Pablo Martín-Aceña*

HISTORIA MONETARIA DE ESPAÑA. DE LA PESETA AL EURO

La moderna historia monetaria española tiene su punto de partida en 1868 con la adopción de la peseta como unidad de cuenta. El sistema bimetalista implantado fue similar al que estableció la Unión Monetaria Latina formada en 1865, aunque España no se adhirió formalmente a la Unión. Tampoco adoptó el patrón oro cuando el bimetalismo fue abandonado por la mayoría de los países más avanzados, quedando aislada de la comunidad monetaria internacional. La guerra civil española dividió el país en dos mitades financieras. En el primer período franquista, España quedó fuera del Fondo Monetario Internacional y el aislamiento continuó hasta el Plan de Estabilización de 1959. Después comenzó, por fin, el largo camino hacia la integración del sistema monetario español con el sistema internacional, cuyo exitoso final ha sido formar parte del grupo que constituyó la Unión Económica y Monetaria.

Monetary history of Spain. From the peseta to the euro

The modern Spanish monetary history begins in 1868 with the adoption of the peseta as the national common currency. The bimetallic system introduced was similar to that of the Latin Monetary Union established in 1865, although Spain did not join formally the Union. Neither adopted the gold standard system when bimetallism was abandoned by the majority of the most developed nations. Spain's monetary system remained isolated from the international monetary community. The Spanish Civil War divided the country in two financial areas. Later, during the first decades of the Franco regime, Spain was not allowed to join the International Monetary Fund, and hence isolation remained, at least until 1959 when a Stabilization Plan was introduced. Thereafter began the long way towards the integration of the Spanish monetary system with the international system. The final step has been to be part of the group of countries that form the Economic and Monetary Union.

Palabras clave: historia monetaria, bimetalismo, patrón oro, peseta, euro, Banco de España, Eurosistema.

Keywords: monetary history, bimetallism, gold standard, peseta, euro, Bank of Spain, Eurosystem.

JEL: N23, N24.

* Universidad de Alcalá.

Versión de octubre de 2023.

<https://doi.org/10.32796/ice.2023.933.7686>

1. Introducción: la peseta, 1868

La moderna historia monetaria española arranca en 1868. Este año, un decreto de 19 de octubre del Gobierno provisional presidido por el general Serrano introdujo la peseta, en sustitución del escudo y del antiguo real, como la única unidad monetaria en todos los dominios españoles. En prosa grandilocuente y radical, el preámbulo del decreto firmado por el ministro de Hacienda, Laureano Figuerola, decía, *expressis verbis*, que:

«El triunfo de la revolución iniciada en el glorioso alzamiento de Cádiz hace indispensable una medida de grandísima importancia: la reacuñación de la moneda. En la nueva era que las reformas políticas y económicas, imposibles durante la existencia del régimen caído, abren hoy para nuestro país, conviene olvidar lo pasado, rompiendo todos los lazos que a él nos unían, y haciendo desaparecer del comercio y del trato general de las gentes, aquellos objetos que pueden con frecuencia traerlo a la memoria. La moneda de cada época ha servido siempre para marcar los diferentes períodos de la civilización de un pueblo, presentando en sus formas y lemas el principio fundamental de la Constitución y modo de ser de la soberanía, y no habiendo hoy en España más poder que la Nación, ni otro origen de la Autoridad que la voluntad nacional, la moneda sólo debe ofrecer a la vista la figura de la patria, y el escudo de las armas de España, que simbolizan nuestra gloriosa historia hasta el momento de constituirse la unidad política bajo los Reyes Católicos; borrando para siempre de ese escudo las lises borbónicas y cualquier otro signo o emblema de carácter patrimonial o de persona determinada».

Junto a esta declaración política para justificar la reforma, el decreto exponía, asimismo, el motivo económico por el cual se realizaba: alinear el sistema monetario español con el de las naciones europeas, en particular con las de la Unión Monetaria Latina (UML), la primera iniciativa europea para la creación de una unión

monetaria internacional. Fue constituida en 1865 por Francia, Bélgica, Italia y Suiza, a la que Grecia y Rumanía se adhirieron posteriormente en 1868. Con la adopción de la peseta se trataba de ajustar el sistema español al convenio que había dado nacimiento a dicha Unión.

El decreto disponía: *i)* el establecimiento de la peseta como moneda efectiva equivalente a 100 céntimos; *ii)* la acuñación de monedas de oro de 100, 50, 20, 10 y 5 pesetas, con ley de 900 milésimas de fino; *iii)* la acuñación de monedas de plata de cinco pesetas también con 900 milésimas, y de monedas de dos y una peseta y de 0,50 y 0,20 con una ley de menor de 835 milésimas; y *iv)* las monedas de bronce a acuñar debían ser las de 10, 5, 2 y 1 céntimos. Se establecía la acuñación libre de oro y plata, con lo cual el sistema era bimetalista total; pero la acuñación de plata divisionaria solo podía hacerse por cuenta del Estado. Se disponía, además, que el Gobierno por medio de tratados o en régimen de reciprocidad podía admitir en España piezas extranjeras de oro y de plata de ley igual a la de la española. La equivalencia legal entre el oro y la plata quedó fijada en 1:15,5; es decir, la ratio acordada en la Convención Monetaria de 1865 y que a su vez era el valor adoptado en Francia por la ley Germinal del año XI (28 de marzo de 1809). Al nacer, las paridades de la peseta con el franco, la libra esterlina y el dólar eran una peseta igual a un franco, un dólar equivalente a 5,18 pesetas y un libra a 25,22 pesetas.

Ahora bien, aunque la norma creó la peseta como la unidad monetaria nacional, añadió, de manera sorprendente, que «España no entra, sin embargo, a formar desde luego parte de la unión monetaria establecida por las cuatro Naciones indicadas, ni se somete a las obligaciones del referido convenio; conservando su libertad de acción para todo lo que no se determina de un modo expreso (*sic*) en el presente decreto».

Pese a ello, lo cierto es que se planteó desde el primer momento la conveniencia de adherirse a la Convención Monetaria. El Gobierno español acudió a la Conferencia Monetaria Internacional celebrada en

París con motivo de la Exposición de 1867. La delegación española se mostró partidaria de la entrada en la Unión Latina y el Gobierno hizo sondeos en este sentido. Los partidarios del ingreso aducían que facilitaría el comercio y las relaciones entre los pueblos, porque impulsaría la riqueza y contribuiría al progreso de la civilización y la libertad: «adoptando los tipos monetarios del convenio internacional, España abre los brazos a sus hermanas de Europa, y da una nueva y clara muestra de la resolución inquebrantable con que quiere unirse a ellas, para entrar en el congreso de las Naciones libres, de que por tanto tiempo la han tenido alejada». Frente a ello, aparecieron detractores que sostenían que integrarse en la UML significaba la pérdida de autonomía monetaria, situando al país en una posición de dependencia de países extranjeros. Tres eran los inconvenientes que destacaban. Primero, la solidaridad que contraían los países en las crisis comerciales y monetarias que llevaría a responder de los desaciertos en la gestión económica provocados por terceros. Segundo, por los abusos que alguna de las naciones podían cometer en la fabricación de las monedas, los cuales repercutirían en los demás y serían difíciles de impedir. Por último, que las acuñaciones las harían las naciones ricas y los gobiernos poderosos. La adhesión a la UML implicaba la admisión de las monedas de otros países e impedía cambios en el contenido metálico de las mismas, aunque ello conviniese. La ausencia de una autoridad monetaria nacional también dejaría a la economía indefensa ante las decisiones de los bancos centrales extranjeros. Se impusieron estos últimos, los defensores del «nacionalismo monetario».

La no adhesión española a la UML fue un error y un mal precedente, pues hubiese sido lógico sumarse a la Convención por los motivos que se aducían en el propio decreto de creación de la peseta. El argumento de no querer someterse a las obligaciones monetarias derivadas del mismo y conservar la libertad de movimientos monetarios era una falacia, puesto que la economía española era pequeña, dependiente de la de sus vecinos europeos e improbable que pudiese evitar las

fluctuaciones y crisis que se produjeran allende de sus fronteras. La no adhesión implicó el aislamiento parcial de la moneda española. No fue la última vez que ocurrió.

2. Bimetralismo y patrón oro: 1868-1899

Dos hitos marcan este período de la historia monetaria española. La concesión del monopolio de emisión al Banco de España en 1874 y la persistente desconexión de la peseta con el resto de las monedas del sistema monetario internacional.

El Banco de España, la tercera entidad emisora más antigua del mundo, se fundó en 1782 con el nombre de Banco de San Carlos. En 1829 cambió su denominación por la de Banco de San Fernando y en 1856 fue cuando tomó su actual razón social. Una ley de este último año abrió una etapa de pluralidad emisora que rompió el cuasi monopolio del que hasta entonces había disfrutado. La etapa duró poco, pues un segundo y célebre decreto de 19 de marzo de 1874, firmado por José Echegaray, a la sazón ministro de Hacienda del Gobierno presidido por Práxedes Mateo Sagasta, liquidó la pluralidad y otorgó al Banco de España el exclusivo privilegio de emisión en todo el país. La entidad asumió, así, una de las funciones esenciales de un banco central como responsable de la convertibilidad metálica (en oro o en plata) de sus billetes y de la estabilidad interior y exterior de la moneda. Una responsabilidad que, como se tendrá ocasión de comprobar, solo ejerció a medias.

El segundo hito, igual de trascendental, fue la no adhesión de España al patrón oro, que desde mediados de los años ochenta se convirtió en la base del sistema monetario internacional. Gran Bretaña, el líder económico y financiero mundial lo implantó en 1821, al que siguió Portugal en 1854, dados los nexos comerciales entre ambas naciones. Y a partir de 1870, con la difusión de la Revolución Industrial por toda Europa y el descenso imparable del precio de la plata causado por un aumento de su producción, la huida del bimetralismo —hasta entonces mayoritario— se precipitó. El Imperio

alemán adoptó el patrón oro en 1871 y en 1872 lo hicieron los países de la Unión Monetaria Escandinava. Estados Unidos, una de las naciones más fieles al sistema bimetálico, lo abandonó en 1873, y en 1875 los miembros de la UML acordaron suspender las acuñaciones de plata y decapitaron el sistema. Después, la estampida hacia el oro fue general. Así, mientras que en 1870 apenas un puñado de naciones estaban adheridas al patrón oro, en 1900, fuera del sistema quedaban muy pocas, entre ellas España.

¿Cuándo, cómo y por qué se separó España del patrón monetario predominante? En 1876, el Gobierno, siguiendo el dictamen emitido por la Junta Consultiva de la Moneda que recomendó la adopción del patrón oro, decidió acuñar piezas áureas y a la vez desmonetizar las monedas de plata como paso previo para su implantación. El plan, sin embargo, no se llevó a efecto, quizá por el enorme coste que ello suponía para el erario público. Durante el siguiente quinquenio las autoridades españolas titubearon, pese al desahucio evidente del bimetalismo.

Después, la crisis internacional de 1882 agravó el déficit de la balanza comercial e interrumpió las importaciones de capital con lo que el conjunto de la balanza de pagos se deterioró y comenzó a salir oro hacia el exterior, donde además su precio de mercado 1:18 era superior al 1:15 que pagaba la Ceca española. El metal amarillo existente en la caja del Banco de España se redujo de manera visible de 150 millones en diciembre de 1881 a 50 millones a finales de 1882. La cobertura de los billetes pasó del 27 % en diciembre de 1881 al 7 % a fines de 1882. Desde ese ejercicio, el emisor comenzó a limitar la convertibilidad oro de sus billetes: un 7 % en 1884 y un 3 % en 1891, año en el que la entidad, ya incapaz de asegurar la convertibilidad oro de sus billetes tomó la decisión de suspenderla. Desde esa fecha el canje de billetes se efectuaba en plata. La resolución de suspender la convertibilidad oro de los billetes fue de una trascendencia difícil de exagerar, si bien no ha quedado reflejada en documento oficial alguno, ni tampoco en las

actas del instituto emisor. Así, el país permaneció, oficialmente, anclado en el bimetalismo.

En la historiografía española se continúa debatiendo sobre las repercusiones económicas de la no adhesión española al patrón oro. Para unos, el patrón oro no le convenía a una nación como España, pobre y subdesarrollada, por las estrictas reglas de comportamiento financiero que imponen los regímenes de tipo de cambio fijo. En otros casos se aduce que, dado la caída del precio de la plata y el desorbitado precio del oro, un sistema monetario basado en el metal amarillo era muy caro para un país agrario y pobre. También que la balanza comercial con predominio de los déficits sobre los superávits no lo aconsejaba. Y, en fin, que la depreciación de la peseta anclada al patrón plata, favorecía las exportaciones y aislaba a España de las crisis monetarias que pudiese haber en el mundo del patrón oro. Por el contrario, el autor que suscribe este texto sostiene que España —único país fuera del patrón oro en Europa y al margen del club de los países industrializados— se quedó aislada y al margen de la economía internacional. Como el economista austriaco Friedrich von Wieser escribió en 1898, cuando culminaba el proceso de implantación del patrón oro en el Imperio austrohúngaro:

«Al decidirse Europa occidental por el establecimiento del patrón oro, nuestro propio sistema monetario quedó indirectamente determinado por esa decisión, la cual no nos quedaba otro remedio que aceptar. Si Europa se equivoca adoptando el patrón oro, nosotros, a pesar de ello, para bien o para mal, debemos uniros en su error y de esta forma recibiremos menos daño que si nos resistimos y nos empeñamos en ser racionales por nuestra cuenta».

3. El sueño del patrón oro: 1900-1935

La historia monetaria española del primer tercio del siglo XX siguió girando en torno a un proyecto rector: la implantación del patrón oro. Para los contemporáneos, este significaba la estabilidad del tipo de cambio de la peseta, la convertibilidad metálica (en oro) de

los billetes del Banco de España y la equiparación de la moneda española con las principales divisas europeas. Pensaban que el patrón oro garantizaba la disciplina financiera de la Hacienda pública y obligaba al banco emisor a hacerse responsable del valor internacional de la peseta. Para cumplir con estos fines, se sucedieron proyectos monetarios gubernamentales, se produjeron los debates económicos más encendidos y se escribieron las mejores páginas sobre la economía española, por las más destacadas plumas.

Lo más sorprendente fue, sin embargo, que, a pesar del empeño que pusieron en ello todos los gobiernos, con independencia de su color (monárquico, dictatorial, republicano), de las calurosas discusiones parlamentarias y periodísticas y de los informes y dictámenes que se redactaron, España no adoptó nunca el patrón oro. La peseta no alcanzó nunca la deseada convertibilidad, ni su tipo de cambio la tan anhelada estabilidad externa. La divisa española se vio sometida a las inclementes fuerzas de la oferta y la demanda en los mercados de cambio, en unas décadas de recurrentes y violentas tormentas monetarias. Tres cotizaciones frente a la libra esterlina, la divisa de referencia en aquellos años, permiten hacerse una idea de las oscilaciones sufridas por la peseta: en 1898, el año del desastre colonial, el precio de la libra llegó a las 40 pesetas (lejos de la paridad teórica con la que había nacido en 1868); en 1921, empujada por la buena coyuntura de la Primera Guerra Mundial en la que España se mantuvo neutral, el cambio mejoró hasta las 21 pesetas; y en 1931, a causa de la crisis internacional y las incertidumbres abiertas a raíz de la proclamación de la Segunda República, se desplomó hasta la cima de las 47 pesetas.

¿Por qué no se adoptó el patrón oro? ¿Por qué fracasaron todos los proyectos de estabilización, a pesar de ser este el objetivo primordial de las autoridades monetarias? ¿Qué fuerzas económicas, políticas y sociales impidieron que en España la peseta no fuese convertible en oro? ¿Qué consecuencias macroeconómicas tuvo esta anomalía monetaria? Durante la etapa 1900-1935 la responsabilidad de la política monetaria la compartieron,

al menos sobre el papel, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.

El carácter emisor de este último y su presencia en todo el territorio nacional a través de su red de sucursales le confería un poder financiero (y político) considerable; era, además, el tesorero del Estado y la base sobre la que descansaba el crédito público. Sin embargo, para los accionistas y sus representantes en el Consejo de Gobierno, todos excepto el gobernador que nombraba el Gobierno, la entidad era ante todo una sociedad privada que debía atender a sus propios intereses: aumentar su negocio bancario, sacar la mayor rentabilidad al capital y lograr el máximo beneficio; lo demás era secundario. Consideraban al resto de los bancos como sus competidores, recelaban de la intervención del Tesoro en sus asuntos y aunque admitían que el valor de la peseta era una responsabilidad que compartían con el Gobierno de la nación, no derivaban de ello que una de sus funciones fuese defender su estabilidad interna y externa. La mayoría de los consejeros tenía ideas trasnochadas sobre el funcionamiento de una economía moderna; eran partidarios del patrón oro, pero se resistían a asumir el papel de banco central que tal sistema implicaba para un emisor: encargarse de la estabilidad del sistema financiero (es decir, ser el prestamista en última instancia) y de la política monetaria (es decir, de la convertibilidad metálica de los billetes). Como pudieron constatar la mayoría de los contemporáneos que estudiaron el Banco de España, o estuvieron cerca de él (los ministros de Hacienda), el imponente edificio de la Cibeles albergaba a la más rancia oligarquía financiera española, y en el Consejo de la más alta institución bancaria del país se sentaban hombres de convicciones profundamente conservadoras, para los cuales los intereses privados estaban por encima de los públicos.

En el Ministerio de Hacienda los objetivos de política monetaria estuvieron siempre mucho más claros y definidos, aunque la estrategia para llegar a ellos no fuese siempre la más acertada o la más conveniente. Monárquicos conservadores y liberales, así como

republicanos de derecha e izquierda persiguieron con ahínco lo mismo: la estabilización de la peseta, fin al que dedicaron sus mejores habilidades y en torno al cual consumieron sus mayores esfuerzos los responsables del Tesoro.

Durante la primera década del siglo XX el patrón oro alcanzó su plena madurez al convertirse en un sistema monetario universal, al cual se adhirieron casi la totalidad de las divisas europeas y no europeas. Para España se presentó una nueva oportunidad para vincular la peseta a la comunidad financiera internacional. La afortunada combinación de varios acontecimientos, el fin de la guerra colonial, el éxito de la estabilización fiscal llevada a cabo por el titular de Hacienda, Raimundo Fernández Villaverde, la revalorización espontánea de la peseta, el visible incremento de las reservas de oro en las cajas del Banco de España y la buena marcha de la economía desde 1900, hacía pensar en una pronta adopción del patrón oro. Y así lo entendieron los ministros de Hacienda de la época, que presentaron nada menos que siete proyectos para restablecer la convertibilidad de la peseta: dos en 1902, uno en 1903, otro en 1906, luego en 1908 y el último en 1912. Los proyectos apenas se diferenciaban entre sí: limitaban la emisión de billetes, reducían el endeudamiento del Tesoro con el Banco de España y ampliaban la cobertura metálica de la circulación fiduciaria. Se trataba con todo ello de establecer unas bases firmes sobre las cuales levantar el edificio monetario: un banco central saneado, con reservas de oro suficientes para atender las peticiones de metálico y una Hacienda pública a la que se quería disciplinar fijando un tope máximo a los anticipos que podía obtener del Banco de España. Sin embargo, ninguno de los proyectos prosperó.

¿Por qué si las condiciones fueron tan favorables y en la mayoría de los países de Europa se adoptó el patrón oro no se hizo lo mismo en España? Cabe sospechar que los consejeros del Banco de España opusieron una tenaz resistencia, pues quizá temían que el anclaje metálico de la peseta amenazaría sus reservas auríferas, bien por los efectos de una crisis

financiera que llevase al público a convertir sus billetes, bien por un comportamiento poco ortodoxo de la Hacienda pública que disparase de nuevo la emisión. Recordaban lo acaecido en 1882, cuando perdieron la práctica totalidad de sus reservas y no deseaban que se repitiese la experiencia. Lo efímero de los gobiernos o coaliciones parlamentarias de la época tampoco contribuyó a que los planes de la reforma monetaria se consolidaran; cuando estaban preparados y consensuados dentro del Gobierno, ni siquiera pudieron discutirse en las Cortes, pues el ministro de turno dejaba su puesto a otro que venía con las mismas intenciones pero que apenas tendría tiempo de defender sus proyectos. Faltó, además, presión social que empujara a los responsables de la política económica a dar el último paso y llevar hasta las últimas consecuencias sus intenciones; tampoco debe descartarse, desde luego, el miedo a la pérdida de autonomía en el manejo de la política monetaria que se derivaba de la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo. Así pues, no parece que el simple deseo de sumarse al patrón oro fuera suficiente. En los proyectos ministeriales hubo demasiadas dudas y temores injustificados; se defendía el patrón oro porque era lo normal, porque se quería una moneda estable, pero a la postre los responsables políticos carecieron de la audacia imprescindible para dar el último paso.

La Primera Guerra Mundial abrió un breve paréntesis en la historia monetaria internacional, pues la mayoría de los países beligerantes suspendieron temporalmente el patrón oro e introdujeron controles de cambios. En España la guerra también tuvo importantes repercusiones monetarias, aunque el país se mantuvo en la más estricta neutralidad. Y fue precisamente esta neutralidad la que generó una apreciable bonanza económica, manifestada, sobre todo, en un repentino auge de las exportaciones. La cotización de la peseta registró una apreciación que alcanzó cotas antes inimaginables: la libra esterlina por debajo de las 20 pesetas y el dólar rozando las 4 pesetas, unos precios casi de saldo si se comparan con las respectivas paridades legales de 25, 22 y 5,18. Al Banco de España fluyeron toneladas de monedas

de oro. Porque durante esta breve pero excepcional coyuntura, el emisor aprovechó la ocasión para realizar compras masivas de metal amarillo que cuadruplicaron sus reservas metálicas. Pasó a ser uno de los bancos centrales más ricos del mundo, con más de 700 toneladas, solo superadas por el sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Banco de Francia y el Banco de Inglaterra.

Y como cabía esperar, de la alacena de los proyectos de reforma monetaria salió, en 1918, uno más de los que planteaban la adopción del patrón oro. Le ocurrió el mismo triste destino que a los anteriores: presentado en las Cortes, murió en los debates parlamentarios. Después de 1919 se continuó hablando de «volver al oro», aunque la cuestión fue desapareciendo de las discusiones públicas según avanzaba el año y los mercados de divisas se adentraban en una fase de fuerte inestabilidad.

En la historia monetaria de la postguerra, lo más destacado fue la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, una disposición trascendental, pues creó el marco jurídico en el cual se desarrolló la política monetaria y la actuación del Banco de España hasta la Guerra Civil. Aprobada cuando Francesc Cambó ocupaba el Ministerio de Hacienda, sus dos objetivos fueron: *i)* reorganizar el sistema bancario español que había experimentado una espectacular pero anárquica expansión; y *ii)* transformar la entidad emisora en un verdadero banco central, baluarte de la estabilidad del sistema financiero a la vez que responsable de la política de tipo de cambio. Con la ley de 1921 se pretendió que el Banco, en lugar de comportarse como el resto de las sociedades de crédito maximizadoras de beneficios, actuase más bien como banco de bancos, como un «prestamista en última instancia», suministrando liquidez al mercado y a las entidades de crédito en aquellos casos en los que las tensiones monetarias amenazasen la estabilidad del delicado edificio financiero de la economía. Se buscó, además, que el Banco de España, que conservaría el privilegio de emisión, asumiese las competencias que, en pura lógica, le correspondían en materia de política

monetaria, que en aquellos tiempos se reducían a la defensa del tipo de cambio y al mantenimiento de la convertibilidad de los billetes en oro. Aunque los propósitos de esta primera Ley de Ordenación Bancaria no se alcanzaron en el corto plazo, sí fue piedra angular de la moderna estructura bancaria española y punto de arranque de la conversión del Banco de España de sociedad mercantil privada a institución financiera pública.

Vencidas las hiperinflaciones de la postguerra, las divisas europeas retornaron al patrón oro: entre 1923 y 1924 en Alemania, Austria, Checoslovaquia y Hungría, y después en el Reino Unido (1925), en Francia (1926) y en Italia (1927). En la España de la Dictadura de Primo de Rivera, los responsables del Ministerio de Hacienda se propusieron, una vez más, la implantación del patrón.

Tras una corta en el tiempo y limitada apreciación de la tasa de cambio de la peseta entre 1926 y 1927, en el siguiente ejercicio, las autoridades se enfrentaron a una caída persistente de la cotización exterior de la moneda que no lograron frenar, a pesar de las medidas que se tomaron desde el Ministerio de Hacienda para intervenir en el mercado de cambios. 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 encabezado por el Midland Bank. Más tarde se crearía el Comité Interventor de Cambios (CIC). El Comité operó sin interrupción hasta finales de 1929, agotando por completo sus recursos. La Dictadura concluyó sus días sin haber logrado estabilizar los cambios.

En los catorce meses de transición que siguieron hasta la proclamación de la Segunda República, los tres titulares que ocuparon la cartera de Hacienda siguieron empeñados en el mismo objetivo monetario: estabilizar los cambios. Aunque renunciaron a la adopción del patrón oro a la paridad de 1868, la decisión se basó en lo que dictase el mercado. Ninguno de los tres ministros logró sus propósitos.

La vida de la Segunda República coincidió con los tiempos amargos de la Gran Depresión. Aunque su

incidencia en España no alcanzó el mismo dramatismo que en las regiones más industrializadas de Europa, sí dejó su marca en términos de desempleo, reducción de la actividad manufacturera y descenso del comercio exterior. La peseta sufrió los avatares de la incertidumbre política que trajo el cambio de régimen y de los sucesos internacionales: una crisis económica profunda y una crisis financiera cambiaria que hundió la mitad de la banca europea y se llevó por delante el patrón oro.

La fuerza de los hechos llevó a las autoridades de la República a abandonar el propósito de implantar el patrón oro, no así la idea de estabilizar el tipo de cambio, porque si algo aborrecían los gobiernos de cualquier signo —y en particular los ministros de Hacienda— era contemplar cómo los mercados vapuleaban sus divisas. La lucha contra las fluctuaciones de la peseta no desapareció de la agenda política y como en etapas anteriores continuó siendo un asunto candente que provocó agrios debates en el parlamento y en la prensa.

Con el propósito de contener la depreciación en la cotización de la peseta, 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 se diseñó un plan de intervención urgente. 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 se mantuvo hasta finales de 1931, cuando se abandonó por inalcanzable y se dejó que la cotización de la peseta buscara su equilibrio de mercado. Esta política duró poco tiempo, pues en 1933 y hasta 1935, 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 frente a la libra esterlina, desvinculada del patrón oro desde septiembre de 1931, y el

dólar, que acababa de ser devaluado por la emergente Administración de Roosevelt.

La varita mágica del control de cambios logró al fin lo que la política monetaria había perseguido durante tanto tiempo: dejar inamovible el precio de la peseta en los mercados internacionales. El coste, sin embargo, no fue despreciable: una pérdida de bienestar derivada de la bilateralización del comercio exterior, que además sufrió un notable retroceso; una creciente intervención administrativa en los movimientos de divisas, y la acumulación de importantes atrasos y de impagados en el Centro Oficial de Contratación de Moneda (sucesor del CIC). Y puesto que, además, el tipo de cambio al cual se estabilizó la peseta dejó a esta absurdamente sobrevaluada, la economía española sufrió un castigo adicional que la mantuvo postrada durante la segunda mitad de la época republicana.

4. La Guerra Civil: una historia monetaria dividida, 1936-1939

La Guerra Civil dividió al país en dos mitades, a su población en dos bandos irreconciliables, al banco emisor en dos instituciones: la sede del Banco de España (republicano) se desplazó de Madrid a Valencia, siguiendo los pasos del Gobierno de la nación, y después a Barcelona. Y una nueva institución, el Banco de España nacional, se constituyó en septiembre de 1936 en la ciudad de Burgos. Quebró la unidad monetaria nacida en 1868 y surgieron dos pesetas enfrentadas, la republicana y la nacional. Como la escisión fue completa, la historia monetaria de cada zona siguió cursos distintos, con arreglo a las necesidades y los medios financieros de las partes en conflicto y según marcaban los acontecimientos bélicos a cada lado de las trincheras.

La escisión de la comunidad dineraria tuvo lugar al comienzo de la guerra, a iniciativa del Gobierno de Burgos. Un decreto de 12 de noviembre de 1936, de la Junta Técnica del Estado invalidó los billetes del Banco de España (Madrid) puestos en circulación con posterioridad

al 18 de julio de 1936. Por su parte, el Gobierno de la República reaccionó con un decreto fechado en Valencia el 4 de enero de 1937 prohibiendo la tenencia y circulación de billetes nacionales, que consideraba desvinculados de las reservas metálicas. Con ello se materializó la separación radical de lo que en cada zona se admitía como dinero legal.

En el lado republicano, la financiación del conflicto descansó tanto en los recursos internos como externos del Banco de España. Con los primeros, anticipos de caja y créditos de la entidad, los gobiernos republicanos hicieron frente a los pagos que en pesetas exigió la maquinaria bélica; con los segundos, las inmensas reservas metálicas acumuladas en los sótanos de la plaza de la Cibeles, los republicanos adquirieron las divisas, libras esterlinas, dólares y francos, que precisaban para comprar armas, municiones, combustible, materias primas y alimentos en el exterior. Un tercio de las reservas (la casi totalidad monedas de oro amonedado), aproximadamente 200 toneladas, se vendieron en París, al Banco de Francia, entre agosto de 1936 y febrero de 1937, mientras que el resto, más de 500 toneladas, se enviaron a Moscú, en una de las decisiones más polémicas de la historia económica española. En la URSS, las monedas fueron fundidas en lingotes. Con una parte, Stalin se cobró los suministros a la República, mientras que el sobrante se transfirió en divisas a la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, una entidad propiedad de los soviéticos con sede en París, desde donde el Gobierno republicano pagó la compra de las armas que sus agentes y diplomáticos efectuaron en Bruselas, Londres, Praga, Varsovia, México y Nueva York.

En el bando nacional la financiación interior discurrió por las mismas vías que en la zona republicana, aunque el volumen de emisión fue menor y el control de los medios de pago más estricto. En financiación exterior, los nacionales, al no disponer de reservas propias, acudieron a la ayuda de las dos potencias europeas ideológicamente próximas al régimen naciente: Alemania e Italia. La asistencia de la primera fue esencialmente de

carácter comercial (suministros de armamento, combustible y materias primas) y militar (la Legión Cóndor); mientras que los italianos, además del envío de tropas, concedieron diferentes créditos (en libras esterlinas, francos suizos y escudos portugueses). En conjunto, el total de recursos recibidos del exterior por los nacionales vendría a representar una suma en torno a los 700 millones de dólares, cifra muy cercana al oro vendido por los republicanos en París y Moscú.

5. Franquismo: treinta y seis años de semiaislamiento, 1939-1975

Terminada la Guerra Civil, el nuevo régimen llevó a cabo la reunificación de los dos emisores y de las dos pesetas, al tiempo que se impuso un nuevo orden monetario. Aunque el instituto emisor no fue nacionalizado hasta 1962, perdió autonomía y pasó a depender del Ministerio de Hacienda. Las competencias en materia de política de cambios se transfirieron a un nuevo organismo, el Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME), inserto en la estructura del Ministerio de Comercio. Así pues, la responsabilidad en materia de política monetaria interior permaneció bajo la tutela del Ministerio de Hacienda, pero la relativa a la política monetaria exterior pasó al citado Instituto de Moneda.

Durante las décadas de 1940 y de 1950, el cometido fundamental del Banco de España fue atender las necesidades financieras del Tesoro público. En esta larga etapa, el instituto emisor ni gestionó, ni instrumentó la política monetaria. El Banco de España careció de iniciativa y de autonomía: se limitaba a cumplir órdenes y seguir las directrices que le transmitía el ministro de Hacienda.

Los instrumentos monetarios dejaron prácticamente de ser utilizados y la política monetaria cayó en desuso. La creación de medios de pago se produjo en esas dos décadas por un mismo camino: emisión de deuda pública para cubrir los déficits del presupuesto, colocación en la banca y cajas de ahorro y ulterior pignoración de

la misma en el Banco de España; esto es, a través de la monetización de la deuda del Estado. Las consecuencias de esa política monetaria pasiva se reflejaron en una expansión incontrolada de la cantidad de dinero y una inflación galopante. Para luchar contra la inflación, los gobiernos de la época recurrieron a toda suerte de controles de precios y, en ocasiones, al racionamiento del crédito, con muy poca efectividad en ambos casos.

El intervencionismo estatal también se manifestó en el ámbito financiero mediante una rígida regulación del sistema crediticio. El Ministerio de Hacienda sujetó todas las operaciones bancarias a una estricta reglamentación que comprendía desde la fijación de los tipos de interés de las operaciones activas y pasivas hasta el establecimiento de los dividendos a repartir por las entidades de crédito, incluyendo la imposición de coeficientes de inversión que obligaban a aquellas a comprar títulos públicos y privados de baja rentabilidad, o a conceder crédito a largo plazo para determinadas actividades. A todo esto, debe añadirse el mantenimiento de lo que se denominó *statu quo* bancario, que cerraba el círculo intervencionista. Este se adoptó como medida provisional en 1936, pero en 1940 diversas disposiciones lo convirtieron en definitivo. Con arreglo a esta normativa quedó prohibida la creación de nuevas entidades bancarias, así como la apertura de nuevas sucursales, las modificaciones de forma jurídica, las ampliaciones de capital y puesta en circulación de acciones y la participación de los banqueros en negocios bancarios distintos a los de su propia entidad. Aunque posteriormente se suavizó la normativa, el *statu quo* sobrevivió casi intacto hasta la ley de reorganización del sistema financiero de 1962.

Para la peseta, las décadas de 1940 y 1950 fueron de aislamiento: el camino que se le obligó a recorrer fue difícil y sinuoso, apartada de los organismos internacionales nacidos en Bretton Woods en 1944 y su cotización sometida a los fuertes controles administrativos que le imponía el Instituto Español de Moneda Extranjera, al que se le encomendó la fijación del tipo

de cambio y la centralización de todas las transacciones en moneda extranjera. Hasta 1948 el tipo de cambio del dólar, la divisa de referencia, se fijó de modo arbitrario en 11 pesetas, una cotización dos o tres veces por debajo de su valor real, pues en el mercado libre de Tánger se precisaban entre 20 y 30 pesetas para adquirir la moneda americana. La consecuencia fue una notable subvención a las importaciones y un gravoso impuesto a las exportaciones, con el consiguiente deterioro de la balanza de pagos. La sobrevaluación trató de corregirse en los años cincuenta a través de un alambicado sistema de cambios múltiples, lo que significó establecer una cotización diferente según la clase de mercancías o la naturaleza de las transacciones, de importación o de exportación, o de la cuenta de la balanza de pagos a que perteneciese la operación con el exterior. Surgieron de esta manera docenas de tasas de cambio que convirtieron el comercio internacional en un verdadero galimatías, donde la mano arbitraria del funcionario reemplazó al mercado como mecanismo de asignación. Aunque con el nuevo sistema de cambios múltiples la cotización de la peseta tendió a aproximarse a la cotización de Tánger, la brecha entre el precio oficial y el de mercado se mantuvo. El sistema era tan complicado de aplicar, daba lugar a tales márgenes de arbitrariedad gratuita pues a la postre resultó tan ineficiente, que en 1957 se abandonó. En ese año se unificaron los cambios y se devaluó la valuta española hasta las 42 pesetas por dólar, una cotización más realista pero todavía bastante por debajo de la que regía en el mercado libre (entre 51 y 54 pesetas por dólar). Como la devaluación fue insuficiente y la unificación un fracaso, en el bienio 1958-1959 se desató una crisis de balanza de pagos tan aguda que obligó a las autoridades monetarias a enterrar la autarquía y dar un giro copernicano a su estrategia de política económica.

En una historia monetaria del siglo XX no puede faltar una mención, aunque sea breve, al Plan de Estabilización de 1959, una de las tres grandes operaciones de política económica, junto con los Pactos de

la Moncloa de 1977 y el ingreso en la Unión Económica y Monetaria en 1999.

Con el Plan de Estabilización sonó la hora de la política monetaria, en cuya elaboración y ejecución el Banco de España desempeñó una labor intensa. Ya en 1957 se produjo una reanimación de la política de descuento y el Ministerio de Hacienda interrumpió la emisión de deuda pública pignorable, con el propósito de frenar la expansión monetaria. En 1958 comenzaron las conversaciones para el ingreso de España en los organismos económicos internacionales nacidos en Bretton Woods, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo, así como en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Para el Banco de España, la nueva orientación dada a la economía española desde 1959 significó un cambio considerable en su trayectoria como banco central, ya que supuso una mayor participación en el quehacer de la política económica. No obstante, también se puso de relieve lo inadecuado de su marco institucional como una entidad privada y la falta de instrumentos de control monetario. Para solventar estos problemas y llevar a cabo una liberalización del sistema financiero, se aprobó en 1962 la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca que contemplaba la nacionalización del Banco de España. Aunque la ley atribuía al Ministerio de Hacienda las funciones de autoridad monetaria, al Banco de España se le quisieron asignar nuevas competencias: emisión de billetes, ejecución de la política monetaria, control y vigilancia de la banca privada y regulación del mercado de dinero. La norma de 1962 se aprobó con defectos importantes. Las relaciones entre el Banco de España y el Ministerio de Hacienda quedaron definidas de forma imprecisa; el instituto emisor recibió escasa autonomía y el Tesoro se reservó no solo la facultad de fijar los objetivos de la política monetaria, sino también amplias competencias sobre la manipulación de los instrumentos; el Banco carecía de poder no solo para elaborar los objetivos inmediatos de la

política monetaria, sino incluso para cumplimentar los fijados por el Gobierno; tampoco la inspección de la banca privada podía ejercerla de forma exclusiva, sino que debía compartir la tarea con otros organismos; la Ley de Bases tampoco abordó los problemas técnicos relacionados con los instrumentos de control monetario; persistió la división entre política monetaria interna y externa (hasta 1973 no se produjo la transferencia de las funciones del IEME al Banco de España) y el Banco siguió bajo la total dependencia del Ministerio de Hacienda. En resumen, la ley de 1962 nacionalizó el Banco de España, pero quedó lejos de convertirlo en un verdadero instituto de emisión responsable de la política monetaria.

En la última etapa del franquismo, de 1962 a 1975, la política monetaria estuvo al servicio de la política de desarrollo, y la estabilidad de los precios se sacrificó en aras del logro de tasas de crecimiento lo más elevadas posibles. El control monetario fue casi inexistente. Las autoridades españolas practicaron un sistema de dinero pasivo en el que la oferta monetaria se adaptó a los requerimientos de la demanda de dinero; además, en esos años de preeminencia keynesiana se registró un notable escepticismo respecto de la eficacia de la política monetaria; estudios poco fundados sirvieron para extender la idea de que la demanda privada de inversión era muy poco sensible al tipo de interés y eso se esgrimió como un argumento decisivo en contra de la política monetaria. Esta se utilizó solo transitoriamente en momentos en los que las dificultades de balanza de pagos parecían amenazar la continuidad del proceso de crecimiento. Y el rigor monetario, cuando se empleó, se alcanzaba no mediante la regulación suave y continua de la base monetaria, sino por medio de límites cuantitativos al crecimiento del crédito al sector privado. El Banco de España no contó con los instrumentos adecuados, como una flexible política de descuento o coeficientes de liquidez que fuesen efectivos, y tampoco pudo llevar a cabo operaciones de mercado abierto debido a la insuficiencia del marco institucional y al excesivo grado de regulación que caracterizaba al sistema financiero.

No obstante lo anterior, sí se produjeron algunos avances en la postrera fase del franquismo, en los años 1973 y 1974. La crisis del dólar, la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods y la inflación azuzada por el encarecimiento del petróleo obligó a las autoridades españolas a tomar medidas para evitar el deterioro imparable por el que se deslizaba la economía nacional. El Banco de España recuperó protagonismo e instrumentó una política monetaria con el objeto de corregir los graves desequilibrios, interior y exterior, que aquejaban a la economía. Se adoptó una nueva estrategia que fijó su objetivo intermedio en términos de un agregado monetario amplio (M3) y que utilizaba los activos de caja como variable operativa; se eliminaron los anteriores mecanismos de refinanciación automática de las entidades de crédito; se reformó el coeficiente caja; se reformó el marco regulador y los medios técnicos adecuados para la negociación y formación de precios en el mercado interbancario y se crearon nuevos instrumentos —los préstamos de regulación monetaria— para la provisión de liquidez de base del sistema. Al mismo tiempo, la peseta se incorporó, en 1974, al régimen cambiario de la flotación de las monedas. La política dio sus frutos, si bien hubo de esperarse hasta la constitución del primer gobierno de la democracia, en 1977, para disponer de una política económica de conjunto.

Los Pactos de la Moncloa, firmados ese año, señalaron los objetivos que, en la nueva situación, iban a inspirar la actuación de las autoridades económicas en el ámbito financiero. Con los Pactos, el Banco de España adquirió un mayor protagonismo y la política monetaria dispuso de nuevos y mejores instrumentos. Se emprendió una decisiva liberalización de la economía y una desregulación del mercado financiero; se abrió el mercado nacional a los bancos extranjeros; se reorganizó el crédito oficial; aparecieron nuevos intermediarios financieros y se fueron eliminando los controles de cambio; el proceso terminó en 1991, cuando se produjo la liberalización plena de los movimientos de capital.

Por lo que se refiere a la peseta, con las medidas del Plan de Estabilización se produjo simultáneamente la unificación del tipo de cambio y una nueva devaluación. La paridad de la peseta quedó establecida en 60 pesetas por dólar y con ello desapareció la diferencia entre la cotización oficial y la del mercado libre. La moneda española se adhirió al régimen de tipos de cambios fijos, con convertibilidad limitada, que caracterizó al sistema de Bretton Woods. En los años posteriores el tipo de cambio se mantuvo bastante estable en torno a las 60 pesetas por dólar, registrándose tan solo pequeñas variaciones. Pero, en 1967, y coincidiendo con la devaluación de la libra esterlina, una acción similar elevó el precio del dólar hasta las 69 pesetas, cotización que se mantuvo en los ejercicios siguientes. A la devaluación de 1967 siguió una cierta calma en la cotización frente al dólar, que solo se vio alterada hacia finales de 1971, año en el que se inicia la crisis del sistema de Bretton Woods. El detonante fueron los crecientes déficits exteriores de la balanza de pagos americana que, acompañados por una fuerte expansión monetaria vinculada a la financiación de la guerra en el Vietnam, desataron una fuerte especulación contra la moneda americana, y a una pérdida de confianza generalizada en la misma. En agosto de 1971, los Estados Unidos decretaron su inconvertibilidad y aumentaron el precio de la onza de oro de 35, la paridad fijada en 1934, a 38 dólares. La volatilidad cambiaria no desapareció, sino que tendió a recrudecerse en los dos años siguientes: en 1973 estalló una nueva tormenta monetaria, el dólar registró una nueva devaluación y las autoridades americanas decidieron abandonar el sistema de Bretton Woods, dejando fluctuar libremente el tipo de cambio de su divisa. El mismo año, los bancos centrales europeos también decidieron suspender la convertibilidad de sus monedas, optando por un régimen de flotación. En España, el tipo de cambio se mantuvo fijo hasta el 22 de enero de 1975, cuando el Gobierno decidió dejar flotar la peseta en los mercados de divisas, siguiendo la estela trazada por el resto de las divisas en Europa.

6. La Comunidad Económica Europea, la Unión Económica y Monetaria, el Banco Central Europeo y el euro, 1975-1999

Tras diez años de *impasse* marcados por la transición política y en el orden económico por los Pactos de la Moncloa y la lucha contra la inflación, la senda de la economía española fue al encuentro con la entonces Comunidad Económica Europea (CEE).

La historia de la integración comenzó el 12 de junio de 1985 con la firma del Tratado de Adhesión a la Comunidad Económica Europea, un paso esencial que al siguiente año se vio completado con la adhesión al Acta Única Europea. La entrada en la Comunidad Europea favoreció la apertura de la economía y a su vez, se convirtió en el principal motor de la liberalización económica y de la expansión de las fuerzas de mercado, que le ganaron terreno al intervencionismo y a las regulaciones. El proceso que se inició entonces no estuvo exento de tensiones que en ocasiones ralentizaron la marcha, porque la liberalización implicó profundas reformas de las estructuras productivas que se encontraron con la resistencia de los agentes sociales y su natural tendencia a recurrir al Estado en busca de la protección frente a los riesgos inherentes del mercado.

El segundo paso en la andadura hacia Europa se dio en 1989, con la incorporación de la peseta al Sistema Monetario Europeo (SME), que se verificó durante la primera presidencia española de la Comunidad Europea y en vísperas de la cumbre de Madrid, que había de aprobar el informe básico sobre la futura Unión Económica y Monetaria (UEM). Se trató de una apuesta fuerte por la convergencia y por adoptar los patrones europeos de estabilidad y equilibrio macroeconómico. El SME era un mecanismo, creado en 1978, de tipos de cambio fijos, pero ajustables, con bandas de fluctuación estrechas en torno a los tipos de cambio centrales. El mecanismo funcionó bien hasta 1992, cuando las repercusiones de la unificación alemana y la política adoptada por el Bundesbank socavaron las bases de confianza sobre las que se asentaba. El SME sufrió una

grave crisis y dos monedas claves, la libra esterlina y la lira, lo abandonaron, mientras que los otros países participantes optaron por devaluar sus divisas. España lo hizo en tres ocasiones entre 1992 y 1993. La crisis se cerró en el verano del 93, mediante una ampliación de las bandas de fluctuación.

El siguiente y definitivo paso fue la apuesta por Maastricht. Porque la historia del euro comienza con la aprobación del Tratado de la Unión Europea en la cumbre del 11 de diciembre de 1991, celebrada en la pequeña ciudad holandesa de Maastricht. El Tratado, además de modificar sustancialmente el de Roma de 1957, establecía que uno de los cuatro pilares sobre los que se asentaba la futura unión política era la unión monetaria, para la cual se preveía el establecimiento de un Banco Central Europeo (BCE) que emitiría una nueva moneda única, lo más tardar en 1999. En el camino hacia la unión se precisaba que, previamente, los distintos países que fuesen a integrarse debían, para evitar ulteriores problemas de funcionamiento, cumplir unos requisitos mínimos: los denominados criterios de convergencia nominal, lo que suponía conseguir niveles de tipos de interés y de déficit presupuestario determinados, así como haber logrado reducir sus tasas de inflación y haber obtenido durante un cierto tiempo la estabilidad del tipo de cambios.

España, en un movimiento sin precedentes, se metió de golpe en el pelotón de cabeza de la Unión Europea, al constituir, junto con otras diez naciones, la Unión Económica y Monetaria. Se pensó entonces, que la incorporación de España a la UEM desde su inicio, en condiciones equilibradas y similares a la de los restantes países participantes, era esencial, pues sería muy grave para el futuro de la economía española quedarse al margen. Se trató de una decisión de importancia histórica puesto que, por primera vez, España se sumaba a un proyecto europeo sin retraso formando parte del núcleo fundador.

Entre la fecha del Tratado de Maastricht y la fecha clave de 1999, España fue adaptando los requisitos que se exigía para la adhesión a la futura UEM. En

1994 se aprobó la norma que concedió plena autonomía al Banco de España. En 1995 la política monetaria se reorientó hacia la consecución de la estabilidad de precios: el papel de los agregados monetarios quedó relegado y se definió un objetivo directo expresado en términos de tasas de inflación. La política fiscal se disciplinó para cumplir con el criterio de un déficit máximo del 3 % del PIB. Y la combinación de las políticas fiscal y monetaria aseguraron la estabilidad exigida para el tipo de cambio. Así, en la primavera de 1998, España pasó con facilidad el examen relativo al cumplimiento de los requisitos exigidos para acceder a la UEM.

¿Qué hizo posible esta vez que la apuesta española por una unión monetaria no haya fracasado? La respuesta no es nada fácil y para abordarla cabe recurrir a las originales ideas que hace años expusieron M. Abramovitz y W. L. Baumol, dos prestigiosos economistas que sugirieron la existencia de tres fundamentos teórico-filosóficos para explicar los procesos de *catching up* o convergencia registrados entre las economías occidentales después de la Segunda Guerra Mundial. Según estos dos autores, el crecimiento contiene tres elementos esenciales: el deseo de imitar a los países con economías más avanzadas que se convierten en objetivos que las gentes de áreas más atrasadas desean alcanzar; la disponibilidad o flexibilidad para efectuar las transformaciones precisas, lo que significa estar dispuestos a aceptar los sacrificios y cambios sociales y políticos que sean necesarios; y la capacidad técnica para organizar el cambio, que implica disponer de unos recursos humanos y técnicos mínimos y de instituciones que faciliten e impulsen las transformaciones.

Pues bien, la sociedad española durante los años ochenta, y particularmente desde el ingreso de España en las Comunidades Europeas en el año 1986, tuvo como objetivo alcanzar los mismos niveles de desarrollo y de estabilidad que gozaban sus vecinos del norte y estuvo dispuesta a aceptar el reto que suponía abandonar antiguas formas de comportamiento socioeconómico sustituyéndolas por otras más abiertas y flexibles. Significó dar entrada al mercado en los procesos

de asignación y distribución, dotando a la economía de mayores niveles de competitividad interna y externa. El deseo de progreso se conjugó con elevadas dosis de flexibilidad para adaptarse a las nuevas condiciones de una economía liberalizada y abierta, lejos del abrigo y amparo del Estado y de las instituciones públicas. Y el país también dispuso de la capacidad de organizar el cambio, aprovechando eficazmente los impulsos que generaba ese deseo de obtener mejoras en los niveles de vida para el conjunto de los ciudadanos; una capacidad posible por la existencia de un marco para la libertad de empresa, un sistema educativo evolucionado, un sistema financiero desarrollado, unos sindicatos con visible presencia en las empresas, un marco institucional que permitía resolver eficazmente los inevitables conflictos políticos, sociales y económicos que toda transformación exige y unas autoridades económicas —Ministerio de Hacienda y Banco de España— partidarias decididas y resueltas de la integración. El euro fue posible por la conjunción históricamente inédita de esos tres fundamentos aludidos.

7. Siglo XXI. Fin de la soberanía monetaria. El Banco Central Europeo y el euro

El 1 de enero de 1999 comenzó el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria Europea, se activó el Eurosistema —es decir, el sistema formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los once países inicialmente integrados en la Unión— y se inició la transición al euro, unidad monetaria básica del nuevo sistema, del que cada una de las once monedas nacionales pasaron a ser meras subdivisiones. La tasa de conversión entre la nueva moneda y la divisa española se fijó en 166,386 pesetas por euro.

Los once bancos centrales nacionales pasaron sus contabilidades a euros y las entidades financieras redenominaron en euros los saldos anotados a nombre de sus clientes; la generalidad de los mercados financieros del área —el interbancario, el de deuda pública, las bolsas de valores, los mercados de futuros

y opciones— pasaron a operar en euros. El tiempo necesario para fabricar las monedas y los billetes denominados en euros obligó a aplazar la entrada en circulación de unas y otros hasta el 1 de enero de 2002.

El 4 de enero de ese mismo año se puso en funcionamiento la política monetaria común. De acuerdo con lo acordado en el Tratado de Maastricht, el BCE adoptó como objetivo la estabilidad de precios, que definió como el mantenimiento a medio plazo del índice armonizado de precios de consumo del área en tasas que no excedieran del 2% anual; y adoptó una estrategia de política monetaria orientada a conseguir ese objetivo, basada en dos pilares: en el primero de ellos, la tasa de variación de la cantidad de dinero (M3) aparece como un indicador privilegiado —no como un objetivo intermedio— de la probable evolución futura de los precios; en el segundo pilar, un amplio conjunto de indicadores variables relevantes se utilizan para elaborar previsiones de inflación. La ejecución de la política monetaria común corresponde al Consejo de Gobierno del BCE, formado por el Consejo Ejecutivo (presidente, vicepresidente y cuatro directores generales) y por los gobernadores de los bancos centrales nacionales del Eurosistema. El Consejo actúa con plena independencia de las autoridades comunitarias y de los gobiernos respectivos.

El Sistema desarrolla su política monetaria mediante el control de la liquidez de las entidades de crédito del área y, para conseguir ese control, dispone de tres instrumentos: el coeficiente de caja, las operaciones de mercado abierto y las denominadas «facilidades permanentes». La variable operativa del Sistema es el tipo de interés básico anunciado periódicamente por el BCE. Con la política monetaria también se activó el denominado Sistema Target, un sistema europeo en tiempo real para la realización de transferencias en euro entre las cuentas de las entidades de crédito en los bancos centrales, complementado por un mecanismo de concesión, por los bancos centrales nacionales, de créditos intradía garantizados que han de liquidarse al final del día o formalizarse como crédito hasta el día siguiente a través de la «facilidad marginal de crédito». En fin, con el inicio

de 1999 comenzó también la cotización del euro en los mercados de divisas en un régimen de libre flotación por el Consejo Europeo. Establecido el régimen cambiario, corresponde al BCE las decisiones, en su caso, de intervención cambiaria. Para hacerlas posibles, los once bancos centrales nacionales procedieron a transferir al BCE 40.000 millones de euros con cargo a sus reservas exteriores. La participación del Banco de España fue de 4.447 millones de euros.

Las implicaciones para España del euro han sido trascendentales. De un lado, con la creación del BCE, el Banco de España perdió su función principal y se convirtió en una mera agencia del nuevo emisor, sito en Frankfurt. La esencia de la política monetaria, la fijación de objetivos y el manejo de los instrumentos monetarios —el tipo de interés y el tipo de cambio— dejaron de ser de su competencia. De otro, la integración en la UEM significó aceptar las reglas de estabilidad y disciplina financiera sobre las que se asienta el proyecto. España pasó a compartir con los países adheridos al Eurosistema el mismo régimen macroeconómico. La supresión de monedas nacionales eliminó la segmentación de los mercados europeos de bienes y servicios, dio paso a una mayor transparencia de costes y precios y puso de relieve las diferencias y deficiencias, en su caso, de los niveles de competencia, productividad y eficiencias de los distintos países del área. La integración en la UEM supuso oportunidades y riesgos. España esta vez no se ha quedado al margen de la política monetaria europea, del núcleo (el Consejo del BCE) donde se toman las decisiones importantes. Y, también, ha sido capaz de asumir los riesgos que se derivan de una política monetaria que responde a los intereses del euromercado y no a los de su propia economía doméstica.

La UEM y el BCE han supuesto el fin de la historia monetaria española. España ya no tiene política monetaria propia. No obstante, la asunción de la política monetaria del área del euro por parte del BCE no ha supuesto que el Banco de España quedara sin cometidos. En el ámbito de la supervisión financiera y del

análisis de la economía doméstica ha retenido significativas tareas y se ha enfrentado a diversos desafíos.

A modo de conclusión, cabe señalar que los primeros años del siglo estuvieron caracterizados por un ciclo expansivo marcado al mismo tiempo por una envidiable estabilidad: la etapa de la denominada Gran Moderación. En España, la pertenencia a la UEM y los bajos tipos de interés impulsaron un acercamiento de sus niveles de renta a la media de los países más desarrollados. El crédito abundante y barato llegó a todos los rincones de la economía y, en particular, al sector inmobiliario. La economía creció rápido, aunque también se acumularon desequilibrios que aflorarían con el cambio brusco de ciclo. El Banco de España, sin competencias monetarias, fue un mero espectador de los acontecimientos, si bien avisó de los excesos en el crédito y alertó del riesgo que para empresas y familias suponía un elevado endeudamiento. La voz de la institución, ya sin competencias monetarias y con una paulatina pérdida de influencia en la política económica general, apenas se escuchó.

En 2007 comenzó la crisis financiera mundial, que se fue agravando en años posteriores. No es este el lugar para explicarla. Para España, el septenio que siguió fue desastroso: el nivel de renta per cápita que llegó al 103 % de la media de la UE en aquel momento, retrocedió al 90 % en 2014. Aumentó el desempleo y la desigualdad. La percepción del Banco de España y de las autoridades españolas fue desafortunada. No dieron la suficiente trascendencia al desequilibrio de la balanza de pagos, al excesivo endeudamiento y a la pérdida de competitividad que se había generado durante el ciclo expansivo. Pensaron, además, que el sistema financiero nacional era sólido y resistiría los embates que pudiesen venir del exterior. Cuando la crisis se coló en la economía española, la respuesta de las autoridades fue equivocada. Una desmedida expansión fiscal que incrementó el endeudamiento, al tiempo que el mercado de capital internacional colapsaba. Esa política tuvo que revertirse en la primavera de 2010 bajo la presión del Eurogrupo. Y resultó que el

sistema financiero presentaba más debilidades que fortalezas, en particular, el sector de las cajas de ahorros. La serie de quiebras comenzó en 2009 y no se frenó hasta 2012. Se tomaron diversas iniciativas —como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria— en las que participó el Banco de España para evitar el hundimiento total, aunque a la postre hubo que solicitar al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) una ayuda financiera de 100.000 millones de euros. Lo uno —rectificación drástica de la política económica frente a la crisis— y lo otro —el rescate, fueron acontecimientos traumáticos para la sociedad española y también para el Banco de España.

Del 2012 al 2022 ha transcurrido una década. El Banco de España, como le ha ocurrido al resto de los bancos centrales del Eurosistema, ha ido perdiendo relevancia como institución central en la economía española. Las decisiones de política monetaria las toma el BCE en Frankfurt y con el lanzamiento de la unión bancaria la supervisión pasó a manos del Mecanismo Único de Supervisión (MUR). Además, la actuación del Banco durante la crisis fue investigada en los años 2017 y 2018 cuando en el Congreso de los Diputados se debatió sobre la crisis financiera. Llovieron las críticas y los diputados acusaron al Banco de España de no haber cumplido con su mandato, no haber vigilado el crecimiento excesivo del crédito ni supervisado adecuadamente a las entidades de crédito. La Audiencia Nacional dictó un duro auto condenatorio de la actuación del Banco, por malas prácticas regulatorias y los defectos en su función supervisora. La cúpula supervisora de la institución fue imputada, aunque no se derivaron del mismo responsabilidades penales para ninguno de los imputados. Los responsables del Banco que hicieron frente a la investigación defendieron a la institución, señalando que siempre actuó en defensa del interés general y respetando la normativa vigente en cada momento, si bien también admitieron errores, a causa de restricciones políticas e institucionales, falta de información o por insuficiencias propias. Prometieron al mismo tiempo un informe que estuvo disponible ese

mismo ejercicio y en el que la entidad se defendió de las acusaciones.

8. Conclusiones

Un repaso de la historia monetaria española de los últimos 150 años permite obtener algunas lecciones. La primera es que para un país con una economía mediana lo que más conviene es estar integrado en la economía mundial y en los organismos internacionales. El aislacionismo, como lo ha sufrido España en un buen tramo de su historia, ha tenido y tiene efectos negativos. Una segunda lección es la importancia de disponer de instituciones sólidas y bien gestionadas. En el ámbito monetario significa contar con un banco central que desempeñe con acierto sus tareas, en especial lo relativo a la estabilidad de la economía. En el pasado, el objetivo fue el mantenimiento del tipo de cambio estable, cuya defensa implicaba la adopción de políticas monetarias y fiscales regidas por una disciplina que asegurase los equilibrios macroeconómicos esenciales. Porque sin estabilidad, el crecimiento económico peligra. En tiempos más recientes y en la actualidad, la estabilidad de precios es el objetivo prioritario. De la historia del Banco de España pocas enseñanzas se pueden extraer en relación con lo último: no fue su preocupación ni en el siglo XIX, ni en buena parte del XX. Hubo que esperar a la instauración de la democracia para que el Banco de España tomase como finalidad primordial la lucha contra la inflación y el mantenimiento de los equilibrios económicos. Ahora esta tarea corresponde al Banco Central Europeo. De los años transcurridos desde su constitución cabe afirmar, a mi parecer, que su papel ha sido esencial. Ha logrado mantener estables los precios. Y cuando la tasa de inflación/deflación se ha alejado de la senda trazada del 2%, *lato sensu* entendida, no ha dudado en adoptar políticas tendentes a su corrección, si bien su actuación no siempre ha sido acertada o se ha saldado con éxito. El propósito en este texto ha sido la historia monetaria española. La historia del cuarto de siglo del Banco Central Europeo merece otro estudio.

Referencias bibliográficas

- Anes Álvarez, R. (1974). El Banco de España, 1874-1914: un banco nacional. En G. Tortella (Dir.), *La banca española en la Restauración* (pp. 107-215). Tomo I, *Política y Fianzas*, Servicio de Estudios del Banco de España.
- ECB. (2011). *The monetary policy of the ECB*. European Central Bank.
- Einaudi, L. (2001). *Money and Politics: European Monetary Unification and the International Gold Standard (1865-1873)*. Oxford University Press.
- Fernández Pulgar, C. y Anes Álvarez, R. (1970). 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* (pp. 147-186). Banco de España.
- Gallarotti, G. M. (1995). *The anatomy of an international monetary regime: the classical gold standard, 1880-1914*. Oxford University Press.
- Gutiérrez de Rozas, L. (2023). El Banco Central Europeo y la estabilidad financiera: un cuarto de siglo de evolución y transformación (1998-2023). *Revista de Estabilidad Financiera del Banco de España*, 44, 149-178.
- Jorge-Sotelo, E. (2020). The limits to lender of last resort interventions in emerging economies: evidence from the Gold Standard and the Great Depression in Spain. *European Review of Economic History*, 24(1), 98-133.
- Jorge-Sotelo, E. (2022). The impact of the First World War on the Spanish money market: new evidence from money market and bank lending interest rates, 1900-1935. *Revista de Historia Económica-Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 40(1), 67-98.
- Malo de Molina, J. L. (2001). Las implicaciones para España del euro. En *El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta* (pp. 133-148). Banco de España.
- Malo de Molina, J. L. (2005). *Una larga fase de expansión de la economía española* (BdE Documentos Ocasionales n.º 0505). Banco de España.
- Malo de Molina, J. L. (2013). La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis. *Boletín Económico del Banco de España*, 7-8, 115-124.
- Malo de Molina, J. L. (2021). *Los años cruciales del Banco de España (1992-2018). Una visión desde el interior*. Marcial Pons.
- Malo de Molina, J. L. y Pérez Fernández, J. (1990). La política monetaria española en la transición hacia la unión monetaria europea. *Papeles de Economía Española*, 43, 31-51.
- Martín-Aceña, P. (1984). *La política monetaria en España, 1919-1935*. Instituto de Estudios Fiscales.
- Martín-Aceña, P. (1993). Spain during the classical gold standard years, 1880-1914. In M. D. Bordo & F. Capie (Eds.),

- Monetary Regimes in Transition* (pp. 135-172). Cambridge University Press.
- Martín-Aceña, P. (2000). The Spanish monetary experience, 1848-1914. In P. Martín-Aceña & J. Reis (Eds.), *Monetary standards in the periphery. Paper, silver and gold, 1854-1933* (pp. 112-150). Macmillan Press.
- Martín-Aceña, P. (2001). La peseta, el Banco de España y la historia monetaria española del siglo XX. En *El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta*. Banco de España.
- Martín-Aceña, P. (2017). The Banco de España, 1782-2017. The history of a central bank. *Estudios de Historia Económica del Banco de España*, 73.
- Martín-Aceña, P. y Martínez-Ruiz, E. (2022). 100 años de la Ley de Ordenación Bancaria de 1921. *Estudios de Historia Económica del Banco de España*, 76.
- Martín-Aceña, P., Martínez-Ruiz, E., & Nogués-Marco, M.^a P. (2011). Floating against the tide: the Spanish monetary Policy, 1870-1931. In A. Ögren & L. F. Øksendal (Eds.), *The gold standard peripheries: monetary policy, adjustment and flexibility in a global setting* (pp. 145-173). Palgrave Macmillan.
- Martínez-Ruiz, E. y Nogués-Marco, M.^a P. (2014). Crisis cambiarias y políticas de intervención en España, 1880-1975. *Estudios de Historia Económica del Banco de España*, 66.
- Martínez-Ruiz, E., & Nogués-Marco, M.^a P. (2017). *The political economy of the exchange rate stability during the gold standard. The case of Spain, 1874-1914* (UNIGE Economic History Working Papers No. 91510). Université de Genève.
- Nogués-Marco, M.^a P., Herranz-Loncán, A., & Aslanidis, N. (2019). The Making of a National Currency: Spatial Transaction Costs and Money Market Integration in Spain (1825-1874). *The Journal of Economic History*, 79(4), 1094-1128.
- Officer, L. H. (2008). Gold standard. *EH Net Encyclopedia*. <http://eh.net/encyclopedia/gold-standard/>
- Redish, A. (1993). The Latin Monetary Union and the emergence of the International gold standard. In M. D. Bordo & F. Capie (Eds.), *Monetary Regimes in Transition* (pp. 68-85). Cambridge University Press.
- Ródenas, C. y Bru, S. (2006). La convertibilidad de la peseta en el siglo XIX. *Revista de Historia Económica-Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 24(3), 555-578.
- Royo, L. Á. (2001). El largo camino de la política monetaria española hacia el euro. En *El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta*. Banco de España.
- Roldán, A. (2017). Costes y beneficios de la no entrada de España en el patrón oro (1874-1914): una revisión. *Investigaciones de Historia Económica-Economic History Research*, 13(2), 69-80.
- Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., & Yiangou, J. (2021). *Monetary Policy in times of crisis: a tale of two decades of the European Central Bank*. Oxford University Press.
- Sardá, J. (1948). *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*. Consejo Superior de Investigaciones Científicas.
- Serrano Sanz, J. M. (2004). El oro en la Restauración. En *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas* (pp. 399-412 del anuario). Ministerio de Justicia.
- Serrano Sanz, J. M., Gadea, M. D. y Sabaté, M. (1998). Tipo de cambio y protección. La peseta al margen del Patrón Oro, 1883-1931. *Revista de Historia Industrial*, 13, 83-112.
- Sudrià, C. (2018). Emptying the Coffers: Old Money to Build New Railways, Spain 1850-1874. *European Review of Economic History*, 22(2), 210-232.
- Tortella, G. (1970). El Banco de España entre 1829-1929. La formación de un banco central. En *El Banco de España. Una historia económica* (pp. 261-313). Banco de España.
- Tortella, G. (2001). ¿Fue España diferente? La peseta en la época del patrón oro. En *El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta* (pp. 63-84). Banco de España.
- Tortella, G. (2006). The Bank of Spain: a new financial power, 1874-1914. In *150 years in the history of the Bank of Spain* (pp. 109-134). Banco de España.