

Perspectivas de la unificación monetaria europea: lecciones del pasado, reflexiones sobre el futuro

Salvador Forner Muñoz

Universidad de Alicante

Resumen: Una perspectiva del pasado monetario de Europa muestra la existencia de periodos de estabilidad cambiaria junto a otros caracterizados por grandes turbulencias. El periodo de consolidación del patrón oro desde 1870 y los años posteriores a los acuerdos de Bretton Woods de 1944 coinciden con las etapas de mayor crecimiento económico de Europa, truncadas, respectivamente, por la crisis de 1929 y la de 1973. En este artículo se analizan los logros de la nueva etapa de estabilidad monetaria que se abre con la creación de la Unión Monetaria Europea (UME), extrayéndose de la comparación con dichas etapas anteriores la conclusión de que las ventajas de la estabilidad monetaria proporcionada por el euro compensa los indudables riesgos y retos que deben afrontar algunos de los países pertenecientes a la misma.

Palabras clave: Unión Monetaria Europea, euro, integración europea.

Abstracts: An overview of the monetary past of Europe shows the existence of periods of exchange stability together with other periods characterised by huge turbulence. The period of consolidation of the gold standard from 1870 and the following years leading up to the Bretton Woods Agreement of 1944 coincide with stages of major economic growth in Europe interrupted by the crises of 1929 and 1973. This article analyses the achievements of the new era of monetary stability brought about by the creation of the European Monetary Union (EMU) concluding, by comparison with the stages mentioned above, that the advantages of monetary stability provided by the Euro compensate for the undoubted risks and challenges that inevitably confront some of the member countries.

Keywords: European Monetary Union, euro, European Integration.

Constituida en 1999 con la participación de once países europeos, la Unión Monetaria Europea (UME) representa hoy por hoy uno de los hitos más significativos del proceso de integración comunitaria iniciado en la década de 1950. No es la primera vez, sin embargo, que un considerable número de países europeos dispone de una moneda única. Durante el siglo XIX y una parte del siglo XX la utilización del oro, como moneda y como respaldo metálico de la emisión de billetes, fue desplazando progresivamente el bimetalismo existente en numerosos países¹ hasta configurar un sistema monetario internacional —el denominado patrón oro— que se implantó mundialmente de forma progresiva². La consolidación definitiva del patrón oro desde 1870 significó la estabilización, dentro de una estrecha franja, de los valores de cambio de las distintas monedas que aceptaban el mismo. Así pues, aunque con distintos valores de convertibilidad, las divisas de los países que aceptaban el patrón oro —los más desarrollados económicamente en el caso de Europa— se comportaban en la práctica como una única moneda.

Si la implantación del sistema monetario basado en el respaldo metálico del oro se fue produciendo de una forma espontánea no ha sido ése el caso de la actual moneda única europea. La Unión Monetaria Europea es el producto consciente y deliberado de la decisión de los países miembros que en 1992 aprobaron el Tratado de la Unión Europea, estableciendo en el mismo las condiciones, plazos y requisitos para acceder a la moneda común³. Cumplidos esos plazos y requi-

¹ Las dificultades para el mantenimiento del bimetalismo y las implicaciones económicas y sociales de su desaparición, especialmente en Estados Unidos, pueden verse en FRIEDMAN, M.: *Paradojas del dinero. Episodios de historia monetaria*, Barcelona, Grijalbo, 1992, pp. 71-188.

² La adopción internacional del sistema fue gradual desde el tercer cuarto del siglo XIX. A comienzos del siglo XX todo el sistema monetario mundial se basaba en el oro. Estados Unidos adoptó el patrón oro en 1900 por medio de una ley que daba al dólar una convertibilidad de 25,8 granos de oro y liquidaba definitivamente la acuñación de plata.

³ La literatura sobre el proceso que llevó a la creación de la Unión Monetaria es muy abundante. Uno de los mejores trabajos sobre la gestación del proyecto y su desarrollo sigue siendo el del antiguo comisario europeo SILGUY, Y.-Th.: *El euro, historia de una idea*, Barcelona, Planeta, 1998. Véase también TAMAMES, R.: *Unión Monetaria y euro: la recta final*, Madrid, Espasa, 1998. Uno de los trabajos más actualizados y en el que se realiza una excelente síntesis de todo el proceso de creación y funcionamiento de la UME hasta los momentos actuales es el de MULHEARN, Ch., y VANE, H. R.: *The Euro. Its origins, Development and Prospects*, Liverpool, John Moores University, 2008.

sitos, los europeos de un buen número de países comunitarios disponemos desde 1999 de una moneda única. La vigencia de la misma ha coincidido hasta 2007-2008 con una etapa inusual de crecimiento económico mundial que se remonta a mediados de la década de 1990 y que se ha truncado muy recientemente como consecuencia de una crisis financiera internacional cuyos orígenes resultan en ciertos aspectos comparables a los de la gran crisis de 1929⁴.

En el presente artículo, desde una óptica no estrictamente económica, sino contemplando también otras vertientes de la integración monetaria y de la propia integración europea, se pretende realizar un balance del proceso que desembocó en la adopción del euro, analizándose dicho proceso tanto desde los logros alcanzados con la moneda única, que se abordan en la primera parte del trabajo, como desde las crecientes incertidumbres derivadas de la actual crisis. La reflexión sobre la favorable coyuntura comunitaria abierta tras la aprobación del Acta Única Europea en 1986, determinante del impulso posterior hacia el euro, puede permitirnos también ponderar, desde el presente, el peso que tuvieron las motivaciones políticas —es decir, el deseo de avance hacia metas supranacionales y de reforzamiento de la identidad europea— en la decisión de adoptar una moneda única. Algunas experiencias del pasado, desde la crisis del patrón oro clásico hasta la constitución del Sistema Monetario Europeo tras la crisis del Sistema de Bretton Woods, que son asimismo analizadas en el trabajo, resultan referentes imprescindibles a la hora de valorar las motivaciones que fundamentaron la implantación del euro. De esta forma, la reflexión sobre las dualidades políticas y económicas que confluyen en la moneda única puede permitirnos también explicar en buena medida el porqué de las opciones de no pertenencia a la UME por parte de algunos países de la Unión, Gran Bretaña especialmente, y las perspectivas al respecto de los países recientemente adheridos en las dos últimas ampliaciones. Un último tipo de reflexiones completan el objetivo de este trabajo, todas ellas relacionadas con los momentos de incertidumbre actuales y el futuro de la Unión Monetaria: ¿ha resultado el euro un buen instrumento

⁴ La intensidad de las repercusiones de la actual crisis ha sido, sin embargo, mucho menor gracias al no desmoronamiento del sistema bancario, propiciado por los rescates y las medidas para garantizar los depósitos, o a la mucho menor contracción del comercio mundial en comparación con la que en 1929 provocaron las respuestas proteccionistas.

para afrontar durante los últimos tiempos la crisis financiera general y la crisis económica particular de algunos países de la Unión como España? Y en relación con esta pregunta, una no menos trascendental cuestión desde la perspectiva actual: ¿se consolidará definitivamente la Unión Monetaria o se producirán dificultades insalvables y algunos países pagarán cara la experiencia?

Los logros del euro

La moneda única europea ha resistido, desde luego, durante sus primeros pasos la prueba de fuego de los mercados monetarios internacionales, cumpliendo sobradamente los requisitos que acreditan la fortaleza de una divisa. El soporte demográfico y económico de los países de la Unión Monetaria Europea (UME) sitúa al euro a un nivel comparable ya al de las otras dos más importantes monedas mundiales, el dólar y el yen. Desde el punto de vista de su dimensión financiera mundial, el euro se resiente lógicamente de la no pertenencia de Gran Bretaña a la UME, dada la gran relevancia de la Bolsa de Londres, pero aun así su posición ha llegado a ser bastante firme, y lo que es más importante: su tendencia a una mayor dimensión financiera resulta muy previsible conforme se vaya ampliando la zona de países euro⁵. En diciembre de 2006 el euro desplazó ya al dólar como moneda más usada para pago en efectivo, con una circulación mundial de unos 614.000 millones, mientras que el valor de los dólares en circulación alcanzaba los 588.000 millones de euros. Pero el principal atributo del euro es sin duda su estabilidad. Al sustraerse las competencias en política monetaria a los distintos Estados miembros de la eurozona y recaer éstas en el Banco Central Europeo (BCE), la nueva moneda ha logrado asentarse sobre bases firmes de confianza y credibilidad en el ámbito mundial.

Por lo que se refiere al impulso de la identidad europea y al refuerzo de la integración supranacional, algo muy buscado en las políticas comunitarias de finales de la década de los ochenta y comienzos de los noventa del pasado siglo⁶, la existencia de una única divisa para un

⁵ GONZÁLEZ, S.: «La Unión Monetaria Europea: realidades actuales y retos de futuro», en FORNER MUÑOZ, S. (ed.): *La construcción de Europa. De las «guerras civiles» a la «unificación»*, Madrid, Biblioteca Nueva, 2007, pp. 129-152.

⁶ El impulso de Delors al proyecto comunitario, como presidente de la Comisión, resultó decisivo durante dichos años.

buen número de países de la Unión ha constituido también, en cierta medida, un importante logro. No olvidemos que el propio término «divisa» presenta una cierta anfibología, ya que no sólo se emplea en sentido monetario, sino también como distintivo o señal de pertenencia a una colectividad. El valor simbólico del euro, mucho más cuanto más se desarrolle su prestigio internacional, constituye, por tanto, un poderoso mecanismo de integración identitaria, ya que refuerza, frente a los «otros», los factores de complacencia y de satisfacción por la pertenencia a la UME⁷. No obstante, las previsiones de fortalecimiento supranacional del proceso comunitario que llevaba aparejada la Unión Monetaria arrojan un saldo contradictorio. Por una parte, resulta evidente ese fortalecimiento supranacional en aspectos tan relevantes como la creación del Banco Central, la pérdida de soberanía en política monetaria y la exigencia de una convergencia en políticas fiscales. Pero la Unión Monetaria, y mucho más después de las últimas ampliaciones, no debe confundirse con la Unión Europea. Para los países comunitarios que han decidido permanecer fuera de la UME no parece por el momento que hayan variado mucho las posiciones sobre su futuro acceso al euro. Respecto a los países recientemente adheridos a la Unión, ni por su situación económica ni por sus aspiraciones a un fortalecimiento de la integración, más bien escasas, parecen existir grandes entusiasmos para su futura incorporación a la moneda única⁸. Por lo demás, durante los últimos años las previsiones de un gran impulso político de la integración, que sin duda formaban parte de los fundamentos que inspiraron el proyecto de unificación monetaria, se han desvanecido de forma acelerada con el fracaso del Tratado Constitucional y la crisis institucional comunitaria que acompañó al mismo.

⁷ Durante los meses anteriores a las elecciones al Parlamento Europeo de 2009 los sondeos de opinión mostraban que la opinión pública europea consideraba el euro como el principal elemento de identidad europea (40 por 100), por encima de los valores democráticos (37 por 100) o las razones de tipo histórico (24 por 100). El Banco Central Europeo era percibido también como una de las principales instituciones de la Unión (73 por 100), al mismo nivel prácticamente que el Parlamento Europeo (74 por 100) y por encima del Consejo (61 por 100) y de la Comisión (68 por 100). Véase DIRECTORATE GENERALE FOR COMMUNICATION: *European Elections 2009*, Estrasburgo, 2009, pp. 1-7.

⁸ De los antiguos países del bloque comunista sólo lo han hecho de momento Eslovenia y Eslovaquia. Las futuras incorporaciones a la UME deberán producirse teóricamente entre 2011 y 2015.

En el caso de la opinión pública, es decir, de la percepción que tenemos los europeos de la nueva moneda, la valoración del euro por parte de la ciudadanía de los distintos Estados pertenecientes a la Unión Monetaria arroja, sin duda, más luces que sombras. Los resultados de las encuestas de Eurostat al respecto difieren sensiblemente de unos países a otros, pero en general la satisfacción con el euro es bastante alta. En los países, como España, cuya unidad monetaria anterior tenía un valor muy bajo con respecto al euro se culpabiliza a este último como causante de una mayor inflación en los productos de primera necesidad y bajo coste. El hecho es real, pero su repercusión sobre el aumento de los precios es muy poco significativa. En cualquier caso, esa posible mayor inflación derivada de la introducción de la moneda única no puede atribuirse a la misma, sino a otros factores⁹, y es de esperar que esas fricciones inflacionistas acaben desapareciendo con el tiempo. Sin embargo, los aspectos positivos percibidos resultan muy significativos por parte de sociedades como las europeas, estrechamente interconectadas ya desde el punto de vista comercial, educativo o turístico, especialmente en lo referente al control de la inflación —más allá de las fricciones anteriormente señaladas—, a la desaparición de las comisiones de cambio y a la transparencia mucho mayor en la comparación de precios entre unos y otros países.

Por lo que se refiere a los beneficios estrictamente económicos de orden interno derivados de la utilización de una misma moneda por la mayor parte de los países de la Unión, se han cumplido las previsiones lógicas aparejadas a la existencia de la misma. A los ya señalados más arriba como beneficios perceptibles por la ciudadanía habría que añadir los derivados de la inexistencia de riesgo cambiario y de la mejora significativa de los *ratings* de países con mayores riesgos anteriores de depreciación o devaluación de sus monedas¹⁰, pero sobre todo, como muchos analistas señalan, los producidos por las políticas de convergencia y por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, ya que las políticas de reducción del déficit público y de la deuda han tenido

⁹ Por poner un ejemplo, la inexistencia entre los consumidores españoles de una cultura monetaria anterior acostumbrada a la utilización de fracciones centesimales de la moneda ha propiciado y propicia, desde luego, prácticas abusivas de redondeo de precios en el caso de los productos de menor cuantía.

¹⁰ Como puede comprobarse por los últimos acontecimientos, ello no es garantía contra ataques especulativos sobre la deuda de países de la eurozona con graves problemas en sus cuentas públicas.

sin duda consecuencias muy positivas para la economía de los países europeos¹¹.

Atendiendo, por otra parte, a la propia dinámica del proceso comunitario que se abrió con el Tratado de la Comunidad Económica Europea (CEE), todo parecía apuntar desde los inicios del mismo, aparentemente, a la exigencia de una futura moneda única. Lo que el Tratado de la CEE estableció en 1957 como objetivo fundamental de la nueva Comunidad era la constitución de un mercado común europeo, y a tal efecto prescribía las fases y los procedimientos correspondientes. El área de libre comercio y la unión aduanera como requisitos previos al gran mercado deberían irse estableciendo de forma progresiva, acompañándose de las políticas comunitarias imprescindibles (defensa de la competencia, política comercial común, coordinación de las balanzas de pagos...) para el funcionamiento del mercado común. La culminación del proceso habría de suponer la libre circulación de todos los factores productivos, es decir, mercancías, trabajadores y capitales. Evidentemente, ante dicha perspectiva (no cumplida todavía en su totalidad, hay que decirlo, en los momentos actuales) la existencia de una estabilidad en los intercambios monetarios entre los países comunitarios resultaba muy aconsejable. Y ¿qué mayor estabilidad que la derivada de la existencia de una moneda común acompañando a un mercado común?¹² Esa posibilidad, sin embargo, no empezó a concretarse, como es sabido, hasta comienzos de la década de los noventa del pasado siglo, cuando el denominado Tratado de Maastricht estableció, tan minuciosamente como lo había hecho el Tratado CEE para el mercado común, los plazos y requisitos para acceder a una futura Unión Monetaria.

Da la impresión, pues, de que, en sus más distintas vertientes, la introducción del euro ha tenido, al menos hasta ahora, efectos positivos y que, tanto por los constatados logros actuales como por la propia lógica del proceso de integración económica europea, el euro ha

¹¹ GRAUWE, P. de: «The Euro at ten: achievements and challenges», *Empirica*, 36-1 (febrero de 2009), pp. 5-20.

¹² Dicha interpretación no está, por supuesto, generalizada. Desde planteamientos más reticentes a la cesión de soberanía y partidarios de una auténtica libre competencia que afecte también al mercado de divisas, la existencia de distintas monedas nacionales en la Unión no representaría un obstáculo para la integración económica. Cf. GILLINGHAM, J.: *European Integration, 1950-2003. Superstate or New Market Economy?*, Nueva York, Cambridge University Press, 2003, pp. 269-278.

resultado ser, por el momento, una buena apuesta que, en mayor o menor medida, ha beneficiado a los países integrados en la Unión Monetaria. Y siendo así, ¿por qué ha tardado tanto en llegar la moneda única y por qué en los inicios del proceso comunitario las cuestiones monetarias apenas tuvieron trascendencia? Un breve repaso a la historia monetaria europea desde el último cuarto del siglo XIX y al propio proceso de integración comunitaria puede ayudarnos a contestar dichas preguntas y a extraer algunas lecciones del pasado.

Del «patrón oro» al sistema de Bretton Woods

Hasta 1970, los periodos con estabilidad de los intercambios monetarios entre los principales países europeos han sido predominantes y sólo interrumpidos por especiales momentos de crisis, como en los años treinta del pasado siglo, o como consecuencia de los grandes conflictos bélicos. Es más, la consolidación del denominado patrón oro a partir de 1870, como se ha apuntado más arriba, marcó el comienzo de una etapa, truncaada por la primera guerra, en la que la estabilidad monetaria operó en Europa de forma casi similar a como habría ocurrido con una moneda común.

El patrón oro constituyó sin duda un buen instrumento para el desarrollo económico y comercial de Europa. En esencia, el patrón oro se basaba en la libre circulación del metal precioso entre individuos y entre países; en el establecimiento de paridades prácticamente fijas de las monedas nacionales, según la equivalencia del respaldo metálico de las mismas, y en la ausencia de instituciones internacionales reguladoras o prestamistas. Puede decirse que la aceptación del patrón oro constituyó una especie de orden no intencionado surgido del propio desarrollo de las relaciones comerciales internacionales que se acomodó perfectamente a las exigencias del capitalismo liberal de la época. El correcto funcionamiento de ese orden monetario exigía, sin embargo, un gran equilibrio de las balanzas comerciales de los distintos países. Cuando un país exportaba mercancías por un valor inferior al de sus importaciones se producía una disminución de sus reservas en oro que había que contrarrestar con un aumento de la competitividad por medio de una disminución de precios que obligaba a ajustes salariales y a una moderación de los beneficios. De esa forma aumentaba el valor de las exportaciones hasta que de nuevo se producía el

equilibrio en la balanza. La movilidad de capitales contribuía también a la superación de los desajustes, ya que la elevación de los tipos de interés en los países con balanza deficitaria servía para atraer dinero de otros países, fundamentalmente de aquellos en los que el aumento de las reservas provocaba un descenso de los tipos de interés.

El sistema monetario del patrón oro tuvo un funcionamiento muy flexible y mostró las posibilidades que se abrían por medio de una colaboración entre los Estados para ofrecer una garantía y una seguridad en el mantenimiento estable de los intercambios monetarios¹³. En realidad, como ya se ha dicho, con el sistema del patrón oro se produjo en la práctica un funcionamiento monetario muy similar al que se habría dado con una moneda única. Los problemas llegaron como consecuencia de cambios sociales y políticos que dificultaron los ajustes exigidos por el sistema para asegurar su mantenimiento. Hasta comienzos de la primera guerra dichos ajustes se produjeron sin excesivas dificultades debido a la ya apuntada movilidad de capitales y a una docilidad salarial por parte de los trabajadores a la que se unía también una gran movilidad internacional de la mano de obra, como constatan los grandes flujos migratorios de finales del siglo XIX y principios del XX. La guerra de 1914-1918 alteró profundamente, sin embargo, los fundamentos del sistema. Cuando al final de la misma se restableció el patrón oro, la realidad social y política de Europa había cambiado sustancialmente. La presencia de fuerzas sindicales mucho más organizadas y reivindicativas, y el reflujo de los movimientos migratorios hicieron cada vez más difíciles los ajustes salariales y de precios, imprescindibles para el buen funcionamiento del sistema¹⁴.

¹³ Para el funcionamiento del patrón oro véanse EICHENGREEN, B. J.: *The Gold Standard in Theory and History*, Londres, Routledge, 1997, y del mismo autor: *Golden Fetters: the Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, Nueva York, Oxford University Press, 1992; también BORDO, M. D., y SCHWARTZ, A. J.: *A Retrospective on the Classical Gold Standard 1821-1931*, Chicago, University of Chicago Press, 1984. Para las controversias sobre los efectos del patrón oro puede verse GARCÍA RUIZ, J. L.: «Patrón oro, banca y crisis. Una revisión desde la historia económica», *Cuadernos de Estudios Empresariales*, 2 (1992), pp. 57-85.

¹⁴ El sistema se resquebrajó también como consecuencia de la alteración por parte de algunos países, como Francia, de unas «reglas de juego» que exigían un aumento de la expansión monetaria conforme aumentaban las reservas de oro. El Banco de Inglaterra, muy reacio a la acumulación de oro y proclive a la mundialización de las finanzas, había constituido el principal soporte del patrón oro hasta la primera guerra, pero el relativo declive británico tras la finalización de la misma le impidió seguir jugando un papel preponderante en el mantenimiento del sistema. Véase TORRERO

Por lo demás, debe tenerse en cuenta que la existencia del patrón oro no constituía una garantía para evitar sucesivas y periódicas crisis derivadas de la expansión del crédito. Desde la aprobación de la *Peel Act* en 1844 se fue extendiendo, a lo largo de la segunda mitad del siglo XIX, la idea de que la mejor solución para los problemas monetarios era el establecimiento de un monopolio de emisión ejercido por un banco central en contraste con un sistema de banca libre que había determinado actitudes mucho más prudentes por parte de los bancos en sus políticas de créditos. Además, aunque la emisión de billetes quedaba garantizada por el respaldo metálico, no ocurría lo mismo con el dinero bancario creado por medio de los depósitos, lo que originaba recurrentes expansiones crediticias que se saldaban inevitablemente con crisis financieras y con la contracción del crédito. Esas expansiones llegaron durante los denominados «felices años veinte» al extremo de provocar una crisis de dimensiones hasta entonces desconocidas, a la que siguió la larga depresión de los años treinta.

El recuerdo de algunas de las virtudes del patrón oro clásico y el deseo de establecer una estabilidad monetaria en la nueva situación mundial que iba a producirse al finalizar la segunda guerra constituyeron el fundamento de la Conferencia de Bretton Woods. En esta localidad estadounidense se acordaron, en el verano de 1944, las bases del futuro Sistema Monetario Internacional con la creación de dos instituciones internacionales —el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional— y el establecimiento de un mecanismo de paridades fijas entre el dólar y las distintas divisas mundiales. El sistema establecía también unas bandas de fluctuación al alza o a la baja del 1 por 100 sobre las paridades con respecto al dólar y la posibilidad de devaluación/revaluación, es decir, de establecimiento de una nueva paridad, en el caso de que resultara imposible mantener una divisa dentro de dichas bandas. El respaldo metálico de las monedas continuaba siendo el oro, pero con la novedad de que el dólar se convertía también en divisa de reserva merced al compromiso de Estados Unidos de convertibilidad en oro de las reservas en dólares de los distintos bancos centrales a razón de 35 dólares la onza¹⁵.

MAÑAS, A.: «La experiencia del patrón oro en dos épocas: 1870-1914 y el periodo de entreguerras», en VARELA PARACHE, M., y DURÁN HERRERA, J. J. (coords.): *La moneda en Europa. De Carlos V al euro*, Madrid, Pirámide, 2003, pp. 165-187.

¹⁵ Sobre los antecedentes e inicios del sistema de Bretton Woods véanse BORDO, M. D.: «The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Over-

El diseño del nuevo sistema respondió a la situación económica abierta tras la segunda guerra. Estados Unidos era con diferencia la primera potencia económica mundial y disponía del 80 por 100 de las reservas mundiales de oro. Esa posición privilegiada, unida a la relativamente escasa cantidad de dólares fuera del país, fue lo que permitió a Norteamérica asumir tal garantía y convertir el dólar en el líder monetario mundial. Durante casi un cuarto de siglo el sistema diseñado en Bretton Woods funcionó de forma muy satisfactoria y aseguró un notable incremento del comercio mundial. El propio éxito del sistema fue debilitando progresivamente la posición en el mismo de Estados Unidos. El aumento de sus importaciones y el consiguiente aumento de la cantidad de dólares en los bancos centrales de otros países complicaban crecientemente el compromiso de convertibilidad dólar/oro establecido en Bretton Woods. A comienzos de la década de 1970, el agotamiento del sistema obligó a una profunda reestructuración del mismo. En primer lugar, se anuló el compromiso de convertibilidad del dólar por oro. En segundo lugar, se produjo un aumento del precio del oro que pasó de los 35 a los 38 dólares por onza, lo que, en definitiva, no era otra cosa que una devaluación de la divisa norteamericana. Por último, dada la intensidad de las turbulencias monetarias que comenzaban a producirse, se ampliaron los márgenes de fluctuación de las distintas monedas con el dólar que pasaron del ± 1 por 100 al $\pm 2,25$ por 100. La crisis definitiva del sistema llegó en 1973 y estuvo directamente relacionada con el alza espectacular que desde ese año experimentó el precio del petróleo. En ese mismo año se produjo una nueva devaluación del dólar al alcanzar el precio del oro los 42 dólares la onza. Entre 1973 y 1975 se estableció un sistema provisional de cambios flotantes que se convirtió en definitivo en 1976 con el establecimiento de las denominadas «reglas de Jamaica», que significaron el fin de la experiencia de mercado regulado que había supuesto el sistema surgido de Bretton Woods y el paso definitivo a un sistema de flotación de cotizaciones¹⁶.

view»; GIOVANNINI, A.: «Bretton Woods and Its Precursors in the History of International Monetary Regimes»; IKENBERRY, G. J.: «The Political Origins of Bretton Woods», todos ellos en BORDO, M. D., y EICHENGREEN, B. (eds.): *A Restrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform*, Chicago-Londres, The University of Chicago Press, 1993, pp. 3-198.

¹⁶ La relación entre Estados Unidos y el proceso de unificación monetaria desde los inicios de la crisis del sistema de Bretton Woods en GRYGOWSKI, D.: «Les États Unis et

Las políticas monetarias de la Comunidad Europea

Fue precisamente la crisis del Sistema Monetario Internacional de comienzos de los años setenta la que obligó a los países comunitarios a prestar a las cuestiones monetarias una atención mucho mayor que la que habían prestado hasta dicho momento. Con la excepción del denominado Comité Monetario establecido por el Tratado de la Comunidad Económica Europea (CEE) de 1957, poco más se había hecho en materia monetaria durante la primera etapa de construcción del mercado común. Dicho Comité había sido previsto en el Tratado con funciones de mera coordinación en materia de balanza de pagos de los distintos países comunitarios. Hubo que esperar a finales del año 1969 para que por primera vez las cuestiones monetarias se convirtieran en asunto prioritario para los países de la Comunidad. En dicho año, el vicepresidente de la Comisión Europea, Raymond Barre, presentó un plan para el reforzamiento de la integración comunitaria en el que se planteaba la futura creación de una Unión Monetaria. El siguiente paso vino de la mano del ministro de Hacienda luxemburgués Pierre Werner, quien en 1970 presentó un informe sobre el proceso a seguir para llegar a una Unión Monetaria basada en el establecimiento de paridades fijas e irrevocables entre las distintas divisas europeas.

No es casual que la creciente preocupación por el futuro monetario de la Comunidad se iniciase en los momentos en que empiezan a detectarse las primeras dificultades para el mantenimiento del Sistema Monetario Internacional. Durante el tiempo en el que los mecanismos surgidos de la Conferencia de Bretton Woods funcionaron de forma razonablemente correcta, las monedas de los países comunitarios encontraron en dichos mecanismos, y en la cooperación monetaria con Estados Unidos, suficientes garantías para la estabilidad de sus paridades¹⁷. La desaparición del escenario monetario internacio-

l'unification monétaire de l'Europe: bilan d'ensemble et perspectives de recherche, 1968-1998», *Journal of European Integration History*, 13-1 (2007), pp. 111-132.

¹⁷ ZIMMERMANN, H.: «Western Europe and the American Challenge: Conflict and Cooperation in Technology and Monetary Policy, 1965-1973», *Journal of European Integration History*, 6-2 (2000), pp. 85-110. Para el caso concreto del franco francés puede verse CHIVVIS, Ch. S.: «Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods», *Journal of Contemporary History*, 41-4 (2006), pp. 701 y ss.

nal que había permitido a las monedas comunitarias mantener una aceptable estabilidad en los intercambios obligó a adoptar medidas de choque para la continuación de dicha estabilidad¹⁸. Las propuestas anunciadas por Barre y Werner marcaban la estrategia para el futuro y, sin duda alguna, constituyeron en su momento el embrión de la actual Unión Monetaria, pero hacían falta también actuaciones inmediatas en política monetaria por parte de los países comunitarios para hacer frente a la situación crítica que se había abierto en el ámbito mundial en la década de 1970. Dichas actuaciones dieron origen en 1971 a un compromiso comunitario para evitar que las fluctuaciones de las monedas europeas entre sí superasen el 2,25 por 100¹⁹.

Las actuaciones en política monetaria derivadas de la reestructuración en 1971 y de la crisis en 1973 del Sistema Monetario Internacional constituyeron un buen laboratorio para explorar proyectos más audaces de unificación monetaria por parte de los países de la CEE. No debe olvidarse que el mantenimiento de las paridades entre las monedas comunitarias en los márgenes establecidos obligaba a una creciente coordinación de los bancos centrales europeos que servía de ensayo para futuras experiencias. En 1973 comenzó a funcionar el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria (FECOM), equivalente europeo del Fondo Monetario Internacional, cuya misión era precisamente coordinar las políticas y la acción de los bancos centrales de los países comunitarios y de intervenir, en caso necesario, en los mercados de cambio. Por lo demás, el desvanecimiento del Sistema Monetario Internacional reforzaba las tesis del Plan Barre y del Informe Werner sobre la necesidad de caminar hacia un sistema que garan-

¹⁸ Dado que las monedas comunitarias debían cumplir las condiciones de mantenimiento de su paridad con respecto al dólar, con una oscilación máxima del 1 por 100 al alza o a la baja, las fluctuaciones entre las mismas no podrían superar en el peor de los casos el nivel del 2 por 100. Dicha cifra se consideraba aceptable como margen de fluctuación de las monedas comunitarias entre sí. La cosa empezó a cambiar en 1971, cuando la reestructuración del Sistema Monetario Internacional amplió los márgenes de fluctuación con respecto al dólar al $\pm 2,25$ por 100. El cambio fue ya definitivo en 1973 al desaparecer las bandas de fluctuación respecto al dólar y colapsarse en la práctica todos los fundamentos en los que se había basado el sistema.

¹⁹ Entre 1971 y 1973 las monedas comunitarias debieron cumplir el doble requisito de respetar las bandas de fluctuación del $\pm 2,25$ por 100 respecto al dólar y de no diferir entre ellas en más de un 2,25 por 100. Ello dio origen durante esos años a la denominada «Serpiente Monetaria Europea en el Túnel», es decir, las bandas de fluctuación respecto al dólar, que desde la crisis del Sistema Monetario Internacional en 1973 se convertiría en la «Serpiente Monetaria fuera del Túnel».

tizase la estabilidad de los intercambios monetarios en el espacio europeo. La solución a la que se llegó finalmente fue la constitución del Sistema Monetario Europeo (SME), acordada por una resolución del Consejo de 5 de diciembre de 1978 y cuya entrada en funcionamiento se produjo en marzo de 1979.

La experiencia del SME resulta muy útil para entender la decisión posterior de caminar hacia una moneda única y como reflexión sobre los métodos más o menos adecuados para conseguir dicho objetivo²⁰. Puede decirse que el Sistema Monetario Europeo reproducía en sus aspectos básicos los mecanismos de funcionamiento del Sistema Monetario Internacional, con la excepción de la convertibilidad en oro²¹. El papel desempeñado por el dólar le correspondía ahora al ECU (*European Currency Unit*), una cesta de monedas comunitarias que se convertía en el pivote central del sistema. El mecanismo de cambios obligaba a establecer paridades fijas entre las diversas monedas con unos márgenes de fluctuación del $\pm 2,25$ por 100, si bien en algunos casos los países pertenecientes podían acogerse a una banda más ancha, del ± 6 por 100. El correcto funcionamiento del sistema obligaba a un alto grado de intervencionismo de los bancos centrales en la compra o venta de divisas para contrarrestar las tendencias del mercado cuando éstas hacían peligrar el mantenimiento de las paridades dentro de los márgenes de fluctuación establecidos. Cuando, a pesar de dicha intervención, las fuerzas del mercado se imponían resultaba obligado proceder a un realineamiento de paridades, es decir, a las correspondientes devaluaciones y revaluaciones entre las divisas comunitarias afectadas.

Como instrumento para asegurar la estabilidad cambiaria en el espacio comunitario, el Sistema Monetario Europeo atravesó por muchas dificultades a lo largo de su existencia²². Por parte de los

²⁰ Una buena síntesis de la evolución del SME en BENOIST-LUCY, X.: *Une monnaie pour l'Europe*, París, Hatier, 1992. Véase también GONZÁLEZ, S., y MASCAREÑA, J.: *El sistema monetario europeo*, Madrid, Eudema, 1993. Para el desarrollo de las políticas monetarias hasta la introducción del euro véase PÉREZ BUSTAMANTE, R., y WRANA, J.: *La unión económica y monetaria en Europa: una introducción histórica (1969-1998)*, Madrid, Dykinson, 1999. Sobre diversos aspectos de los sistemas monetarios y las uniones monetarias puede verse el trabajo de CESARANO, F.: *Money and Monetary Systems*, Edward Elgar Publishing Limited, 2008.

²¹ GONZÁLEZ, S.: «La Unión Monetaria Europea: realidades actuales y retos de futuro», en FORNER MUÑOZ, S. (ed.): *La construcción de Europa...*, op. cit., p. 131.

²² Sobre los problemas monetarios europeos tras la crisis del sistema de Bretton

países con comportamientos económicos más ortodoxos se apuntaba ya la necesidad de una convergencia en el espacio comunitario como única garantía real para asegurar la estabilidad cambiaria. El sometimiento de las monedas europeas a la disciplina de las bandas de fluctuación no dejaba de ser un mero tratamiento de los síntomas que no atacaba las causas reales de la enfermedad. La inestabilidad cambiaria puede tener su origen en causas internas derivadas de la divergencia de comportamientos en inflación, tipos de interés o equilibrio presupuestario, pero puede obedecer también a presiones especulativas externas sobre mercados monetarios regulados, como era el caso del Sistema Monetario Europeo²³. Para resolver los efectos negativos del primer tipo de causas resultaban más lógicas las políticas de ajuste económico que acercasen progresivamente a los distintos países comunitarios que no el artificio de los márgenes de fluctuación y la permanente intervención de los bancos centrales. Para el caso de las presiones especulativas puede afirmarse que, en una situación de creciente liberalización de los flujos de capital, la propia regulación de las paridades dentro de determinados márgenes era un estímulo para el ataque contra monedas débiles a la búsqueda de devaluaciones con las que obtener sustanciosos beneficios. Eso fue precisamente lo que ocurrió con las turbulencias monetarias originadas por la eliminación de restricciones en lo referente a la libre circulación de capitales y servicios financieros entre el verano de 1992 y el de 1993. Dichas turbulencias obligaron a la ampliación de los márgenes de fluctuación del sistema al ± 15 por 100 en julio de este último año, lo que en la práctica significaba ya una flotación libre de las divisas comunitarias, como único medio de hacer frente a las presiones especulativas.

Woods véase JAMES, H.: *Internacional Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Oxford, Oxford University Press, 1996, pp. 475-489.

²³ A mediados de septiembre de 1992 se produjo una de las mayores turbulencias con el ataque especulativo contra la libra que originó el abandono del Sistema por parte de Gran Bretaña. Véase BROWNE, R. S.: «Alternatives to the International Monetary Fund», en CAVANAGH, J.; WYSHAM, D., y ARRUDA, M. (eds.): *Beyond Bretton Woods. Alternatives to the Global Economic Order*, Londres, Pluto Press, 1994, pp. 64 y ss.

Los fundamentos de la moneda única europea

Esa desaparición en la práctica de los mecanismos de tipos de cambio del Sistema Monetario Europeo se producía de forma casi simultánea a inicios del proceso que iba a conducir a finales del siglo XX a la implantación de una moneda única europea. De hecho, la propia liberalización del mercado de capitales constituía ya una fase previa de dicho proceso que quedó definitivamente regulado en el Tratado de la Unión Europea aprobado en Maastricht en 1992. La creación de una Unión Económica y Monetaria constituyó lo que podría denominarse «núcleo duro» de dicho Tratado. Al igual que había ocurrido con el Tratado de la CEE respecto a la creación del mercado común, el Tratado de Maastricht establecía las fases, plazos y requisitos a cumplir para acceder a la futura Unión Monetaria. En 1994 se creó el Instituto Monetario Europeo, con sede en Frankfurt, cuyas funciones de coordinación de los distintos bancos centrales constituían ya el embrión del futuro Banco Central Europeo. Entre 1994 y 1998 se fueron cumpliendo las distintas previsiones sobre medidas para asegurar la actuación independiente de los bancos centrales y se intensificaron las políticas de convergencia económica. Por medio de dicha convergencia los países de la Unión Europea que querían acceder a la futura Unión Económica y Monetaria tuvieron que aproximarse en determinados parámetros económicos considerados imprescindibles para asegurar la estabilidad de la nueva moneda y evitar cualquier sobresalto al respecto. Dichas exigencias provinieron fundamentalmente del núcleo de países con cuentas públicas y comportamientos económicos más equilibrados y se referían esencialmente a la disminución del déficit y de la deuda pública hasta niveles no superiores al 3 y al 60 por 100, respectivamente, del Producto Interior Bruto; al tipo de interés de la moneda de los distintos países, que no debía exceder en más del 2 por 100 el tipo medio de interés de los tres países con menor inflación, y a esta última, que no debería superar en más de 1,5 por 100 la media de los tres países con menor subida de precios durante los doce meses anteriores al momento en que debería decidirse el acceso a la moneda única.

La heterogeneidad del comportamiento económico de los países comunitarios puede explicar el rigor de las exigencias establecidas para acceder a la Unión Monetaria. Para los países más saneados eco-

nómicamente y con un mayor control de la inflación, compartir una misma moneda con países caracterizados por una gran indisciplina presupuestaria, acumulación de deuda pública y altas tasas de inflación planteaba una gran intranquilidad. Piénsese sobre todo en el caso de Alemania. Es cierto que para el marco —la divisa con mayor peso en el Sistema Monetario Europeo y en la futura moneda única—, con la ampliación del área monetaria que el euro iba a suponer, se hacía posible un mayor protagonismo financiero junto a las otras dos grandes divisas mundiales, el dólar y el yen. Pero aun así, los riesgos del experimento podían ser muy altos²⁴. Cuando un pueblo ha padecido trastornos monetarios como los que vivió Alemania con la hiperinflación del periodo de entreguerras, que sin duda se graban en la memoria colectiva, resultan lógicas las reticencias al abandono de una moneda consolidada y estable como el marco. No es casual por ello que la opinión pública alemana fuera una de las más opuestas a la nueva moneda en el conjunto de países que accedieron finalmente a la misma. Ni es casual tampoco que, por inspiración fundamentalmente alemana, las funciones del Banco Central Europeo, a semejanza del *Bundesbank*, se centrasen en la prioridad de asegurar la estabilidad del euro por medio de un estricto control de la inflación. Dichas funciones resultan ser, por tanto, mucho más limitadas que las atribuidas a la Reserva Federal en Estados Unidos a la que se encomiendan también funciones de estímulo del crecimiento económico²⁵.

La moneda única comenzó a ser ya una realidad en la primavera de 1998, cuando el grupo de once países que superaron los criterios exigidos vieron fijadas las paridades de sus monedas de forma irrevocable²⁶. A pesar de las facilidades que se dieron para superar algunos

²⁴ GRAUWE, P. de: «Relaciones centro-periferia en la Unión Monetaria Europea», en FUNDACIÓN ARGENTARIA: *La Unión Monetaria Europea: tres perspectivas*, Madrid, 1998, p. 25.

²⁵ Un análisis del papel de los bancos centrales y de los cambios de las políticas monetarias durante las últimas décadas en TOUFFUT, J.-Ph.: *Central Banks as Economic Institutions*, París, Cournot Centre for Economic Studies, 2008. Para el caso del Banco Central Europeo véase PRADO PRADO, G.: *La autoridad monetaria en el sistema institucional de la Unión Europea*, Madrid, Tecnos, 2006.

²⁶ Sobre el cumplimiento de los requisitos para acceder al euro véase COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS: *Euro 1999: informe sobre la convergencia y correspondiente recomendación con vistas a la transición a la tercera fase de la unión económica y monetaria*, Bruselas, Oficina de Publicaciones Oficiales de las Comunidades Europeas, 1998.

de los criterios de convergencia, como fue el caso de la deuda pública, Grecia no pudo superar el examen. Otros tres Estados miembros, Gran Bretaña, Suecia y Dinamarca, se autoexcluyeron por el momento de la Unión Económica y Monetaria. En julio de ese mismo año el Instituto Monetario Europeo se transformó en el Banco Central Europeo y, finalmente, el 1 de enero de 1999 entró en vigor el euro con el valor de cambio establecido para cada una de las antiguas monedas de los Estados que se incorporaban a la Unión Monetaria²⁷.

Perspectivas actuales y futuras de la moneda única europea

¿Qué puede decirse del funcionamiento del euro y de sus efectos positivos o negativos sobre las economías de los distintos países comunitarios? A pesar de haber transcurrido ya más de diez años desde su vigencia, quizá haga falta esperar algo más de tiempo para extraer conclusiones al respecto que tengan cierta validez. Recuérdese lo que ocurrió con el sistema del patrón oro, que, a pesar de su buen funcionamiento durante un dilatado periodo, puede ser considerado como un producto de la confluencia de toda una serie de circunstancias económicas y sociales tan favorables como excepcionales²⁸.

Por el momento, el euro se ha comportado en relación con la otra gran moneda mundial, el dólar, de forma muy acorde con las distintas

²⁷ Por razones fundamentalmente técnicas, dichas monedas siguieron circulando como distintas expresiones faciales de la moneda única hasta finales de 2001, y durante los dos primeros meses de 2002 fueron progresivamente sustituidas por el euro.

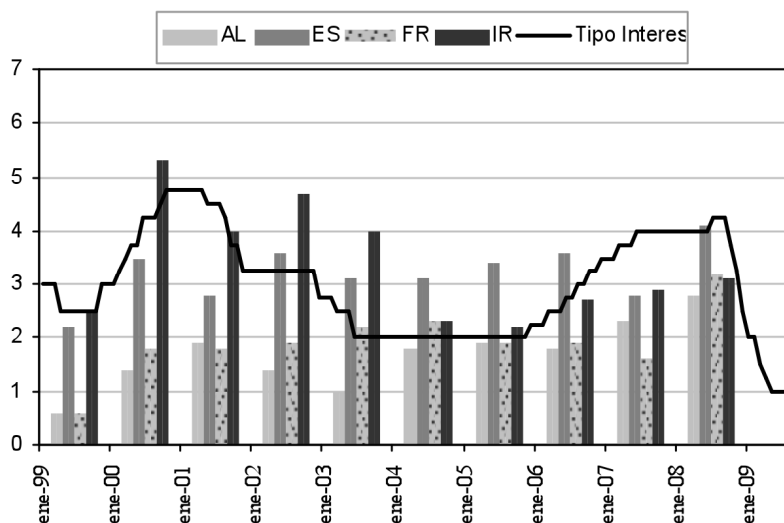
²⁸ El interés por el patrón oro se ha intensificado, sin embargo, como consecuencia de la actual crisis financiera. Uno de los más significativos valedores del mismo, el profesor de la San Francisco School of Economics Antal Fekete, propugna incluso la vuelta a un *gold standard* estricto como único remedio para evitar las expansiones dinerarias provocadas por los Bancos Centrales. La interpretación y el diagnóstico de la actual crisis desde dicha perspectiva puede verse en FEKETE, A.: *Why Obama's Stimulus Package Is Doomed to Failure*, 3 de abril de 2009, <<http://commoditybullmarket.blogspot.com>>. [10 de septiembre de 2009]. Las opciones contrapuestas son sostenidas por el reciente Nobel de economía Paul Krugman, partidario de medidas para una reactivación de la demanda mediante un aumento de la deuda pública que en cierto modo han inspirado algunas de las actuaciones de Obama frente a la crisis (Krugman.blogs.nytimes.com). Las propuestas para una mayor intervención y regulación del sistema financiero son defendidas por el también Nobel de economía Joseph Stiglitz (véase *Id.*: *Stability with growth: macroeconomics, liberalization, and development*, Oxford University Press, 2006).

fases del ciclo económico de los respectivos bloques monetarios y con la situación económica internacional. A comienzos de 1999 el euro inició su andadura en los mercados internacionales con una cotización de 1,16 dólares, marcándose posteriormente una tendencia a la depreciación frente al dólar que llegó a alcanzar aproximadamente el 30 por 100 menos del valor inicial en octubre de 2000. Hasta el año 2002 el valor del euro fue constantemente inferior al del dólar. El 1 de enero de 2002, fecha de comienzo de la circulación física de la nueva moneda, el euro se cambió por 0,90 dólares, pero a finales de ese año comenzó a remontar iniciándose una tendencia de apreciación de la moneda europea hasta alcanzarse a mediados de 2008 cotizaciones muy próximas a los 1,60 dólares por euro, que posteriormente han descendido para situarse en 2010 en valores que se sitúan por debajo de los 1,40 dólares por euro. Dicho comportamiento resulta muy ajustado a la trayectoria de las economías europea y estadounidense y a la evolución de algunas variables como los tipos de interés. Como puede apreciarse en el gráfico 1, los altos tipos de interés del dólar en comparación con el euro condicionaron la inicial tendencia a la depreciación del euro²⁹ y la depreciación relativa entre los años 2005 y 2006. El impacto de la crisis económica en Europa y la política de abaratamiento del dinero por parte del Banco Central Europeo estarían, lógicamente, en relación con el descenso del valor de cambio euro/dólar entre 2008 y 2010. Pero es, sin embargo, a nivel interno de la zona euro donde las políticas monetarias del Banco Central Europeo, por medio de los tipos de interés, han originado y originan distorsiones, algunas de ellas inesperadas, en los distintos países de la Unión Monetaria Europea.

Al ser, en efecto, el objetivo prioritario del Banco Central Europeo el mantenimiento de una baja inflación en la zona euro, los tipos de interés aumentan o disminuyen en función de dicha variable. Pero el peso de algunas economías como la de Alemania o Francia supone que una muy baja inflación en dichos países, correlacionada por lo general con un estancamiento económico, determine bajos tipos de

²⁹ Lógicamente, en la evolución inicial de la moneda influyeron también factores derivados de la incertidumbre sobre su comportamiento frente a otra moneda muy consolidada como el dólar y otras cuestiones de coyuntura como la ralentización de la economía alemana durante esos momentos. Véase CUENCA GARCÍA, E.: «El euro en Europa y en el mundo», en VARELA PARACHE, M., y DURÁN HERRERA, J. J. (coords.): *La moneda en Europa...*, op. cit., pp. 237-241.

GRÁFICO 1
Diferencial de tipos de interés y cotización dólar/euro



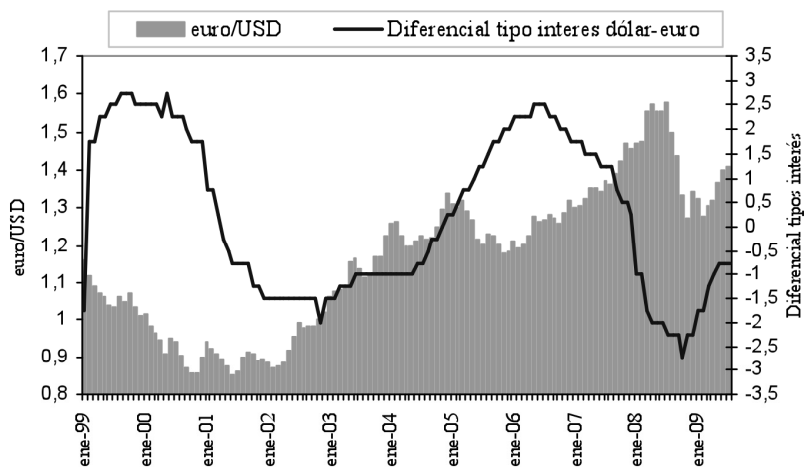
Fuente: Eurostat. Elaboración propia.

interés del euro, con independencia de que en otros países el crecimiento y la inflación resulten en términos absolutos, pero sobre todo relativos, mucho más altos. Se ha dado así la circunstancia de que algunos países con comportamiento claramente inflacionista en comparación con Alemania y Francia, como ha sido el caso de España, se han beneficiado, como puede apreciarse en el gráfico 2, de unos muy bajos tipos de interés real, que incluso han llegado a ser en algunos momentos tipos de interés real negativos, es decir, inferiores nominalmente a la inflación. En buena medida, ése ha sido uno de los factores que explica el «milagro económico» español de los últimos años, con bases muy poco firmes y alentado por una financiación sin respaldo en el ahorro interno³⁰. El caso de Irlanda presenta también algu-

³⁰ HUERTA DE SOTO, J.: *Financial Crisis and Recession*, Ludwig von Mises Institute, 10 de junio de 2008, <<http://mises.org/story>>. [12 de septiembre de 2009].

GRÁFICO 2

Tasas anuales de inflación (Alemania, España, Francia e Irlanda) y evolución del tipo de interés del BCE



Fuente: Eurostat. Elaboración propia.

nos rasgos similares de «sobrecalentamiento» artificial de la economía debido a bajos tipos de interés, si bien el crecimiento económico irlandés se ha sostenido sobre bases más firmes y diversificadas que el español, muy dependiente del sector inmobiliario. Así pues, el peligro de los choques asimétricos, esgrimido desde las posiciones contrarias a la moneda única, no ha tenido por ahora excesivas consecuencias negativas y, en cualquier caso, éstos han favorecido más hasta no hace mucho, aunque haciendo más dura la caída posterior, a países de los considerados periféricos al núcleo duro de la eurozona ³¹.

Hasta el momento, pues, aun dada una cierta asimetría en los distintos ciclos económicos de la eurozona, no parece que pueda atri-

³¹ No deja de ser paradójico por otra parte que, hasta el incumplimiento generalizado provocado por la actual crisis, hayan sido los países más exigentes en materia de disciplina presupuestaria, Francia y Alemania, los que han incumplido los requisitos establecidos en el denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

buirse a la moneda única como tal la causa de las dificultades económicas por las que han atravesado o atraviesan algunos países pertenecientes a la Unión Monetaria. Es cierto que la pérdida de soberanía en política monetaria ha privado a los gobiernos nacionales de instrumentos como el manejo del tipo de interés o el tipo de cambio para hacer frente a situaciones adversas, pero también lo es que, una vez dentro de la Unión Monetaria, la virtud económica (control de la inflación, del déficit y de la deuda) se ha convertido en necesidad, con los efectos positivos que de ello se derivan³². Piénsese, por ejemplo, en el caso de España, país para el que la apuesta para acceder a la moneda única ha llevado durante un largo periodo a un saneamiento de las finanzas públicas cuya contribución al crecimiento económico entre 1997 y 2007 no debe minimizarse. Si ahora ha cambiado el ciclo de manera dramática y siguen sin resolverse importantes problemas estructurales de la economía española que deberían haberse abordado durante los años de bonanza económica (flexibilidad del mercado laboral, desregulación y liberalización de la oferta, aumento de la productividad, transformación de un deficiente sistema educativo, etcétera) puede que la existencia del euro y la política monetaria futura del Banco Central Europeo agraven las dificultades, pero en modo alguno serán los causantes directos de las mismas.

Aun así, queda siempre en el aire la pregunta de si no hubiese sido mejor para algunos países comunitarios permanecer al margen de la Unión Monetaria para acrecentar progresivamente su convergencia económica, pero sin privarse de momento de su soberanía en política monetaria. Dicha pregunta resulta relevante sobre todo en relación con las recientes ampliaciones de la Unión Europea a países con un gran desfase económico en comparación con los que actualmente constituyen la Unión Monetaria. Pero también en el seno de los países europeos más desarrollados puede haber resultado prudente no precipitarse en el acceso a la moneda única. Indudablemente, como ya se ha apuntado, la moneda tiene una importante carga simbólica como expresión de soberanía y como elemento identitario. A las ventajas o inconvenientes económicos derivados del abandono de la soberanía monetaria cabe añadir, por tanto, un elemento político que juega un papel importante a la hora de tomar dicha decisión. Es indu-

³² RAVASIO, G.: «Balance del proceso de unificación monetaria europea», en FUNDACIÓN ARGENTARIA: *La Unión Monetaria Europea...*, op. cit., pp. 7-14.

dable que los casos de España, Grecia, Portugal e incluso Italia no pueden ser comparables al de Gran Bretaña desde el punto de vista del significado histórico de sus respectivas divisas y mucho menos desde la identificación de la opinión pública con las mismas³³. Por ello, en la ponderación de las ventajas que podrían derivarse de la pertenencia a la Unión Monetaria se han entrecruzado dos tipos de intereses y aspiraciones que en unos casos han acelerado, quizá de forma algo temeraria, la pertenencia a la Unión Monetaria y en otros la están retrasando. Para los gobiernos de los países menos desarrollados y con divisas menos prestigiosas se convirtió, en efecto, en un timbre de honor poder acceder a la moneda única, y no cabe duda de que dicho acceso proporcionó incluso réditos electorales³⁴. Pero en otros países donde esa necesidad política era inexistente o, todavía más, resultaba contraproducente ante la propia opinión pública, los planteamientos tenían que ser muy diferentes.

De los quince países que formaban la Unión Europea en el momento de constituirse la Unión Monetaria, sólo tres permanecen por el momento fuera de la misma: Gran Bretaña, Dinamarca y Suecia. El caso británico es sin duda el de mayor repercusión y el que conviene analizar para extraer algunas conclusiones relativas a la dimensión económica, pero también al avance en la identidad comunitaria que el euro ha representado. No hay duda de que Gran Bretaña ha sido el país comunitario más reticente ante cualquier pérdida de soberanía y esa actitud ha resultado determinante en su negativa a pertenecer a la Unión Monetaria. La libra esterlina ha sido, en efecto, la gran ausente hasta el momento en el proceso de unificación monetaria, lo que responde a una lógica perfectamente explicable. Además de la tradicional desconfianza británica hacia una centralización burocrática europea que reste poder de decisión a sus instituciones, se daba el hecho de que el proyecto de moneda única europea venía impregnado desde sus inicios, con el denominado plan Delors, de una aureola de fortalecimiento político y psicológico de la integración europea hacia la que no se mostraba muy sensible la opinión pública británica. Pero no sólo estas

³³ Para el caso de la opinión pública británica véase CABRILLO, F.: «Chismorreos en torno al euro», *La Ilustración Liberal*, 16 (2003).

³⁴ En general, la actitud favorable hacia el euro predominó en todos los países que accedieron a la Unión Monetaria, pero en algunos de ellos, como es el caso de España, la valoración resultó muy superior a la media. Véase COMISIÓN EUROPEA: *Eurobarómetro*, 57 (2002).

razones, sino otras de carácter más práctico, constituían también el fundamento de la negativa británica, y el tiempo ha demostrado que la decisión no ha resultado desacertada para el interés nacional del Reino Unido. Tanto por su crecimiento económico, superior al de la eurozona, como por sus tasas de paro, sensiblemente inferiores a las de los dos grandes países de la Unión Monetaria —Alemania y Francia—, el caso británico muestra que el mantenimiento de la soberanía monetaria y presupuestaria puede asegurar un marco de estabilidad económica sin que, por otra parte, se resienta el comercio con el resto de países comunitarios, que ha experimentado una tendencia creciente a lo largo de los últimos años. Pero, en definitiva, la posición británica resulta inteligente desde el punto de vista de no reducir las expectativas de futuro. Mientras que la opción de pertenencia a la Unión Monetaria desde su constitución elimina otras opciones de futuro, debido al carácter difícilmente reversible de la misma, la opción de «no pertenencia» permite disponer de un tiempo de observación para decidir de nuevo sobre dos opciones: la pertenencia o la no pertenencia. Quizá hubiera resultado también más juicioso para algunos países haberse dado un tiempo de espera para profundizar en la convergencia económica real y acceder en su momento a la Unión Monetaria con el tipo de cambio más adecuado³⁵.

Conclusiones desde la perspectiva de la actual crisis

Unas consideraciones finales sobre la situación actual de la UME y su futuro inmediato nos remiten al impacto que la crisis financiera y económica mundial está provocando en los distintos países de la Unión. Aunque durante los años de existencia del euro no se han producido asimetrías perjudiciales para los países más vulnerables de la UME, las incertidumbres sobre el futuro no están del todo despejadas. La Unión Monetaria Europea no constituye, según el modelo teórico de R. Mundell, una «zona monetaria óptima», debido entre

³⁵ La experiencia histórica británica de un anclaje del tipo de cambio de la libra no podía ser más negativa. El Reino Unido decidió volver al patrón oro después de la primera guerra con un tipo de cambio idéntico al de los años anteriores al conflicto. Debido a que los precios habían subido más rápidamente en Gran Bretaña que en otros países, se originó una presión deflacionaria y un aumento del paro hasta que en 1931 se produjo la salida del patrón oro y la devaluación de la libra.

otros factores a la escasa integración de su mercado de trabajo³⁶. La integración económica y monetaria contribuye a la especialización en las distintas áreas en función de las ventajas comparativas de las mismas, y ello acentúa el riesgo y la intensidad de crisis asimétricas futuras, sin que los gobiernos dispongan de la posibilidad de modificar tipos de cambio y tipos de interés para la resolución de las mismas. Como muestra la experiencia histórica del patrón oro, el ajuste de dichas crisis debería producirse por medio de la flexibilidad de precios y salarios y por el desplazamiento de la fuerza de trabajo, supuestos ambos de difícil realización en la actual Europa. Así pues, ante perturbaciones asimétricas que pudieran alcanzar una gran envergadura, la única solución posible sería disponer de una política fiscal supranacional que permitiera el trasvase de rentas desde las áreas o países afectados favorablemente por la perturbación hacia aquellos otros que atravesasen por una situación de crisis. Ése sería también el caso en el supuesto de situaciones próximas a la quiebra de algunos países de la UME, como ha ocurrido con Grecia a principios de 2010, que pueden llegar a comprometer la propia estabilidad del euro. En definitiva, lo que la moneda única va a exigir es el avance hacia metas de integración política más amplias, objetivo lleno de dificultades en una Unión Europea de 27 países, o cuando menos a una gobernanza económica que controle con mayor firmeza las políticas fiscales de los distintos Estados.

Una visión retrospectiva de algunos acontecimientos y decisiones durante los años en que se gestó el Tratado de la Unión Europea puede servir para ponderar los puntos débiles de la Unión Monetaria, que ahora se manifiestan en las dificultades por las que atraviesan algunos países pertenecientes a la misma. No hay duda de que las previsiones de un fortalecimiento político de la integración comunitaria influyeron en buena medida en el impulso hacia la unidad monetaria. Tras la aprobación del Acta Única el clima de optimismo en torno al proyecto unitario europeo hacía presagiar un avance hacia metas supranacionales. En la perspectiva de un posible horizonte federal, o al menos federalizante, la apuesta por la moneda única resultaba altamente con-

³⁶ Las bases de dicho modelo fueron esbozadas en MUNDELL, R.: «A Theory of Optimal Currency Areas», *American Economic Review*, 51 (1961), pp. 509-517. Para una matización crítica de dicha aportación, GRAUWE, P. de: *Teoría de la Integración Monetaria. Hacia la Unión Monetaria Europea*, Madrid, Celeste Ediciones, 1994, pp. 41-70.

gruente y hacía previsible la ausencia de posibles riesgos futuros como los que ahora se detectan³⁷. Al irse desvaneciendo, sin embargo, esas previsiones de fortalecimiento político de la Unión, las consecuencias de un anclaje en la moneda única, pero con el mantenimiento de la soberanía para el resto de las políticas económicas, sociales y laborales, ha empezado a producir fracturas en el seno de la UME que, como muestra el caso de Grecia, plantean el reto del necesario control comunitario sobre dichas políticas. A este respecto, la experiencia histórica de otras uniones monetarias en Europa, como las que se produjeron a lo largo del siglo XIX, indica que aquellas que se llevaron a cabo en el proceso de construcción de unidades estatales —Suiza en 1848, Italia en 1861 y Alemania en 1871— tuvieron un éxito duradero, pero que aquellas otras, de carácter internacional, que agruparon a diferentes Estados independientes —la Unión Monetaria Germano-Austriaca de 1857, la Unión Monetaria Latina de 1865 y la Unión Monetaria Escandinava de 1872— fracasaron tras escasos años de existencia³⁸. El caso de la unificación monetaria europea en el seno de la Unión Europea ocuparía una posición intermedia entre ambos tipos de experiencias históricas y no tendría antecedentes similares. El ámbito territorial del euro es mucho menos que un Estado unificado, pero bastante más que una mera agregación de Estados independientes. No obstante, es legítimo pensar que la consolidación y extensión de la moneda única sólo podrán producirse si los países comunitarios afrontan sus desafíos más cruciales con la culminación de una completa integración económica y una austeridad en el gasto con la que conseguir un saneamiento de las finanzas públicas³⁹.

Aun así, desde la actual perspectiva, condicionada por la crisis financiera internacional, no puede decirse que la existencia del euro haya repercutido negativamente de forma directa en la economía de los países que forman la Unión Monetaria Europea. Respecto al otro

³⁷ La propia laxitud en el examen del cumplimiento de los requisitos de convergencia establecidos en el Tratado de Maastricht para acceder a la moneda única (admitiéndose deudas públicas muy superiores al 60 por 100 del PIB) muestra el indudable afán en la culminación del proyecto de Unión Monetaria.

³⁸ AHIJADO QUINTILLÁN, M., y NAVASCUÉS GUILLOT, M.: *Uniones monetarias en Europa. Lecciones históricas para la Unión Económica y Monetaria Europea*, Madrid, Pirámide, 1999.

³⁹ BORDO, M. D.: *A long term perspective on the Euro*, European Comission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2008.

gran bloque monetario mundial, las funciones más limitadas del Banco Central Europeo en comparación con la Reserva Federal norteamericana han supuesto una mayor moderación en Europa que en Estados Unidos de la expansión dineraria causante de la crisis⁴⁰. Es cierto, sin embargo, que algunos de los países periféricos, como ha sido el caso ya señalado de España e Irlanda, han «padecido» en los últimos años una especie de «sobredosis» crediticia derivada de su inserción en la Unión Monetaria. Al desaparecer en gran medida con la moneda única las incertidumbres cambiarias, la canalización hacia dichos países de liquidez externa ha sido muy abundante y ha alimentado, mediante los bajos tipos de interés real del euro, inversiones excesivas e ineficientes. Particularmente en España, la crisis financiera se ha superpuesto a una crisis económica derivada del colapso de un sector inmobiliario que, como puede deducirse de los datos del gráfico 3, ha crecido desmesuradamente como consecuencia del endeudamiento para la adquisición y rehabilitación de viviendas hasta los años 2007-2008⁴¹. La repercusión de dicho exceso de crédito sobre el aumento de la demanda y del precio de la vivienda ha sido también extraordinaria hasta dichos años, comenzando a partir de esos momentos un progresivo desplome del mercado inmobiliario que, por la magnitud del sector, ha arrastrado también a otras muchas industrias dependientes de la construcción.

Es indudable que una política de tipos de interés más restrictiva por parte del BCE hubiese estado más en correspondencia con el comportamiento económico de algunos de los países periféricos de la UME, especialmente España. Pero al ser la inflación en la zona euro el indicador más determinante de la política de tipos de interés del BCE no puede decirse que éste haya actuado incorrectamente a lo largo de los últimos años si se atiende a las funciones que tiene atribuidas⁴². A pesar de situarse hasta el año 2008 por encima de la media de los paí-

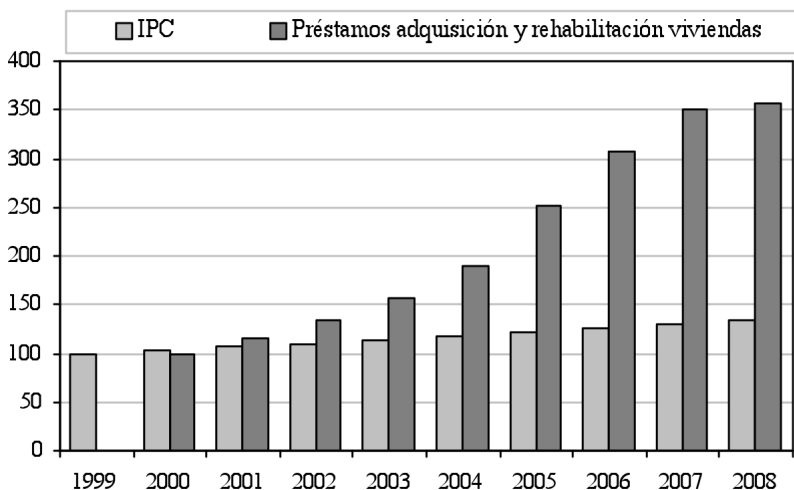
⁴⁰ Sobre los efectos de la expansión crediticia en las crisis véase HUERTA DE SOTO, J.: *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, Madrid, Unión Editorial, 2009 (4.ª ed.).

⁴¹ El *boom* inmobiliario español ha provocado aumentos muy considerables del precio de la vivienda hasta los años 2006-2007. Véase MINISTERIO DE LA VIVIENDA: *Precios de la vivienda libre*, <<http://www.mviv.es>>. [8 de septiembre de 2009].

⁴² Es la propia naturaleza del actual sistema bancario la que provoca expansiones de liquidez que no se corresponden con el nivel de ahorro, desencadenando inevitablemente las crisis financieras. Véase RODRÍGUEZ BRAUN, C., y RALLO, J. R.: *Una crisis y cinco errores*, Madrid, LID Editorial, 2009, pp. 39-73.

GRÁFICO 3

IPC e índice de préstamos concedidos para adquisición y rehabilitación de viviendas (España)



Nota: IPC: base 100=año 1999; índice de préstamos: base 100=año 2000.

Fuente: Eurostat y BCE. Banco de España, Boletín estadístico, junio de 2008 [RECARTE, A.: «La crisis financiera internacional y el crack financiero español», *La Ilustración Liberal*, 37 (2008)]. Elaboración propia.

ses de la Unión Monetaria, la evolución de los precios al consumo en España, como puede verse en el gráfico 3, ha sido bastante moderada, ya que el índice de los mismos no incluye el precio de compra de la vivienda, cuyo aumento sí ha alcanzado cifras relevantes. Es, pues, evidente que para algunos países de la zona euro existe una relación entre la actual crisis y algunos efectos derivados de la moneda única, pero ha sido también, no debe olvidarse, la existencia de dicha moneda la que facilitó a dichos países el extraordinario crecimiento de años anteriores. Quizá una actuación más prudente por parte del BCE debería haber tenido en cuenta la evolución del precio de los activos inmobiliarios en algunos países de la UME, no reflejados en las tasas de inflación, así como la evolución de las inversiones bursátiles que reflejaban

desde el año 2003 la formación de una burbuja financiera. Pero eso hubiese excedido, como ya se ha dicho, las funciones del BCE, cuyo objetivo es mantener la estabilidad del euro asegurando una baja inflación mediante la regulación de los tipos de interés.

Llegados a la crisis, la pregunta es si ésta podría resolverse mejor por parte de algunos países de la zona euro —los más afectados por la misma— si éstos no hubiesen perdido su soberanía en política monetaria. En realidad, la crisis puede ser un buen termómetro de la capacidad del euro para sobrevivir en situaciones adversas. Hasta ahora, con mayor o menor intensidad, la crisis ha afectado a todos los países de la UME, pero el problema puede empezar a plantearse cuando se originen desfases en la recuperación económica. Si ésta se produce más pronto en países como Alemania y Francia, tal como parecen mostrar los más recientes indicadores económicos, un aumento de los tipos de interés por parte del BCE podría repercutir muy desfavorablemente sobre los países más rezagados. Quizá se cumplirían con ello algunas de las pesimistas previsiones del economista estadounidense Martin Feldstein, quien antes de la creación de la UME vaticinó que tarde o temprano se producirían importantes desacuerdos entre los Estados miembros sobre los objetivos y métodos de la política monetaria⁴³. Desde este punto de vista, en una situación de grave deterioro económico y aumento del desempleo, la tentación de abandonar la UME por parte de algunos países podría ser muy fuerte. No obstante, las aparentes ventajas momentáneas de recuperar la soberanía en política monetaria, sin afrontar problemas estructurales y realizar los ajustes necesarios, darían paso posteriormente a un agravamiento de la crisis y a mayores dificultades económicas para dichos países⁴⁴. Una

⁴³ Cf. FELDSTEIN, M.: «The Political Economy of European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability», *Journal of Economic Perspectives*, 11-4 (1997), pp. 23-42. Del mismo autor puede verse un breve análisis sobre la actual crisis y el euro en el artículo «Will the Euro Survive the Current Crisis?», *The Journal of Turkish Weekly*, 23 de diciembre de 2008, <www.tkurishweylk.net>. [14 de septiembre de 2009]. Las visiones pesimistas para el caso de España en CALAZA, J. J.: *Teoría económica de la moneda única. El euro contra España*, Madrid, Pirámide, 1999. Sobre las distintas previsiones acerca de los efectos del euro antes de su entrada en vigor véase FERNÁNDEZ-CASTAÑO, E., et al.: *A favor y en contra de la Moneda Única*, Madrid, Biblioteca Nueva-Fundación Argentaria, 1997.

⁴⁴ Sobre el nulo efecto a medio plazo de las devaluaciones como alternativa al mantenimiento del tipo de cambio y la disminución de precios y salarios, GRAUWE, P. de: *Teoría de la Integración...*, op. cit., pp. 48 y ss.

mirada atrás, a la época del patrón oro, serviría para ponderar en sus justos términos los indudables sacrificios de los ajustes en función de las ventajas proporcionadas por una estabilidad monetaria como la que el euro ha proporcionado hasta el momento.

Aunque no puede descartarse del todo, no parece previsible un escenario futuro de fisuras en la Unión Monetaria. Otros riesgos, sin embargo, no ya sólo para la UME, sino para los propios logros comunitarios, sí empiezan a aflorar como consecuencia de la crisis. El creciente intervencionismo de los gobiernos europeos que la misma ha provocado puede alterar peligrosamente algunos de los fundamentos del mercado único. A la actuación individual y nula coordinación de los Estados miembros en los rescates bancarios se han añadido políticas de protección encubiertas de algunos sectores industriales, especialmente el automovilístico, con las que amortiguar el aumento del desempleo. La escasa consideración en la práctica hacia una auténtica libre competencia puede estar socavando una unidad de mercado que muestra alarmantes síntomas de debilidad⁴⁵. Se podría producir así la paradoja de que, promovido el euro como reforzamiento de la unidad de mercado y habiendo funcionado razonablemente bien la Unión Monetaria incluso en momentos críticos como los actuales, se produjera un deterioro de la misma por la ausencia de un mercado único efectivo. Si se logra esquivar dicha tentación particularista, es muy posible que la recuperación del crecimiento económico, el acompañamiento futuro entre ahorro efectivo y expansión crediticia —lección que debería aprenderse tanto de las experiencias del pasado como de la crisis actual— y el reforzamiento de la unidad de mercado puedan verse beneficiados por la estabilidad de una moneda que, hasta el momento, ha cumplido de forma razonable las expectativas que se depositaron en la misma.

⁴⁵ Un lúcido análisis al respecto en MUNCHAU, W.: «Tiempo para salvar el mercado único europeo», *Financial Times*, *FT.com*, 26 de julio de 2009, <www.ft.com/wolfangmunchau> [3 de septiembre de 2009].