

# *El día en que temblaron las monedas europeas*

**JUAN  
VELARDE FUERTES**

El 16 de septiembre de 1992, daba igual que se estuviese en el corazón de la City londinense, que se asomase alguien al Kabuto-cho, la Bolsa de Tokio, que se visitase una fábrica en el Rhur o que se comprase *The Wall Street Journal*; que se acercase al Banco de España en la madrileña calle de Alcalá o que se escuchase lo que tenía que decir un cenáculo de economistas en la Universidad de Chicago. Todo el mundo estaba pendiente de las consecuencias de un tremendo baile de monedas que se había iniciado con un claro deslizamiento del dólar; que había provocado una subida de tipos de interés en Alemania; que había arrojado por el suelo —y con ello, más de una esperanza— al marco finés; que golpeaba con dureza a cuatro monedas europeas —la corona sueca y tres del Sistema Monetario Europeo: lira, libra esterlina y peseta—, y que amenazaba interferir en el resultado del referéndum convocado en Francia para conocer si nuestros vecinos aprobaban, o no, el Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht.

Es lícito preguntarse por qué se dio tanta importancia a esta trepidación de las cotizaciones de las monedas. Asimismo es natural que indagemos por qué se llegó a esta situación. Finalmente, no podemos dejar de conceder especial importancia a lo que sucedió con nuestra peseta. Las diversas naciones suministran, desde la más remota antigüedad, a través de cuños, sello, emblemas, firmas, un carácter singular a sus propias emisiones de dinero, diferenciándolo así del que se acuña o imprime en otras partes. El motivo es sencillo. Los hombres necesitan el dinero y, para que lo sea, es preciso asegurar su general aceptación por parte de una comunidad. El soberano o, ahora, el Sector Público, garantiza esa aceptación y, de paso, obtiene buenos rendimientos por ello. Cuando nuestro Ministerio de Economía y Hacienda se encuentra con que tiene que pagar mucho más que lo que logra ingresar por vía de impuestos, no tiembla de espanto considerándose insolvente. Simplemente demanda un préstamo al Banco de España, que es propiedad absoluta del Estado. Esto es, recibe del Banco billetes que se han acuñado en la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre, con un coste muy inferior al valor que aparece im-

preso y confirmado en el documento que, así, se convierte en dinero.

Cada nación tiene sus monedas, de metales preciosos —sobre todo de oro y de plata—, de metales baratos, de plástico, de papel —billetes y cheques, por ejemplo—, incluso en forma de simples anotaciones en cuenta,

Desde Adam Smith sabemos que sin mercados amplios no tenemos ni alta productividad, ni precios bajos, ni el bienestar material adecuado.

Una de las grandes aportaciones que sirvieron de apoyo para la gran expansión económica que se inicia en 1783 con la llamada I Revolución Industrial, fue la de un famoso economista clásico, Ricardo, quien, con la llamada *Teoría de los costes comparativos*, explicó para siempre de qué modo era preciso, para prosperar, eliminar las barreras que se oponían al tráfico entre los diversos Estados. Unas

estaban constituidas por los aranceles. Por eso, en la polémica de las *Anti-corn laws*, Gran Bretaña aceptó el librecambio, de tal forma que esa doctrina forma cuerpo con su esencia nacional, casi como el *cricket*, el té de las cinco y el juego limpio. Pero no se conseguía todo con eso. Al concluir las guerras napoleónicas, el Banco de Inglaterra aportó a esto una novedad, que fue conocida con el nombre de patrón oro. Como ha señalado uno de los economistas más importantes que estudiaron estas cuestiones, Robertson en su libro *Money*, la esencia del mismo radicaba en que el Banco de Inglaterra —y en realidad, cualquier Banco emisor o central de cualquier parte— estaba obligado a «estar siempre preparado, por un lado, para convertir en monedas de oro los billetes que se le presentasen y viceversa, y por otro, a convertir oro físico en monedas de oro, a un precio capaz de cubrir simplemente los gastos de acuñación».

Bien se entiende que si en 1850 un comerciante conocía la cantidad de oro físico que se entregaba por un franco francés, y también lo mismo respecto a la libra esterlina, la relación entre esas cantidades del metal precioso determinaba el tipo de cambio de la libra esterlina y el franco francés. Es evidente que éste no fluctuaba, porque esta cotización o cambio medía, sencillamente, un cociente entre pesos del metal que era la base del sistema. La comodidad que de ahí se desprendía para las transacciones internacionales era inmensa.

Claro que eso significaba, también, que se limitaba muchísimo la capacidad de mangonear el dinero por parte de los Estados. Los que se llamaron «altos intereses» de la Nación, las más de las veces, simplemente, tolerancias ante una Hacienda despilfarradora, hicieron que se abandonase, por unos y por otros, este sistema, que además se basaba en un metal cuya oferta dependía, no de una circunstancia relacionada con las necesidades de financiación, sino con los hallazgos mineros. Después de la I Guerra Mundial se intentó volver a implantar el patrón oro y conocer así, con veracidad y de manera cómoda, los tipos de cambio, pero fracasó. El poder sindical, el intervencionismo creciente del Estado, tensiones inflacionistas que se alzaban por doquier, las enseñanzas

***Una de las grandes aportaciones que sirvieron de apoyo para la gran expansión económica que se inicia en 1783 fue la de Ricardo, quien explicó para siempre de qué modo era preciso, para prosperar, eliminar las barreras que se oponían al tráfico entre los diversos Estados.***



de Keynes, y errores sin cuento de quienes, como Churchill, intentaron la vuelta a este patrón, hicieron que a este sistema le pasase lo que a un personaje de Lewis Carroll, del que éste dice en *A través del espejo*:

Humpty Dumpty cayó del caballo  
Y todos los caballeros del rey  
No le pudieron volver a subir al caballo otra vez.

***Alemania, que como se ha  
dicho ocupa el centro del  
Sistema Monetario  
Europeo,  
vive bajo la obsesión de que  
toda subida de precios es  
maligna por sí misma.***

En España, un economista y matemático que vivía a mediados del siglo XIX, Vázquez Queipo, fue decisivo para que, cuando se creó la peseta por un Decreto de 19 de octubre de 1868, y se imaginó en él una acuñación de oro, con monedas de 100, 50, 20, 10 y 5 pesetas, simultánea a una de plata de 5, 2, 1, 0,50 y 0,20 pesetas, con leyes diversas y proporciones de metales preciosos iguales a los de los llamados países de la Unión Monetaria Latina, en la que se encuadraban Francia, Bélgica, Suiza, Italia y Grecia, no se acabase dando el paso adecuado. De ahí que España permaneciese siempre ajena a todo patrón de metales preciosos. En 1929, para escapar del agobio de la caída continua del cambio de la peseta, Primo de Rivera y José Calvo Sotelo, acariciaron la idea de implantar el patrón oro. Un famoso *Dictamen* del que era el economista español más famoso de entonces, Antonio Flores de Lemus, les mostró los enormes costes socioeconómicos que supondría pasar a tener fijo el cambio de la peseta. Se abandonó el intento.

Sin embargo, quedó el recuerdo de las ventajas de tener un patrón oro. Cuando al final de la II Guerra Mundial, se intenta reconstruir el sistema financiero internacional, se piensa que este papel puede tenerlo la existencia de una relación fija entre el oro y el dólar —35 dólares por una onza troy, de 31,10 gramos de oro— que, se dice que jugando con cifras mágicas, había establecido el presidente Roosevelt. La Guerra Fría, la de Corea y la de Vietnam arruinaron este intento. Los dólares abundaban en demasía, y mantener la vieja relación creaba tal cúmulo de problemas, que el presidente Nixon la hizo desaparecer el 15 de agosto de 1971. Mientras tanto, en el mundo libre mejoraba la economía europea, con un peso creciente de la comunitaria. Entre 1958 y 1967 existió una gran estabilidad en los cambios entre las monedas europeas. Pero al romperse ésta con la crisis que se abrió con la devaluación de la libra esterlina en 1967, se decidió que era preciso preservar los equilibrios del cambio entre las monedas europeas y el dólar. Esto se denominó *serpiente monetaria*, que acabó por constituir un fracaso. Pero éste impedía avanzar hacia la unificación económica de Europa. Por eso el 13 de marzo de 1979 se pone en marcha el llamado Sistema Monetario Europeo (SME), al que se adhiere la peseta diez años después.

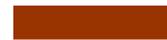
Quienes patrocinaban la idea, Alemania y Francia, decidieron con este SME que era posible crear, de espaldas al dólar, un cuadro en el que las monedas de las naciones vinculadas a él verían oscilar sus cambios res-

pectivos en una banda estrecha: un  $\pm 2,25\%$  en general, y un  $\pm 6\%$  las que tuviesen una situación financiera más preocupante, como fue el caso de la lira italiana primero y, ahora, había pasado a acontecer con la peseta, la libra esterlina y el escudo portugués. Además, los Bancos centrales estarían obligados a intervenir para mantener estables las cotizaciones de sus monedas respectivas. Finalmente, los tipos de cambio de cada moneda con las demás, no pueden fijarse de modo unilateral, sino multilateral-mente.

Todo esto se articula, desde que comenzó a funcionar en 1979 alrededor de un pivote esencial, el marco alemán (DM). La política de la República Federal de Alemania, desde la reforma monetaria que creó, con la acción decidida del doctor Erhard, el DM, pasó a tener una especie de pánico visceral frente a la inflación. Desviaciones de precios que se asumían con facilidad en otros países europeos, eran consideradas como peligrosísimas en Alemania. Al ser el DM el centro del SME, exportaba estabilidad al resto de los miembros de éste. Para mantenerse en él, Francia e Italia tuvieron que implantar una política de altos tipos de interés pero, para evitar un alud de capitales, sobre todo a corto plazo, que provocarían tensiones inflacionistas, desarrollaron controles notables para frenar este movimiento. Pronto completaron esto con políticas fiscales, quizá no de gran eficacia inmediata, pero que se esperaba que al persistir en sus designios de estabilidad, acabarían por provocar un buen orden en el SME. Es curioso que esta posición central del DM no hubiese sido prevista al crearse el SME. Es más, al establecerlo, declarararía el Consejo Europeo en 1978 que «una Unidad Monetaria Europea ocupará el centro del SME». Esta entrada en escena del ecu, no fue exactamente triunfal. Su puesto exacto lo ha contemplado así el *Informe Delors*: «Si bien es parte interesante del SME, el ecu, debido a una serie de razones, sólo ha jugado un papel limitado en los mecanismos operativos del SME... En cambio, la popularidad del ecu ha crecido de forma considerable en el mercado, donde se ha generalizado de forma significativa su uso como denominador para las transacciones financieras, como medio de diversificación de las carteras de valores y como garantía contra los riesgos de las monedas. Ocupa el quinto lugar en la emisión internacional de bonos, con un 6% de la cuota de mercado... En el ámbito extrafinanciero, el uso del ecu para la facturación y las transacciones comerciales, sigue siendo limitado, y en la actualidad sólo afecta aproximadamente al 1% del comercio exterior de los países comunitarios.»

Se observó, también, que el ritmo de desarrollo económico de este grupo de países fundadores del SME no era muy vivo. Para forzarlo no se pensó en utilizar elementos *por el lado de la demanda*, tales como rebajas masivas de tipos de interés y otras ventajas crediticias, o bien déficit presupuestarios y políticas favorables a las subidas de salarios. Antes al contrario, se prefirió actuar por *el lado de la oferta*, a través de decisiones repri-

***Italia tiene una conducta desatinada del sector público. El desorden de este sector se acompaña de otro desorden en los mercados del trabajo y de una pérdida continua de competitividad.***



***Una organización como es este Sistema depende de su amplitud y de su mantenimiento disciplinado. Es evidente que, a partir del 16 de septiembre, la amplitud ha disminuido, y lo mismo ha ocurrido con la disciplina.***



vatizadoras, desreguladoras y de impulso de un gran, y único, mercado europeo. No otro sentido tiene el impulso que se decide dar a este último con el Acta Única europea. Agregúese una política monetaria muy ortodoxa. Milton Friedman señalaría: «El cambio de la política monetaria europea hacia una de carácter conservador, es su mayor perfeccionamiento estructural». Pero no existió sólo este cambio en la estructura económica europea. Hermán Giersch, el economista alemán que popularizó la expresión de *euroesclerosis*, en su conversión hacia el *europi-mismo* diría en este sentido: «Al crear un amplio mercado, 1992 proporcionará a Europa la oportunidad de superar sus problemas estructurales». En él participarán compañías no

nacionales, que penetrarán por primera vez en mercados nacionales hasta ahora muy protegidos, poniendo fin así a décadas de mercados ineficaces. Quizá lo sintetizó como nadie el Conde Albrecht Matuschka, presidente de la firma alemana de inversión TRV-Grupo Matuschka, al indicar que «Europa es el mayor mercado subdesarrollado del mundo. Por eso tiene las mayores ineficacias y las oportunidades más grandes». Tenemos ya, a nuestra disposición, todos los elementos que es preciso analizar para comprender los problemas esenciales de la actual unión monetaria europea. Por una parte, el impulsar con fuerza, *desde el lado de la oferta*, la economía comunitaria, significa liberalizar, de modo amplísimo además, los movimientos de capitales. Esto supone, automáticamente, que si existen desequilibrios internos que, en vez de combatirse en ellos mismos, se tratan con políticas de aumentos de tipos de interés, atraerán capitales a corto plazo que originarán aludes de reservas exteriores, con lo que si una economía está desequilibrada provocará a la fuerza subidas en la cotización de su moneda. Pero como no las tolera el SME, debe actuar para impedir estas tensiones en los cambios el Banco central correspondiente. Este lo hace comprando moneda extranjera —esto es, ofreciendo moneda propia y demandando ajena—, para invertir la situación. Con ello se aumentan las reservas, con la contrapartida de generar más inflación, lo que exige, a su vez, para combatirla, mayores intereses que atraerán más capitales y el círculo vicioso ampliará su radio. Por supuesto, la mayor parte de estos capitales lo son a corto plazo.

Ahora, introduzcamos una serie de informaciones actuales. En Estados Unidos, para hacer frente a un colosal déficit que obligaba a importar capitales extranjeros, se decide, ya que es imposible tener altos tipos de interés si se desea reactivar, bajar el precio del dólar. Pero esto crea muchas facilidades para que japoneses y europeos adquieran los activos norteamericanos. La frase «Norteamérica está en venta» debe completarse, cuando baja el dólar, de esta forma: «Norteamérica se ofrece en un saldo». Naturalmente que esto provoca irritación a los Estados Unidos. Alemania, que como se ha dicho ocupa el centro del Sistema Monetario Europeo, vive bajo la obsesión de que toda subida de precios es maligna por sí misma. Ahora, al incorporar los Lander orientales, introducía ele-

mentos inflacionistas en su estructura económica. No está dispuesta a aceptarlo y, por eso, subió los tipos de interés. Como el marco alemán es una moneda muy segura, y como los tipos de interés en la República Federal Alemana eran altos, los capitales internacionales huyeron de los Estados Unidos; y éstos no tuvieron más remedio que arrojar por el despeñadero al dólar.

La competencia de las dos monedas afectó a aquel bloque comunitario que dependía de la afluencia de fondos del exterior. Está constituido, en lo esencial, por tres monedas muy débiles: la libra esterlina, la lira y la peseta. El gobierno conservador inglés no se atrevió a subir los tipos de interés para captar fondos, porque eso significaría cortar el proceso de desarrollo. Al estar la libra esterlina en el Sistema Monetario Europeo no podía tampoco alterar su tipo de cambio, porque, como se ha dicho, lo tiene enganchado en el marco alemán. Por eso se encontró en una situación intolerable. De ahí que decidiese desengancharse y lanzarse a una devaluación que el mercado fijaría.

Italia tiene una conducta desatinada del sector público. Su deuda pública significa mucho más que el conjunto de su producción neta anual. El desorden del sector público se acompaña de otro desorden en los mercados del trabajo y de una pérdida continua de competitividad. Para mantenerse en pie necesita fondos del exterior, y además, en enormes cantidades. Sus reservas de moneda extranjera han disminuido verticalmente a lo largo de los últimos doce meses. El intento de mantener un tipo de cambio duro, al que le obligaba la unión lira-marco alemán, significaba tener altísimos tipos de interés. Pues bien, su conducta pecaminosa ha sido tan considerable, que ni aun así logra la confianza internacional que le permita afianzar el precio de la lira en relación con otras monedas. Por eso, le guste o no, se ha situado fuera del Sistema Monetario Europeo, porque no reúne ninguna condición para mantenerse en él.

La situación de la peseta es algo así como un preludio de la situación italiana. Afortunadamente, el sector público no ha hecho tantos disparates como el italiano; nuestras reservas de moneda extranjera son muy superiores a las de la península vecina y la confianza internacional hacia nosotros es mayor. Por eso se la ha tolerado, aunque a regañadientes por parte de Alemania, mantenerse en el Sistema Monetario Europeo.

Una organización como es este Sistema depende de su amplitud y de su mantenimiento disciplinado. Es evidente que, a partir del 16 de septiembre, la amplitud ha disminuido, y lo mismo ha ocurrido con la disciplina. Es el instante en que la palabra pasa a quien, de verdad, lo controla, el Bundesbank germano, el celoso guarda del marco alemán, que es quien decide, en definitiva, la conducta monetaria de Europa. Si éste actúa con espíritu nacionalista y sin altura de miras, causará un daño irreparable. Eso es lo que se juega en estos momentos.