del tipo de interés real teniendo en cuenta que el tipo nominal no puede estar por debajo de cero, que es la remuneración de la caja.

Otro aspecto a considerar, en quinto lugar, es el relativo al criterio utilizado para definir la estabilidad.⁽⁷⁾ El Banco Central Europeo se ha inclinado, a este respecto, por utilizar la variación del índice de precios en vez de, como alternativa posible, tomar como referencia el nivel del índice de precios, es decir, en vez de definir la estabilidad sobre la base de una senda de evolución del índice de precios a largo plazo. Por así decirlo, el Banco Central Europeo ha optado por un concepto relativo de estabilidad de precios en vez de por un concepto absoluto. Lo segundo, en la práctica, le hubiese probablemente obligado a practicar una política monetaria activista con la finalidad de ir «corrigiendo el tiro» para no apartarse de la senda de estabili-

(5) En relación con esta cuestión en España, véase Ruiz Castillo, Ley e Izquierdo (1999).

(6) Fisher (1996), p. 19.

(7) Véase Fisher (1996), pp. 20-22.

dad establecida, en ocasiones acelerando la inflación y en ocasiones generando deflación.

Debe hacerse notar que la definición de estabilidad por una senda de evolución del índice de precios y su cumplimiento evita el problema de una depreciación a largo plazo del poder adquisitivo del dinero por encima de un límite tolerable, lo cual sólo se asegura en el supuesto de utilizar como criterio de estabilidad la variación de un índice de precios si ningún año se supera el límite del 2%, puesto que los incrementos por encima de este tope se consolidarán. El argumento de que una depreciación a largo plazo del poder adquisitivo del dinero por encima de un límite tolerable perjudica la existencia de contratos financieros a largo plazo, como, por ejemplo, la emisión de bonos a 10 años, se contrarresta fácilmente sugiriendo la emisión de bonos indicados.

Un último punto a mencionar –el sexto, en relación con la definición de estabilidad– que requeriría un amplio desarrollo separado pues tiene mucho contenido, es el referente a la elección del índice de precios más adecuada. La pregunta central sería: ¿qué bien o conjunto de bienes y servicios deben tomarse como referencia de estabilidad de la moneda de modo que su valor relativo con respecto al del numerario se mantenga constante? Las diferentes respuestas posibles a esta pregunta conducen a desarrollos tan variados que podrían ir desde un sistema monetario como el patrón oro, si el bien elegido en la respuesta fuera el valor de dicho metal, hasta una estrategia de política monetaria de tipo de cambio, si el bien elegido en la respuesta fuera el valor de una determinada divisa. En el caso del Banco Central Europeo, la referencia de la estabilidad del euro es el valor ponderado de una cesta de productos. Ello, a su vez, abre nuevos interrogantes en relación con la composición de dicha cesta: ¿deben o no incluirse en ella bienes como la vivienda ocupada en propiedad? O, lo que viene a ser lo mismo, ¿hay que optar por un índice de precios o por un índice del coste de la vida? ¿Qué tratamiento deben tener –si alguno– los activos? Si la subida de la bolsa no se considera inflación, ¿debe considerarse inflación la subida del precio de la vivienda? Si no, ¿por qué sí el de las reparaciones de la vivienda? Y, ¿qué decir de los alquileres y de las hipotecas? La respuesta práctica del Banco Central Europeo a todos estos interrogantes ha sido, pragmáticamente, referirse al índice armonizado de precios al consumo elaborado por la Comisión Europea (Eurostat).

11.2. El euro como moneda internacional

El euro no es sólo una moneda estable. Es una moneda, por supuesto, común a once países europeos y de uso internacional. Lo primero –moneda única de once países– implica la eliminación del riesgo de cambio y la reducción de costes de transacción que tengan lugar entre los socios del club del euro, un espacio de 291 millones de habitantes, que crea el 15,5% del PIB mundial,⁽⁸⁾ con el que los españoles transaccionamos del orden de dos terceras partes de nuestros intercambios exteriores.

Lo segundo –tener como signo monetario una moneda internacional– implica que en muchas operaciones y posiciones exteriores podamos usar nuestra propia moneda como unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de valor y además beneficiarnos de un señoriaje adicional cuando circulen los billetes de euro fuera del área.

Como ejemplo de la importancia internacional actual del euro cabe recordar que del orden de medio centenar de países de fuera del área han adoptado regímenes de tipo de cambio que involucran al euro en mayor o menor grado.⁽⁹⁾ Dichos regímenes de cambio son cajas de conversión (*currency boards*) (Bosnia-Herzegovina, Bulgaria, Estonia), monedas con tipos de cambio fijados al euro (Chipre, la antigua República Yugoslava de Macedonia y 14 países africanos en los que el franco CFA tiene curso legal), monedas con tipo de cambio fijado al de una cesta de monedas que incluye el euro, en algunos casos con una banda de fluctuación limitada (Hungría, Islandia, Polonia, Turquía, etc.), sistemas de flotación intervenida en los que el euro se usa informalmente como moneda de referencia (República Checa, República Eslovaca y Eslovenia) y, naturalmente, monedas de países de la Unión Europea con cambios ligados al euro desde el 1º de enero de 1999 a través del llamado Mecanismo de Tipos de Cambio II, como es el caso de la corona danesa, con una banda de fluctuación de $\pm 2,25\%$, aunque, de hecho, apenas fluctúa, y la dracma griega, con una banda de fluctuación del $\pm 15\%$. En cambio, tenemos que admitir que, hoy por hoy y a pesar de la existencia

(8) Banco Central Europeo (2000), p. 36.

(9) Banco Central Europeo (2000), pp. 57-58.

de importantes intereses españoles y, por tanto, europeos en la zona, Iberoamérica está dolarizada y no euroizada.

El uso del euro como moneda de referencia fuera de Europa aumentará, sin duda, en el futuro, especialmente a partir del 2002 cuando circulen los billetes y monedas denominados en euros. Puede afirmarse que, con el tiempo, el euro llegará a ser junto al dólar –y no «contra» el dólar, puesto que hay sitio para los dos– una gran moneda internacional. A este respecto, importa añadir que la política del Banco Central Europeo es de no beligerancia en cuanto a forzar el uso internacional del euro. Sabemos que ello ocurrirá, en todo caso, de forma espontánea, despacio pero inexorablemente, sin otros impulsos que los derivados del mercado y de la libre decisión de los agentes económicos. El proceso ni será estimulado ni será dificultado por el Banco Central Europeo. La internacionalización del euro no es un objetivo de la política del Banco Central Europeo, sino un proceso que el propio mercado guiará libremente.

El euro cumple las condiciones necesarias para convertirse en una moneda internacional de reserva. Dichas condiciones necesarias se refieren a dos factores básicos: bajo riesgo y gran tamaño.

El factor del bajo riesgo está ligado a la confianza que transmite la moneda y el banco central que la regula, lo cual, a su vez, está relacionado con la estabilidad interna y externa de la divisa. Dicho factor de bajo riesgo tiende a conducir a la diversificación entre monedas internacionales, puesto que la diversificación constituye una estrategia para reducir el riesgo global. Actúa, por así decirlo, como una fuerza centrífuga. Estabilidad interna y externa constituyen las dos caras de una misma moneda por lo que, a largo plazo, el euro tendrá la fortaleza que se derive de su estabilidad, fortaleza que coadyuvará a reforzar la confianza en la nueva divisa europea. El factor que hemos denominado gran tamaño tiene que ver con la importancia demográfica, económica y financiera del área que constituye la jurisdicción de la moneda, lo que podríamos denominar el hábitat de la divisa. Dicho factor tiende, en general, a conducir a la centralización en torno a una o unas pocas monedas internacionales claves. Actúa como una fuerza centrípeta, es un círculo virtuoso que, en nuestro caso, hará que el euro se use cada vez más como moneda internacional.

El factor tamaño o hábitat es relevante porque sin una mínima masa crítica una moneda no puede adquirir relevancia internacional aunque su estabilidad sea elevada. Las cifras de la euroárea no ofrecen dudas a este respecto: su población supera a la de Estados Unidos (271 millones) y a la de Japón (126 millones). El PIB de la euroárea, por otra parte, viene a ser tres cuartas partes del de Estados Unidos y el doble que el de Japón.⁽¹⁰⁾

Pero más que las cifras actuales, lo realmente impresionante es el potencial de desarrollo futuro del espacio euro en términos de población y de producto bruto si, y a medida que se vayan integrando en el área del euro, no sólo los llamados «pre ins» (Dinamarca, Grecia, Reino Unido y Suecia) sino también los trece países que ya son oficialmente candidatos a ser miembros de la Unión Europea (Bulgaria, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, República Checa, Rumania y Turquía).⁽¹¹⁾ Si se acertara a ir integrando y consolidando este hábitat potencial del euro, no cabe duda de que estaríamos alumbrando la que sería la primera potencia económica y monetaria del siglo XXI.

Llegados a este punto conviene insistir en que el objetivo prioritario del euro en el siglo XXI es la estabilidad y no la extensión de su hábitat. De ahí que si se planteara la alternativa entre una euroárea extensa pero con una moneda potencialmente inestable frente a una euroárea más reducida con una moneda estable, ésta última sería, sin duda, la opción elegida. Resulta más fácil escribirlo ahora que escribirlo y decirlo en 1996 y en el propio Francfort, cuando no eran tan numerosos como ahora los partidarios del euro ni muchos los que creían en las posibilidades de España de cumplir los criterios de convergencia para integrarse en el área del euro.⁽¹²⁾

(10) Banco Central Europeo (2000), p. 36.

(11) A raíz de una decisión del Consejo Europeo de diciembre de 1999, Turquía se convirtió también en candidato oficial a la adhesión, pero las condiciones exigidas para el inicio de las negociaciones no han sido cumplidas todavía. (Banco Central Europeo, 2000a, p. 41).

(12) «*I do not mind admitting that if there were a dilemma about this, I would be in favour of stability. I think it would be better to construct the European Monetary Union more slowly and give priority to economic stability. But given the efforts the main European countries are making to converge, I am sure that a significant number of them will meet the convergence criteria and be able to join the Monetary Union with full guarantees of stability. I am sure that Spain will be one of them.*» (Domingo Solans, 1996, p. 8).

11.3. El euro y la integración europea

El futuro del euro en el siglo XXI, como el futuro de Europa, está ligado al correcto avance en el proceso de integración, término a interpretar no sólo en un sentido estrictamente monetario o económico sino, también, más ampliamente, en términos sociales y políticos.

El euro ya está haciendo mucho por la integración financiera europea, particularmente a través de la formulación e instrumentación de la política monetaria común y del sistema integrado de pagos TARGET. Ambos están permitiendo el desarrollo de un auténtico mercado monetario europeo mucho más amplio que la suma de los once mercados monetarios pre-existentes y con un grado de liquidez considerablemente mayor. En general, el euro no ha significado una mera suma de los mercados financieros nacionales de las monedas que se integraron en la moneda única, sino una auténtica multiplicación.⁽¹³⁾

La tendencia hacia una mayor integración y desarrollo de los mercados financieros europeos empezó en los mercados monetarios, particularmente en los mercados monetarios a corto plazo, en los que los efectos de la política monetaria única y de TARGET son más directos. De ahí, los efectos de la integración se han ido extendiendo a los plazos más largos del mercado monetario.

También ha aumentado considerablemente la amplitud, integración y estandarización del mercado de derivados a corto plazo, con un mayor número de operaciones transfronterizas. Destaca, en particular, el mercado de swaps, especialmente los swaps de índices a un día, apoyados en la inmediata y plena aceptación de los índices Eonia y Euribor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro y tipo de referencia para el mercado monetario del euro hasta un año).

El mercado europeo de repos, que también opera a corto plazo pero sobre la base de la existencia de garantías o colateral, se ha beneficiado igualmente de la introducción del euro, aunque su grado de integración es menor que el del mercado monetario a corto plazo sin garantías. Con todo,

(13) Para un mayor desarrollo de la exposición que sigue relativa a la integración de los mercados europeos véase (Banco Central Europeo, 2000, pp. 30-50).

hasta ahora el éxito ha acompañado al desarrollo del mercado de repos y se han evitado problemas potenciales derivados de la redenominación de los títulos y de los cambios metodológicos en el cálculo de los intereses implícitos. El futuro, sin duda, nos tendrá que deparar aún mejoras en el desarrollo del mercado de repos del área del euro, entre otros aspectos en lo relativo a los sistemas de compensación, liquidación y custodia. También debe avanzarse en la armonización de la documentación jurídica utilizada en los pactos de recompra y en la armonización del tratamiento fiscal de los bonos.

El mercado de valores a corto plazo (letras del Tesoro, pagarés de empresa, etc.) sigue mostrando un grado de fragmentación elevado en comparación con el mercado monetario sin garantías y, en menor medida, en comparación con el mercado de renta fija. Se trata de un mercado menos activo a partir de la mejora de la situación fiscal de los países del área y de la concentración de la financiación en la renta fija apoyada en una clara tendencia hacia la titulización de la financiación empresarial. Además, su base de operaciones transfronterizas era, antes del euro, relativamente reducida, en parte por la falta de procedimientos de liquidación adecuados, lo que ayuda a explicar su menor desarrollo e integración.

Otro mercado en el que el efecto de la introducción del euro ha sido visible desde la perspectiva de la integración es el mercado de títulos de renta fija. De hecho, a modo de «efecto anuncio», mucho antes de la introducción del euro el 1º de enero de 1999, ya se pudieron observar nuevas tendencias en dicho mercado como la reducción de los diferenciales de los tipos de interés y la mayor cooperación entre los responsables de los Tesoros del área, lo que ya coadyuvó a una mayor integración y eficiencia de los mercados de deuda pública.

En cuanto al mercado privado de renta fija denominado en euros, su desarrollo ha sido importante tras la introducción del euro, especialmente en el caso de las emisiones de empresas privadas no financieras, las cuales han aumentado más en términos relativos, aunque los emisores privados más importantes siguen siendo los bancos, con más de la mitad del volumen emitido. El aumento de emisiones privadas de renta fija denominadas en euros desde 1999 se ha beneficiado, además de la introducción del euro, del proceso de reestructuración empresarial que está teniendo lugar en Europa, con la

consiguiente necesidad de fondos adicionales asociada a las operaciones de fusión y adquisición de empresas y a las de apalancamiento financiero. Dichas operaciones de reestructuración empresarial, a su vez, se han acelerado tras la introducción del euro al actuar la moneda única de elemento catalizador. En definitiva, desde la introducción del euro en 1999 el modelo de financiación empresarial europeo está moviéndose hacia una estructura más titulizada y relativamente menos dependiente del crédito bancario, aunque no hay razones para creer que la actividad bancaria tradicional no siga creciendo en Europa.

La introducción del euro no ha sido ajena al desarrollo de los mercados de renta variable europeos desde 1999. El aumento de la capitalización bursátil europea no sólo ha obedecido al incremento de las cotizaciones sino también al aumento del número de empresas cotizadas y del volumen de nuevas emisiones, lo que constituye otro ángulo del proceso de aumento de la titulización en curso en Europa. El desarrollo de nuevos mercados bursátiles y las alianzas y fusiones entre los mercados bursátiles europeos como Euronext (Amsterdam, Bruselas y París) e International Exchange (Francfort y Londres), cuyas cotizaciones se realizan en euros, son pasos claros hacia una mayor integración europea propiciada por la nueva divisa continental.

Los efectos del euro en el proceso de integración europea también se han manifestado en la integración bancaria en forma de un número creciente de fusiones que afectan a entidades de gran tamaño. Siempre ha habido fusiones, pero parece claro que la tendencia se ha acentuado con el euro en cantidad y en tamaño de las entidades involucradas. A mitad de la década de los ochenta, en la euroárea había del orden de 11.000 entidades de crédito, frente a unas 8.000 actualmente. Si a las fusiones añadimos los numerosos acuerdos de cooperación entre entidades bancarias, parece claro que podemos concluir que el efecto del euro como elemento sustancial y como catalizador del efecto de otros factores sobre la integración bancaria está siendo decisivo.

La integración económica, monetaria y financiera europea no encierra toda la verdad en relación con el impacto del euro sobre Europa. Una unión monetaria es siempre una operación política, más allá de sus implica-

ciones económicas o técnicas. El euro no sólo se ha creado con la finalidad de mejorar el funcionamiento del mercado único europeo y catalizar el proceso de integración económica y financiera. El euro es, además, una viga maestra de la institucionalización del proyecto político europeo. El desarrollo del euro en el siglo XXI propiciará no sólo la integración económica sino también la integración política europea y, recíprocamente, todos los pasos que se vayan dando en Europa hacia una mayor integración económica y política redundarán en beneficio del euro. Sin euro, el futuro de la integración europea sería problemático; sin una creciente integración europea, el futuro del euro sería incierto.

Orientación bibliográfica

- AKERLOF, G., DICKENS, W. y PERRY, G. (1996): «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 1, pp. 1-59, Washington.
- BALASSA, B. (1964): «The purchasing power parity doctrine: a reappraisal», *Journal of Political Economy*, vol. 72.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (1999): «La estrategia de política monetaria del Eurosistema orientada hacia la estabilidad», *Boletín Mensual*, enero, pp. 45-57.
- (1999a): «El papel internacional del euro», *Boletín Mensual*, agosto, pp. 35-50.
- (1999b): «Diferenciales de inflación en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, octubre, pp. 37-47.
- (2000): «La zona del euro un año después de la introducción de la nueva moneda: principales características y cambios en la estructura financiera», *Boletín Mensual*, enero, pp. 35-51.
- (2000a): «El Eurosistema y el proceso de ampliación de la UE», *Boletín Mensual*, febrero, pp. 41-53.
- BOSKIN, M. *et. al.* (1996): «Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living», Final Report, Senate Finance Committee, Washington.
- DOLADO, J. J., GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. y VIÑALS, J. (1999): «A Cost-Benefit Analysis of Going from Low Inflation to Price Stability in Spain», en Feldstein, M. (1999), pp. 95-132.
- DOMINGO SOLANS, E. (1996): «European Monetary Union from a Spanish perspective». Conferencia en la Hochschule für Bankwirtschaft, Francfort, 4 de octubre de 1996. Mimeo.

- (1999): «La nueva política monetaria del Eurosistema», *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, n.º 4, pp. 189-200.
- ERHARD, L. (1957): «Bienestar para todos», Fundación Ignacio Villalonga, Valencia.
- FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY (1996): «Achieving Price Stability», Jackson Hole Symposium, Agosto 29-31, Wyoming.
- FELDSTEIN, M. (Ed.) (1999): «The Costs and Benefits of Price Stability», National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, Chicago y Londres.
- FISHER, S. (1996): «Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?» en Federal Reserve Bank of Kansas City (1996), pp.7-34.
- GREENSPAN, A. (1989): «Statement before House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs», 24 de enero.
- PHELPS, E. S. (1968): «Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium», *Journal of Political Economy*, vol. 76, parte 2, agosto, pp. 678-711.
- PHILLIPS, A. W. (1958): «The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957», *Economica*, vol. 15, noviembre.
- REES, R. (1970): «The Phillips Curve as a Menu for Policy Choice», *Economica*, vol. 37.
- RUIZ-CASTILLO, J., LEY, E. e IZQUIERDO, M. (1999): *La medición de la inflación en España*, Colección Estudios e Informes, n.º 17, Servicio de Estudios, "la Caixa", Barcelona.
- SAMUELSON, P. A. (1964): «Theoretical notes on trade problems», *Review of Economics and Statistics*, vol. 46.
- SAMUELSON, P. A. y SOLOW, R. M. (1960): «Analytical Aspects of Anti-inflationary Policy», *American Economic Review*, vol. 50.
- TOBIN, J. (1977): «How dead is Keynes?», *Economic Inquiry*, vol. 15, pp. 459-68.
- TÖDTER, K. H. y ZIEBARTH, G. (1999): «Price Stability versus Low Inflation in Germany: An Analysis of Costs and Benefits», en Feldstein, M. (1999), pp. 47-94.

Hechos y protagonistas, 1868-1999

Ana Belén Gracia Andía

Profesora de Economía Aplicada. Universidad de Zaragoza

(Zaragoza, 1972). Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Zaragoza. Profesora del Departamento de Estructura e Historia Económica y Economía Pública de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Zaragoza. Ha trabajado fundamentalmente en temas relacionados con el sector exterior de la economía española contemporánea.

A) CRONOLOGÍA DE LA PESETA Y DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL, 1868-1999

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1868	Creación de la peseta como unidad básica del sistema español por el ministro de Hacienda Laureano Figuerola en el decreto de 19 de octubre. Patrón bimetálico y paridad 100 pesetas = 100 francos franceses.	Patrón oro en Gran Bretaña; progresiva implantación en los países pujantes. Patrón bimetálico (oro-plata): Unión Monetaria Latina (Francia, Italia, Bélgica, Suiza y Grecia).
1873		Alemania se une al patrón oro. Creación de la Unión Monetaria Escandinava (Suecia y Dinamarca; en 1875 se une Noruega).
1874	Decreto de 19 de marzo, elaborado por el ministro de Hacienda José Echegaray. Concede el monopolio de emisión al Banco de España.	Francia permanece con un patrón bimetalista hasta 1874. Italia no acepta la decisión de paso a un patrón oro. Tratado de 1874 provocado por la caída del valor de la plata, limita la acuñación de plata (desmonetización de la plata).
1876	Se decide por el gobierno de la Restauración la implantación progresiva del patrón monometálico oro con nuevas acuñaciones.	
1878		La Unión Monetaria Latina suspende la acuñación de plata.
1879		Estados Unidos se une al patrón oro.
1883	El Banco de España suspende la convertibilidad de sus billetes en oro, conservándola en plata. El abandono del patrón oro trae consigo una larga etapa de flotación.	
1886		Japón se une al patrón oro.
1891	Ley de 14 de julio de 1891 debida al ministro de Hacienda Fernando Cos-Gayón, que regula la actuación del Banco de España. Elevación del tope establecido a la circulación fiduciaria y admisión a pignorcación en el Banco de valores industriales y comerciales.	
1895		Rusia se une al patrón oro.
1896	Inflación de la guerra colonial, emisión de Deuda y depreciación de la peseta.	

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1896-1914		Ligera subida de precios.
1899	Estabilización de Villaverde, dirigida a detener el crecimiento de la circulación fiduciaria suprimiendo los déficit presupuestarios, reduciendo la Deuda y aligerando el peso de sus intereses. La ley de 2 de agosto y el convenio adjunto entre el Estado y el Banco son claves del plan de estabilización.	
1902	Proyecto de Ley de 22 de enero del ministro de Hacienda Urzáiz, que tiende a la reducción de la circulación fiduciaria. Ley de 13 de mayo, debida a Tirso Rodríguez, que pone límite a la expansión fiduciaria y consigue la estabilidad hasta la Gran Guerra.	
1904	Proyecto de Fernández Villaverde para estabilizar el cambio e ir hacia el patrón oro gradualmente.	
1906	Proyectos de Navarro Reverter y de González Besada, en la misma dirección al oro.	
1912	Nuevo proyecto de Rodríguez dirigido a liquidar la cartera de Deuda flotante o del Tesoro del Banco, de modo que la circulación de billetes se regule por metálico y otros valores.	
1914-1918		Primera Guerra Mundial. Abandono generalizado del patrón oro.
1914-1920	Inflación por causa de la guerra, menor que en los países beligerantes. Máxima apreciación de la peseta en 1918.	
1917	Comienza la monetización indirecta de la Deuda (el Banco de España ofrecía condiciones ventajosas para la pignoración por la banca privada de títulos públicos).	
1919		Estados Unidos vuelve al patrón oro.

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1921	Ley de Ordenación Bancaria, cuyo principal inspirador es el ministro de Hacienda, Francisco Cambó. El Banco de España se convierte en el principal instrumento de la política monetaria del Gobierno. Se prorroga el privilegio de emisión del Banco de España hasta 1946. Se le confía la inspección de la banca privada. Creación del Consejo Superior Bancario. Se establece un tipo de interés preferente (bonificación) para las operaciones de redescuento con los otros bancos miembros del Consejo Superior Bancario. Se empieza a regular la política de tipos de cambio con el exterior, con normas para la acción conjunta del Banco y del Gobierno en caso de intervención en el mercado de cambios.	
1922		Conferencia de Génova: Gran Bretaña, Francia, Italia y Japón acuerdan volver al patrón oro y la cooperación entre los bancos centrales. Proponen un patrón de cambios-oro parcial.
1924	Intervenciones en el mercado de cambios; introducción del control de cambios.	
1925		Gran Bretaña vuelve al patrón oro con la paridad de preguerra.
1928	Creación del Comité Interventor del Cambio, intervención dirigida a detener la devaluación de la peseta; sólo logra amortiguaciones de la caída.	Francia vuelve al patrón oro.
1929	Comisión del Patrón oro presidida por D. Antonio Flores de Lemus.	Inicio de la Gran Depresión.
1930	Creación del Centro Regulador Oficial del Cambio. Creación del Centro Oficial de Contratación de Moneda. Se reorganiza por Orden de 21 de mayo de 1931 refundiendo el Centro Regulador Oficial del Cambio y el Centro Oficial de Contratación de Moneda.	Japón vuelve al patrón oro.

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1931	<p>La cotización de la peseta en el mercado exterior es de 9,75 pesetas por dólar o 47,40 por libra esterlina. Salida de capitales.</p> <p>Ley de 26 de noviembre, que refuerza la posición del interés público y del Estado en el Banco de España ampliando el Consejo con tres consejeros de representación corporativa y tres representantes del Estado.</p>	Gran Bretaña abandona el patrón oro. Estados Unidos lo abandona en 1933 y vuelve en 1934.
1936	Autorización al Ministro de Hacienda para trasladar el oro almacenado en el Banco de España a la URSS.	Francia, Suiza, Bélgica, Países Bajos y Polonia abandonan el patrón oro.
1938	Ley de Delitos Monetarios en el bando sublevado.	
1939	<p>Tras el fin de la Guerra Civil se reorganiza la cuestión monetaria. Ley de 25 de agosto, que disuelve el Comité de Moneda Extranjera y crea el Instituto Español de Moneda Extranjera para gestionar el control de cambios.</p> <p>Tres leyes monetarias de 9 de noviembre, para reorganizar el sistema monetario, y Ley de Desbloqueo de 7 de diciembre, que restablece la normalidad monetaria y de pagos tras la Guerra Civil.</p>	Inicio de la Segunda Guerra Mundial.
1942	Ley de 13 de marzo de liquidación de los ejercicios del Banco de España de 1939 a 1941.	
1944		Acuerdo de Bretton Woods. Creación del Fondo Monetario Internacional y del Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo. Patrón de cambio oro-dólar (35 dólares por onza). Paridades ajustables (flexibilidad prohibida al dólar).
1945		El dólar estadounidense y el canadiense, convertibles.

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1946	Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946 firmada por D. Joaquín Benjumea, que consolida los principios monetarios y bancarios establecidos en la anterior legislación (1939-42). Otorga al Gobierno la mayoría de las competencias en política monetaria y convierte al Banco en apéndice del Ministerio de Hacienda.	
1947		Fracaso del intento de hacer convertible a la libra esterlina.
1948	Creación de los tipos de cambio múltiples.	
1949		Creación de la Unión Europea de Pagos.
1951	Autorización de un mercado de divisas controlado en la Bolsa de Madrid.	
1953	Firma de los acuerdos España-Estados Unidos el 26 de septiembre relativos a Ayuda para la mutua Defensa y Convenio de Ayuda Económica.	
1957	Devaluación y unificación teórica del cambio en 40 pesetas por dólar. A continuación vuelven los cambios múltiples a través de las primas y retornos.	
1958		Convertibilidad de las divisas continentales europeas.
1959	Convertibilidad de la peseta. Decreto de 17 de julio de 1959 que fija un cambio de 60 pesetas por dólar (devaluación del Plan de Estabilización).	
1961		Convertibilidad de la libra esterlina.
1962	Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca de 14 de abril. Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, de Nacionalización y Reorganización del Banco de España, en virtud del cual la institución emisora deja de ser una sociedad privada.	
1964		Japón restaura la convertibilidad.
1967	Devaluación (la cotización de la peseta pasó a ser de 70 pesetas por dólar).	Devaluación de la libra. Creación de los Derechos Especiales de Giro.

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1968		Los bancos centrales anuncian la creación de un mercado de oro a dos niveles (privado –que podía fluctuar– y oficial –35 dólares por onza–). Punto de inflexión en Bretton Woods.
1969		Devaluación del franco y revaluación del marco.
1971		Comienza el desmoronamiento del sistema monetario internacional creado en Bretton Woods. En agosto, Estados Unidos anuncia que se abandona la convertibilidad oro del dólar. En diciembre, acuerdo smithsoniano con devaluación del dólar.
1972		La libra obligada a flotar.
1973	Absorción por el Banco de España de las funciones completas del antiguo Instituto Español de Moneda Extranjera, integrando la instrumentación y el desarrollo de la política monetaria interior y exterior.	Nueva devaluación del dólar de un 10%. A la flotación de la libra, el dólar canadiense y el franco suizo se unen el yen y la lira. Fin de los cambios fijos y comienzo de la flotación intervenida. Crisis del petróleo. «Serpiente Monetaria Europea», intento de limitar la fluctuación entre los países del Mercado Común.
1974	Flotación de la peseta.	
1975-1976		Intentos de adaptar el Fondo Monetario Internacional a la realidad de los tipos flotantes y de evitar las fluctuaciones erráticas y las devaluaciones competitivas.
1976	Devaluación de la peseta frente al dólar en un 11%.	
1977	Devaluación de la peseta frente al dólar en un 20%. Pactos de la Moncloa.	
1979		Creación del Sistema Monetario Europeo (franco belga, marco alemán, corona danesa, franco francés, libra irlandesa, lira italiana, florín holandés y libra esterlina, única que no participa en el mecanismo de cambios). Márgenes de fluctuación $\pm 2,25\%$ (excepto la lira italiana $\pm 6\%$).

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1980	Ley de Órganos Rectores del Banco de España.	
1981		Reajustes en el Sistema Monetario Europeo: devaluación de la lira y el franco y revaluación del marco y el florín.
1982	Devaluación de la peseta frente al dólar en un 7,6%.	Nuevos reajustes en el Sistema Monetario Europeo: devaluación del franco belga, la corona danesa, el franco francés y la lira, y revaluación del marco y el florín.
1983		Tercer reajuste general en el Sistema Monetario Europeo: revaluación del marco, el florín, la corona y el franco belga, y devaluación de la libra irlandesa, el franco francés y la lira.
1984		Revisión de la composición del ecu y entrada de la dracma.
1985		Revaluación de todas las monedas del Sistema Monetario Europeo, con la excepción de la lira que se devalúa.
1986	Entrada de España en las Comunidades Europeas.	Reajuste general en el Sistema Monetario Europeo: revaluación del marco, el florín, el franco belga y la corona; devaluación del franco francés y la lira.
1987		Revaluación del marco, el florín y el franco belga. Nuevos intentos de los países más ricos de estabilizar los tipos de cambio nominales por medio de zonas objetivo.
1988	Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.	
1989	Integración de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (65 pesetas por marco). Bandas de $\pm 6\%$.	
1990		Devaluación de la lira y entrada de la libra esterlina.

Año	Peseta	Sistema Monetario Internacional
1992	Libertad de movimientos de capital. Devaluación de la peseta frente al marco en un 5% en septiembre (dentro de la crisis del Sistema Monetario Europeo). Nueva devaluación de un 6% en noviembre.	El escudo portugués se incorpora al Sistema Monetario Europeo en abril. Crisis del Sistema Monetario Europeo en septiembre: devaluación de la lira y revaluación de las restantes (día 14); abandono de la lira y la libra y devaluación de la peseta (día 21). Nueva devaluación, además de la peseta, del escudo en noviembre.
1993	Devaluación de la peseta frente al marco en un 8%.	Devaluación, además de la peseta, de la libra irlandesa y el escudo, y ampliación de las bandas del Sistema Monetario Europeo hasta un $\pm 15\%$.
1994	Ley de Autonomía del Banco de España.	Creación del Instituto Monetario Europeo.
1995	Devaluación de la peseta frente al marco en un 7%.	El chelín austriaco se incorpora al Sistema Monetario Europeo, sin formar parte del ecu. Devaluación, además de la peseta, del escudo.
1996		El marco finlandés se incorpora al Sistema Monetario Europeo. La lira italiana se reincorpora al mecanismo de cambios.
1998	Modificación de la ley de Autonomía del Banco de España para adaptarse a las nuevas condiciones de la Unión Monetaria.	La libra irlandesa se devalúa y la dracma griega se incorpora al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo. Tras este último realineamiento la nueva parrilla de paridades se acordó en el ECOFIN del 2 de mayo para formar los tipos de cambio fijos del 1-I-1999.
1999	El euro sustituye a la peseta como unidad monetaria nacional a un cambio irrevocable de 166,386 pesetas por euro. El Banco de España queda integrado en el Sistema Europeo de Bancos Centrales junto con los bancos centrales del resto de las naciones de la Unión Monetaria y el Banco Central Europeo.	Comienzo de la III fase (moneda única) de la Unión Monetaria Europea. La corona danesa y la dracma griega se incorporan al Sistema Monetario Europeo II.

B) JEFES DE ESTADO, PRESIDENTES DEL CONSEJO DE MINISTROS, MINISTROS DE ECONOMÍA O HACIENDA Y GOBERNADORES DEL BANCO DE ESPAÑA, 1868-1999

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
Francisco Serrano Domínguez 8-X-1868	Laureano Figuerola 8-X-1868	Manuel Cantero San Vicente 24-X-1868
Juan Prim 18-VI-1869	Constantino Ardanaz 13-VII-1869	
Amadeo de Saboya		
Juan Prim	Laureano Figuerola 1-XI-1869 Segismundo Moret 2-XII-1870	
Francisco Serrano Domínguez 4-I-1871	Práxedes Mateo Sagasta 10-VII-1871	
Manuel Ruiz Zorrilla 24-VII-1871	Servando Ruiz Gómez 24-VII-1871	
José Malcampo 5-X-1871	Santiago de Angulo 5-X-1871	
Práxedes Mateo Sagasta 21-XII-1871	Juan Francisco Camacho 20-II-1872	
Francisco Serrano Domínguez 26-V-1872	José Elduayen Alcatarena 26-V-1872	
Manuel Ruiz Zorrilla 13-VI-1872	Servando Ruiz Gómez 13-VI-1872 José Echegaray y Eizaguerri 19-XII-1872	
Estanislao Figueras 11-II-1873	Juan Tutau Verges 24-II-1873	
Francisco Pi i Margall 11-VI-1873	Teodoro Ladico y Font 11-VI-1873 José Carvajal y Hué 28-VI-1873	
Nicolás Salmerón Alonso 18-VII-1873		

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
Emilio Castelar 7-IX-1873	Manuel Pedregal y Cañedo 8-IX-1873	
Francisco Serrano Domínguez 3-I-1874	Práxedes Mateo Sagasta 3-I-1874 José Echegaray y Eizaguerri 4-I-1874	
Juan de Zavala 26-II-1874	Juan Francisco Camacho 13-V-1874	
Práxedes Mateo Sagasta 3-IX-1874		
Alfonso XII		
Antonio Cánovas del Castillo 31-XII-1874	Pedro Salaverría 31-XII-1874	
Joaquín Jovellar 12-IX-1875		
Antonio Cánovas del Castillo 2-XII-1875	Antonio Cánovas del Castillo 22-VI-1876 José García Barzanallana 25-VII-1876 Manuel de Orovio y Echagüe 11-VII-1877	Pedro Salaverría 18-I-1877 José Elduayen y Gorriti 22-X-1877 Martín Belda y Mencia del Barrio 18-II-1878
Arsenio Martínez Campos 7-III-1879		
Antonio Cánovas del Castillo 9-XII-1879	Fernando Cos Gayón 19-III-1880	
Práxedes Mateo Sagasta 8-II-1881	Juan Francisco Camacho 8-II-1881 Justo Pelayo Cuesta 9-I-1883	Antonio Romero Ortiz 3-III-1881

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
José de Posada Herrera 13-X-1883	José Gallostra y Frau 13-X-1883	Juan Francisco Camacho 28-X-1883
Antonio Cánovas del Castillo 18-I-1884	Fernando Cos Gayón 18-I-1884	Francisco de Cárdenas 26-I-1884 Salvador de Albacete y Albert 13-II-1885
María Cristina de Habsburgo		
Práxedes Mateo Sagasta 27-XI-1885	Juan Francisco Camacho 27-XI-1885 Joaquín López Puigcerver 2-VIII-1886 Carlos Navarro y Rodrigo 22-VIII-1887 Joaquín López Puigcerver 9-IX-1887 Venancio González y Fernández 11-XII-1888 Manuel Eguillor y Llaguno 21-I-1890	
Antonio Cánovas del Castillo 5-VII-1890	Fernando Cos Gayón 5-VII-1890 Juan de La Concha Castañeda 23-XI-1891	Cayetano Sánchez Bustillo 18-VIII-1890 Juan Francisco Camacho 28-XI-1891 Santos Isasa y Valseca 11-IV-1892
Práxedes Mateo Sagasta 11-XII-1892	Germán Gamazo y Calvo 11-XII-1892 Amós Salvador y Rodrigáñez 12-III-1894 José Canalejas y Méndez 17-XII-1894	Pío Gullón e Iglesias 30-XII-1892
Antonio Cánovas del Castillo 23-III-1895	Juan Navarro Reverter 23-III-1895	Santos de Isasa y Valseca 8-IV-1895 Manuel Aguirre y Tejada y O'neal y Eulate 20-IX-1895 José García Barzanallana 21-XII-1895

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
Marcelo Azcárraga y Palmero 8-VIII-1897		
Práxedes Mateo Sagasta 4-X-1897	Joaquín López Puigcerver 4-X-1897	Manuel de Eguillor Llaguno 19-X-1897
Francisco Silvela y de Le Vielleuze 4-III-1899	Raimundo Fernández Villaverde 4-III-1899	Luis María de La Torre y de La Hoz 7-III-1899 Antonio María Fabié 28-X-1899 Juan de La Concha Castañeda 4-I-1900
Marcelo Azcárraga y Palmero 23-X-1900	M. Allendesalazar y Muñoz de Salazar 6-VII-1900	
Práxedes Mateo Sagasta 6-III-1901	Ángel Urzáiz Cuesta 6-III-1901	Pío Gullón e Iglesias 15-IV-1901
Alfonso XIII	Tirso Rodrigáñez y Sagasta 19-III-1902	
Práxedes Mateo Sagasta	Manuel de Eguillor y Llaguno 15-XI-1902	Andrés Mellado y Fernández 28-VII-1902
Francisco Silvela y de Le Vielleuze 6-XII-1902	Raimundo Fernández Villaverde 6-XII-1902 Faustino Rodríguez San Pedro 25-III-1903	Antonio García Alix 9-XII-1902
Raimundo Fernández Villaverde 20-VII-1903	Augusto González Besada Mein 20-VII-1903	José Sánchez Guerra y Martínez 20-VII-1903
Antonio Maura y Montaner 5-XII-1903	Guillermo J. de Osma y Scull 5-XII-1903	Tomás Castellanos y Villarroya 11-XII-1903
Marcelo Azcárraga y Palmero 16-XII-1904	Tomás Castellanos y Villarroya 16-XII-1904	Manuel Allendesalazar 20-XII-1904
Raimundo Fernández Villaverde 27-I-1905	Antonio García Alix 27-I-1905	
Eugenio Montero Ríos 23-VI-1905	Ángel Urzáiz Cuesta 23-VI-1905	

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
	José Echegaray y Eizaguirre 18-VII-1905	Trinitario Ruiz Cap Depón 21-VIII-1905
Segismundo Moret y Prendergast 1-XII-1905	Amós Salvador Rodríguez 1-XII-1905	Fernando Merino Villarino 27-VI-1906
José López Domínguez 6-VII-1906	Juan Navarro Reverter 6-VII-1906	
Segismundo Moret y Prendergast 30-XI-1906	Eleuterio Delgado y Martín 30-XI-1906	
Antonio Aguilar y Correa 4-XII-1906	Juan Navarro Reverter 4-XII-1906	
Antonio Maura y Montaner 25-I-1907	Guillermo J. de Osma y Scull 25-I-1907 Cayetano Sánchez Bustillo 23-II-1908 Augusto González Besada Mein 14-IX-1908	José Sánchez Guerra 28-I-1907 Antonio García Alix 21-IX-1908
Segismundo Moret y Prendergast 21-X-1909	Juan Alvarado y del Sal 21-X-1909	Fernando Merino Villarino 2-XI-1909
José Canalejas y Méndez 9-II-1910	Eduardo Cobián y Roffignac 9-II-1910 Tirso Rodríguez y Sagasta 3-IV-1911 Juan Navarro Reverter 12-III-1912	Tirso Rodríguez y Sagasta 12-II-1910 Eduardo Cobián y Roffignac 10-IV-1911
Álvaro de Figueroa y Torres 14-XI-1912	Félix Suárez Inclán 31-XII-1912	
Eduardo Dato 27-X-1913	Gabino Bugallal Araujo 27-X-1913	Lorenzo Domínguez Pascual 14-XI-1913
Álvaro de Figueroa y Torres 9-XII-1915	Ángel de Urzáiz y Cuesta 9-XII-1915	Manuel de Eguillor Llaguno I-1916

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
	Miguel Villanueva y Gómez 25-II-1916 Santiago Alba Bonifaz 30-IV-1916	Amós Salvador y Rodrigáñez VII-1916
Manuel García Prieto 20-IV-1917		
Eduardo Dato 11-VI-1917	Gabino Bugallal Araujo 11-VI-1917	Lorenzo Domínguez Pascual VI-1917
Manuel García Prieto 1-XI-1917	Juan Ventosa y Calvell 3-XI-1917 José Caralt y Sala 2-III-1918	Tirso Rodrigáñez y Sagasta XI-1917
Antonio Maura 21-III-1918	Augusto González Besada Mein 23-III-1918	
Manuel García Prieto 9-XI-1918	Santiago Alba Bonifaz 9-XI-1918	
Álvaro de Figueroa y Torres 5-XII-1918	Fermín Cabeltón y Blanchón 5-XII-1918 José Gómez Acebo y Cortina 31-I-1919	
Antonio Maura 15-IV-1919	Juan de la Cierva y Peñafiel 15-IV-1919	Manuel Allendesalazar IV-1919
Joaquín Sánchez de Toca 19-VII-1919	Gabino Bugallal Araujo 19-VII-1919	Eduardo Sanz Escartín X-1919
Manuel Allendesalazar 12-XII-1919		
Eduardo Dato 5-V-1920	Lorenzo Domínguez Pascual 5-V-1920 Manuel Argüelles Argüelles 28-I-1921	
Manuel Allendesalazar 12-III-1921	Mariano Ordóñez García 7-VII-1921	José Maestre Pérez III-1921
Antonio Maura 13-VIII-1921	Francisco Cambó y Batllé 14-VIII-1921	Luis A. Sedó Guichard VIII-1921

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
José Sánchez Guerra 8-III-1922	Francisco Bergamín García 8-III-1922 Juan José Ruano de La Sota 4-XII-1922	Salvador Bermúdez de Castro y O'Lawlor III-1922
Manuel García Prieto 7-XII-1922	José Manuel Pedregal y Sánchez 7-XII-1922 Miguel Villanueva y Gómez 4-IV-1923 Félix Suárez Inclán y González 3-IX-1923	Tirso Rodrigáñez y Sagasta I-1923-IX-1923
Miguel Primo de Rivera 13-IX-1923	Directorio militar José Calvo Sotelo 3-XII-1925 Francisco Moreno Zulueta 21-I-1930	Carlos Vergara Cailleaux 5-II-1924 José Manuel Figueras Dotti 21-X-1929
Dámaso Berenguer 30-I-1930	Manuel Argüelles Argüelles 30-I-1930 Julio Wais San Martín 19-VIII-1930	Juan Antonio Gamazo y Abarca II-1930 Federico Carlos Bas Vassallo VIII-1930
Juan B. Aznar 18-II-1931	Juan Ventosa y Calvell 18-II-1931	
Niceto Alcalá Zamora 14-IV-1931	Indalecio Prieto Tuero 15-IV-1931	Julio Carabias Salcedo IV-1931
Niceto Alcalá Zamora		
Manuel Azaña 15-XII-1931	Jaime Carner Romeu 16-XII-1931 Agustín Viñuales Pardo 12-VI-1933	Manuel Marraco Ramón IX-1933
Alejandro Lerroux 12-IX-1933	Antonio de Lara y Zárate 12-IX-1933	
Diego Martínez Barrio 8-X-1933		

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros		Ministros de Hacienda o Economía (*)		Gobernadores del Banco de España	
Alejandro Lerroux 16-XII-1933				Alfredo de Zavala y Lafora III-1934	
Ricardo Samper 28-IV-1934		Manuel Marraco y Ramón 28-IV-1934		Alejandro Fernández de Araoz IV-1935 Alfredo de Zavala y Lafora V-1935	
Alejandro Lerroux 4-X-1934		Alfredo de Zavala y Lafora 3-IV-1935 Joaquín Chapaprieta 6-V-1935			
Joaquín Chapaprieta y Torregrosa 23-IX-1935					
Manuel Portela Valladares 15-XII-1935		Manuel Rico Avelló 31-XII-1935			
Manuel Azaña 19-II-1936		Gabriel Franco López 19-II-1936		Luis Nicolau d'Òlwer II-1936	
Manuel Azaña					
Santiago Casares Quiroga 12-V-1936		Enrique Ramos y Ramos 12-V-1936			
<i>Gobiernos Republicanos</i> José Giral 19-VII-1936	<i>Gobiernos «Nacionales»</i> Cabanelas (JDN) 24-VII-1936 Francisco Franco I-X-1936 (JTE:29-IX-1936) Francisco Franco 31-I-1938	<i>Gobiernos Republicanos</i> Enrique Ramos 19-VII-1936	<i>Gobiernos «Nacionales»</i> Andrés Amado y Reygonbaud 1-X-1936	Luis Nicolau d'Òlwer (Gob.) Pedro Pan y Gómez (Subgob.) Antonio Goicoechea IV-1938	
Francisco Largo Caballero 4-IX-1936		Juan Negrín 4-IX-1936			
Juan Negrín 17-V-1937		Francisco Méndez Aspe 5-IV-1938			
Francisco Franco 9-VIII-1939		José Larraz López 9-VIII-1939		Antonio Goicoechea 9-VIII-1939	

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
	<p>Joaquín Benjumea Burín 19-V-1941</p> <p>Francisco Gómez del Llano 19-VII-1951</p> <p>Mariano Navarro Rubio 25-II-1957</p> <p>Juan José Espinosa San Martín 7-VII-1965</p> <p>Alberto Monreal Luque 29-X-1969</p>	<p>Francisco de Cárdenas y de la Torre VIII-1950</p> <p>Joaquín Benjumea y Burín IX-1951-XII-1963</p> <p>Mariano Navarro Rubio VII-1965</p> <p>Luis Coronel de Palma VII-1970</p>
Luis Carrero Blanco 11-VI-1973	Antonio Barrera de Irimo 11-VI-1973	
Carlos Arias Navarro 3-I-1974	Rafael Cabello de Alba y Gracia 30-X-1974	
Juan Carlos I		
Carlos Arias Navarro	Juan M. Villar Mir 13-XII-1975	
Adolfo Suárez 7-VII-1976	Eduardo Carriles Garralaga 7-VII-1976	
	Enrique Fuentes Quintana 4-VII-1977	José María López de Letona VIII-1976
	Fernando Abril Martorell 1-II-1978	
	José Luis Leal Maldonado 6-IV-1979	
	Juan Antonio García Díez 8-IX-1980	José Ramón Álvarez Rendueles III-1978
Leopoldo Calvo-Sotelo 26-II-1981		

Jefes de Estado y Presidentes del Consejo de Ministros	Ministros de Hacienda o Economía (*)	Gobernadores del Banco de España
Felipe González 3-XII-1982	Miguel Boyer Salvador 3-XII-1982 Carlos Solchaga Catalán 6-VII-1985 Pedro Solbes Mira 13-VII-1993	Mariano Rubio Giménez VII-1984 Luis Ángel Rojo Duque VII-1994
José María Aznar 5-V-1996	Rodrigo Rato 5-V-1996	Jaime Caruana Lacorte VII-2000

(*) Nota: Se ha considerado al ministro encargado de las cuestiones monetarias y financieras de la economía española en cada una de las épocas. Tradicionalmente la denominación Ministro de Hacienda ha sido la más frecuente en España, aunque en fechas recientes predomina la de Ministro de Economía.

Fuentes: Elaboración propia. Se han utilizado entre otros los siguientes trabajos: *La Banca española en la Restauración II*, Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid, 1974.

Enrique Fuentes Quintana *et al.* (1997): *La Hacienda en sus ministros: Franquismo y Democracia*, Zaragoza: Prensas Universitarias de Zaragoza. *El Banco de España: Dos siglos de historia 1782-1982*, Madrid, 1982. *Banco de España Colección de Pintura*, edición de José María Viñuela Díaz, Madrid, 1985. *Los billetes del Banco de España 1782-1974*, ed. Banco de España, Madrid, 1974. *El Banco de España: una historia económica*, ed. Banco de España, Madrid, 1970. Además se han consultado diversas publicaciones oficiales.

La peseta y su imagen a lo largo de su historia

Miquel Crusafont i Sabater

Anna M. Balaguer

Doctores en Historia

Societat Catalana d'Estudis Numismàtics (IEC)



Pieza de dos reales de plata a nombre de los Reyes Católicos. Se trata del más remoto antecedente de la peseta. En la época medieval la unidad en plata era el real. La avalancha de plata americana devaluó los metales frente a las mercancías. Por ello surgen ahora los múltiplos del real.



Pieza de dos reales de plata de Carlos I acuñada en Méjico. Además de los múltiplos de dos reales también se batieron piezas de cuatro y de ocho reales. Mucha de la plata que circulaba en la península era de procedencia y acuñación americana.



Pieza de dos reales de Felipe II. En castellano, los múltiplos se denominaban real de a dos, real de a cuatro y real de a ocho para las piezas de dos, cuatro y ocho reales, respectivamente. En catalán se optó por llamarlas piezas («peces»): «peça de dos», «peça de quatre» y «peça de vuit». Como sea que la pieza de dos reales era la más pequeña entre los múltiplos, se la designó con el diminutivo catalán «peceta» (pieccecita).



Pieza de dos reales del archiduque Carlos, pretendiente de la corona de España en la Guerra de Sucesión (1705-1714), acuñada en Barcelona, donde se las denominaba «pecetes carolines». A raíz de las campañas militares del archiduque, este numerario se extendió por toda la península, lo que provocó la adopción del nombre catalán «peceta» que, finalmente, se fijó en la forma castellana de peseta.



Pieza de dos reales de Felipe V acuñada en Sevilla y que sigue la tradición anterior de los Austria. A mediados de su reinado ya se encuentra en la documentación castellana el apelativo de peseta aplicado a este tipo de monedas.



Pieza americana a nombre de Felipe V, que sigue la tipología de las columnas introducidas por Carlos I. Por ello se las llamaba pesetas columnarias. Ésta es de Méjico, donde se acuñaban piezas de buena calidad técnica y de grabado cuidado.



Pieza americana a nombre de Felipe V acuñada en Potosí, de grabado y factura muy deficientes. La mayor parte de la producción americana era de buena planta pero de fabricación muy tosca. Estas piezas se llamaban macuquinas.



Pieza de dos reales a nombre de Carlos III acuñada en Madrid. En su época se generaliza la figura real en las monedas. Paulatinamente el nombre peseta se consolida y en tiempos de Fernando VII ya aparece en la documentación oficial, a pesar de que las monedas siguen siendo de dos reales.



Peseta de Barcelona de la ocupación napoleónica. Es la primera vez que la palabra peseta aparece grabada en una moneda, pero todavía falta medio siglo para que la peseta sea la unidad monetaria española.



Peseta barcelonesa a nombre de Isabel II.



Cincuenta céntimos de escudo de Isabel II, el equivalente metálico de la peseta de una de sus numerosas reformas monetarias. Se trata del valor equivalente al antiguo real de a dos.



La primera peseta, unidad monetaria española fue acuñada por el Gobierno Provisional que se creó tras el destronamiento de Isabel II. Se eligió un valor concorde con la unidad de plata de la Unión Monetaria Latina con la que se pretendía converger y se adoptó el nombre popular de peseta que designaba a este valor.



Peseta a nombre de Alfonso XII. Restablecida la monarquía, se mantuvo la antigua iconografía del busto real, pero también la unidad monetaria o peseta. Por aquel entonces ya nadie recordaba el origen catalán del nombre.



Peseta de plata acuñada por la II República en el 1933. Fue la última vez que se acuñaron pesetas en metal precioso y con las características metálicas establecidas por el Gobierno Provisional.



Peseta de latón de la II República acuñada en el 1937. Ante las dificultades de acopio de plata y los riesgos de atesoramiento, el Gobierno decidió batir las primeras piezas de latón. Al aparecer en el anverso la personificación femenina de la República en color amarillo, popularmente se las denominó «rubias».



Peseta del Gobierno de Franco, la primera en metal, acuñada a partir del 1944. Como la mayor parte de los dictadores, Franco evitó en un principio representar su efigie en la moneda y optó por temas neutros o simbología de tipo patriótico.



Pesetas y múltiplos en papel de las primeras emisiones plenamente franquistas, con el escudo modificado y los temas recurrentes de los Reyes Católicos y la gesta americana.



Peseta con la estampa de Franco, que se seguían denominando «rubias», ciertamente por el metal, no por la estampa. La peseta de papel desaparece y la efigie del «Caudillo por la gracia de Dios» se va generalizando paulatinamente hasta ocupar todos los valores monetarios metálicos.



Peseta de Juan Carlos I, todavía de aleación amarilla, es decir, rubia. En el reverso se mantiene el escudo franquista desde 1975 hasta 1980.



Peseta de Juan Carlos I, finalmente con el escudo monárquico. Por primera vez se acuña la peseta en aluminio. Por lo demás, se mantiene la tipología del anverso y el tamaño respecto a los modelos anteriores.



Otra peseta de Juan Carlos I. Una diminuta pieza de aluminio es, probablemente, el último tipo de peseta antes del euro.

Índice de cuadros y gráficos

	PÁG.
Circulación monetaria, 1874-1918	47
Magnitudes monetarias, 1874-1918	49
Índices de precios, 1868-1914	58
Precios relativos, 1868-1918	59
Tipos de cambio, 1868-1918	61
El tipo de cambio nominal entre la peseta y el dólar, 1915-1935	71
La oferta monetaria y el tipo de cambio de la peseta, 1920-1935	81
Índice de precios de consumo, 1940-1959	111
Oferta monetaria, deflactor del PIB y Producto Interior Bruto en índices, 1941-1959	112
Oferta monetaria, crédito dispuesto con garantía de valores, 1941-1959	114
Tipo de cambio de la peseta (promedios de las balanzas comercial y básica y mercado de Tánger), 1941-1959	120
Tipo de cambio y variación de reservas, 1959-1973	127
Tasas anuales de inflación (IPC), 1959-1973	127
Activos del Banco de España y base monetaria, 1959-1973	128
Balanza de pagos de España, 1959-1973	128
Cantidad de dinero, precios y PIB, 1974-1989	158
Balanza de pagos y saldo presupuestario, 1974-1989	160
La posición exterior de la economía española, 1974-1989	161
Tipo de cambio nominal, 1974-1989	166
La peseta en el Sistema Monetario Europeo, 1989-1998	172
Evolución de los agregados monetarios, 1989-1998	173
Tipo de cambio y reservas, 1989-1998	174

	<u>PÁG.</u>
Evolución del índice de tipo de cambio real con la Unión Europea, 1989-1998	176
Evolución de los tipos de interés, 1989-1998	184
La convergencia en inflación, 1996-1998	187
<i>Output gap</i> , 1973-1999	196
Correlación en los ciclos económicos entre España y los países de la Unión Europea (medida por el <i>output gap</i>), 1973-1999	198
