



W  
28  
(9126)

DOCUMENTO DE TRABAJO

9126

PENSAMIENTO Y ECONOMÍA MONETARIA EN ESPAÑA  
DURANTE LA SEGUNDA REPUBLICA\*

Juan Hernández Andreu \*

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES. UNIVERSIDAD COMPLUTENSE .

Campus de Somosaguas. 28023 - M A D R I D .

## PENSAMIENTO Y ECONOMIA MONETARIA EN ESPAÑA DURANTE LA SEGUNDA REPUBLICA\*

Juan Hernández Andreu

El Objetivo de este estudio es valorar la opinión de los economistas españoles en torno al valor de la peseta a finales del decenio de 1920 y durante la Segunda República. Para ello referiré el marco de la política monetaria y analizaré las variables monetarias de la época.

### LA POLITICA MONETARIA

Ofreceré una visión de la política monetaria española entre 1928 y 1935, centrándome en la gestión republicana, con una interpretación fundamentalmente basada en datos empíricos y en la teoría monetaria ortodoxa, reflejada en algunos argumentos de economistas y políticos españoles de la época.

Previamente y como punto de partida veamos la evolución de los precios internos y exteriores de España durante el periodo. Los datos muestran: a) la estabilidad de los precios españoles, medidos en pesetas-papel; aunque desde mediados de 1932 y hasta finales de 1933, tendieron a la baja; b) el aumento extraordinario del precio del oro, o, lo que es lo mismo, el descenso extraordinario experimentado por la moneda a partir del año 1928 y que en 1933 y 1934 presentó una marcha oscilante de descenso y alza menor, parecido al movimiento de los precios medidos en pesetas-papel; y c) la caída de los precios españoles medidos en pesetas-oro y descenso que fue similar, en líneas generales, al seguido por los precios en el resto del mundo a partir de 1929. Se observa que el descenso de los precios españoles, en pesetas oro, fue de un 50 por 100 entre 1929 y 1932 y que, durante los dos años siguientes se mantuvieron estables.<sup>(1)</sup>

Recordemos el contexto monetario internacional. Inglaterra, en 1925, volvió al patrón oro, según la antigua paridad de preguerra. Los efectos fueron: 1) La sobrevaluación de la libra supuso un freno para las exportaciones y para la industria británicas. 2) Caen los precios entre 1926 y 1929. Y 3) Descontento obrero y huelga general en mayo de 1926, por deflación de precios y costes. En

---

\* Este estudio forma parte de un trabajo más amplio que realicé con una ayuda del Instituto de Estudios Fiscales.

(1) J. HERNANDEZ ANDREU (1980), 120.

Francia se experimenta una inflación monetaria creciente hasta 1926, cuando Poincaré estabilizó el franco por debajo de la antigua paridad. A raíz de ello mejoró el cambio con el dólar; volvió al país el capital emigrado; y en 1928 se estableció el patrón oro. En Alemania, superada la hiperinflación de 1923 mediante puntuales medidas estabilizadoras, al año siguiente se vuelve al patrón oro; entre 1926 y 1928 entrarán capitales a corto plazo en Alemania.

A finales de 1925, los principales países europeos estabilizaron sus monedas y la mayoría de ellos por debajo de su antigua paridad; Francia con un descenso del 19,4 por 100. Inglaterra, Suiza, Noruega, Dinamarca y Holanda mantuvieron su antigua paridad.

#### ECONOMIA MONETARIA DE LA SEGUNDA ETAPA DE LA DICTADURA DE PRIMO DE RIVERA.

Como es sabido, entre 1928 y 1932, en España, la peseta experimentó una devaluación, en precios pesetas-oro. La causa inmediata fue la retirada de capitales a corto plazo, extranjeros, que habían entrado en 1926 y 1927; se valora el importe de la saca entre 700 y 1000 millones de pesetas, destacando un grupo francés-holandés y bancos suizos. De ello se derivó un efecto inflacionista en el interior, que se traduce en una constancia de los precios, frente a una tendencia a la baja. La cuestión que se planteaba entonces era que no se podía mantener la tendencia depreciativa de la valuta por tres razones: 1) Encarecía las importaciones; 2) no beneficiaba a las exportaciones, ya que los precios mundiales caen desde 1929; y 3) había que evitar efectos inflacionistas en el interior.

El 25 de junio de 1928 se creó el Comité Interventor de los Cambios, integrado por representantes del Estado y del Banco de España, presidido por J. Calvo Sotelo (Base séptima de la Ley de Ordenación bancaria). El Comité se abandona al negarse la Banca exterior a conceder nuevas ayudas financieras ante la crisis monetaria mundial. No debemos olvidar que el Banco de España se negaba a sacar oro del país. Entonces los grupos financieros españoles sacaron pesetas al mercado y compraron libras y dólares vendidos; ello equivalió a un empréstito interior que se emitió en oro en diciembre de 1929, por 300 millones de pesetas. La crítica que hacemos a este empréstito es que la casi totalidad del mismo fue cubierto con operaciones de crédito que concertaron los bancos españoles en el extranjero; "para cuya

cancelación -dice el profesor Olariaga- habrían de iniciar más tarde una verdadera caza de divisas extranjeras en el mercado"(2)

En 1929 hubo una importante discusión pública en España en torno al nivel de intervención cambiaria sobre la peseta. Las posiciones se decantaron en tres estados de opinión: 1) Los que se inclinaban por la estabilización de la peseta, a un nivel de depreciación real, que se inspiraban en el modelo francés de Poincaré; 2) los partidarios de la revaluación, que adoptaban como paradigma la política británica sobre la libra; y 3) finalmente, los defensores de la no intervención.(3)

La génesis de la discusión y debate sobre la valoración de la peseta se funda en la depreciación que entonces estaba experimentando la valuta y tuvo como arranque los escritos del exministro Francisco Cambó contra el Gobierno. La polémica entre Cambó y el entonces ministro José Calvo Sotelo se expuso en la prensa en fechas 23, 28 y 30 de noviembre de 1928, 4, 5, 7, 8 y 9 de diciembre de 1928; asimismo contribuyeron los argumentos reseñados por Agustín Viñuales y Olegario Fernández Baños en la prensa económica.

La postura de Cambó se resume en los siguientes puntos: 1) Se muestra partidario de la estabilización monetaria; 2) critica los presupuestos extraordinarios de Calvo Sotelo, indicando la existencia de déficit; 3) señala que la salud de la peseta no era buena contrariamente a la opinión del Gobierno; 4) advierte el carácter artificial de la revaluación de la peseta en 1926, que atrajo capitales extranjeros a corto plazo, con fines especulativos; 5) presenta una crítica global a la política de la Dictadura; y 6) finalmente propone la necesidad de cortar la tendencia depreciativa y de estabilizar la peseta. Calvo Sotelo no admitía las críticas de Cambó y ofrecía una respuesta al político catalán en términos políticos, más que económicos; y en su discurso defiende los presupuestos extraordinarios y las obras públicas de su gobierno.

Resultado de esta polémica fue la creación, por orden de 9 de enero de 1929, de una Comisión encargada de estudiar el establecimiento del patrón oro en España, integrada por técnicos representantes de los diversos sectores económicos, bajo la dirección del profesor Antonio Flores de Lemus, que redactó su documento el 3 de junio de 1929: Dictamen de la Comisión

---

(2) L. OLARIAGA (1944), 120.

(3) J. HERNANDEZ ANDREU (1986), 151-152.

nombrada por Real Orden de 9 de enero de 1929 para el estudio de la implantación del patrón oro. En el texto de este trabajo no se abordó, de propósito, el problema de estabilizar o revalorizar la valuta; se afirma que en la cotización de la peseta influían el nivel relativo de los precios, de una parte, y la balanza de pagos, de otra, proponiéndose que fuera diferido el establecimiento del patrón oro mientras no se dieran en la Hacienda pública y en la política económico-social española determinadas circunstancias propicias a una estabilidad relativa de precios y de la balanza de pagos. Del Dictamen se desprendía que no podía hacerse nada decisivo para resolver la cuestión monetaria de España, mientras persistieran varios aspectos de la política dictatorial.

Entonces, al filo de la referida polémica, fue cuando se desató en los medios informativos el acopio de opiniones acerca de cómo debía llevarse a cabo la estabilización de la peseta, que, como decía, pueden agruparse en tres posiciones distintas.

La primera posición es la continuadora de las opiniones de Francisco Cambó. Y tiene entre sus defensores científicos, como economistas, a Olegario Fernández Baños, en sus obras Estudio de las fluctuaciones del cambio de la peseta y Dinamismo de los precios y carestía de la vida (1928), proponiendo, en último análisis, como objetivos de política económica, los siguientes: 1) estabilización monetaria; 2) evitar oscilaciones del cambio; 3) nivelar el presupuesto; y 4) reducir el déficit de la Balanza de Pagos. Fernández Baños no se pronuncia sobre un tipo concreto de paridad. Otro economista partidario de esta posición fue Germán Bernácer y en su pensamiento económico sobre el particular nos detendremos ulteriormente como punto sobresaliente de este estudio. Bermúdez Cañete justifica la defensa de esta posición diciendo "máxime cuando sabía que la banca extranjera no habría ya de ampliar y difícilmente de renovar los créditos que concedieron".<sup>(4)</sup>

La segunda posición la constituyen los partidarios de que la estabilidad de la peseta debía establecerse con la paridad oro; rechazaba el reconocimiento de la estabilización del cambio al tipo real y propugnaba la revaluación de la valuta. En este sentido, Félix Benítez de Lugo recuerda como muestra la obra de Raimundo Fernández Villaverde, como principal argumento; asimismo defiende la liberalización del comercio exterior. Otro representante de esta postura, Ceballos Teresí, partía de una plataforma distinta a la de Benítez de Lugo, es decir, de su

---

(4) A. BERMUDEZ CAÑETE (1930), 495-503.

comuni3n con la Dictadura de Primo de Rivera, para defender el mismo objetivo de la revaluaci3n.

La tercera alternativa la formaban los no intervencionistas y su argumento era que un nuevo r3gimen pol3tico solucionar3a por si mismo el problema del cambio de la peseta. Esta 3ltima postura parec3a la menos fundada, pero fue la que se impuso moment3neamente con Arg3elletes, ministro de Hacienda, al caer Primo de Rivera en febrero de 1930. Se suprimi3 el Comit3 Interentor de los Cambios y todas las trabas a la libre contrataci3n. Arg3elletes pens3 que cortando las obras p3blicas, se revalorar3a la peseta y el fracaso fue total; la peseta continu3 devalu3ndose.

Veamos un editorial de El Economista, de 26 de julio de 1930 en torno al an3lisis de las consecuencias de una excesiva revaluaci3n y de una acentuada devaluaci3n, como posiciones extremas, texto que resulta clarificador:

"Si el tipo que se adopte para la estabilizaci3n es superior al que corresponde a la realidad econ3mica del pa3s, como, por ejemplo, si decidiese estabilizar la peseta a su paridad legal como el oro, o sea, 25, 22 pesetas la libra esterlina, los efectos ser3an los siguientes: las reservas de oro del pa3s disminuir3an con una rapidez enorme, el Banco de Espa3a se ver3a obligado a reducir rapid3simamente su circulaci3n de billetes y a restringir el cr3dito en todas las formas, otro tanto ocurrir3a con toda la Banca, la escasez y carest3a del dinero ser3an grand3simas y esta disminuci3n de numerario producir3a en el pa3s una baja enorme de precios interiores, o sea, el valor interior de la peseta y el nuevo valor internacional que se le daba. Como consecuencia de ello tendr3amos, de un lado, que la masa acreedora del pa3s, o sea los rentistas, con su misma renta podr3an adquirir muchas cosas; es decir, ser3an m3s ricos. En cambio, la masa deudora, o sea, los productores tendr3an que pagar los mismos r3ditos a sus acreedores, pero sus productos valdr3an mucho menos y sus ganancias ser3an, por tanto, mucho menores. Al lado de esto se determinar3a una gran crisis econ3mica, que perjudicar3a principalmente a las empresas, porque la masa obrera se resistir3a a la baja general de jornales, que s3lo en parte podr3a conseguirse, y eso despu3s de luchas encarnizadas, mientras que ellas no podr3an vender sus productos sino a precios bajos, por el mayor valor de la moneda... Los efectos ser3an diametralmente opuestos si se adoptara para la estabilizaci3n un tipo inferior al que corresponda a la situaci3n verdadera de la econom3a, como, por ejemplo, si se fijara el tipo en 60 pesetas por libra esterlina... En ese caso, como los precios en oro del interior resultar3an muy inferiores a los del extranjero, se determinar3a una gran exportaci3n de productos y servicios que producir3a grandes importaciones de oro, aumento de circulaci3n fiduciaria y una subida grande de precios y jornales en el interior hasta que se restableciera el equilibrio. Ello perjudicar3a a la masa acreedora del pa3s en beneficio de la deudora, porque esta ver3a reducidas sus deudas en la misma proporci3n en que se redujera el valor adquisitivo de la moneda y pagando los mismos r3ditos disfrutar3a exclusivamente del beneficio del mayor precio a que vend3a sus productos. Tamb3n se producir3an trastornos en el comercio y en la industria, ya que el nuevo nivel de precios ocasionar3a conflictos sociales por demanda de elevaci3n de salarios; el presupuesto se ver3a recargado en

los gastos sin la debida compensación en los ingresos, puesto que todos los procedentes de los rentistas no podrían ser elevados, sino en todo caso rebajados".<sup>(5)</sup>

Uno de los economistas españoles de opinión sobre el valor del dinero que merece ser estudiado aparte es el profesor Germán Bernácer; analista científico de la economía, de concepción original, sin salirse del pensamiento neoclásico. Comtemplemos seguidamente los términos de su economía política sobre el valor de la peseta.

#### EL PENSAMIENTO DE GERMAN BERNACER Y EL VALOR DE LA PESETA<sup>(6)</sup>

Germán Bernácer fue un estudioso y buen conocedor de la ciencia económica; sus principales escritos son aportaciones científicas; no obstante, las motivaciones de sus trabajos fueron a menudo los problemas cotidianos de la economía española, ofreciendo dictámenes y argumentos encaminados a ilustrar a sus conciudadanos y, sobre todo, a los gobernantes responsables de la gestión económica. En esta línea se hallan sus artículos en la Revista Nacional de Economía, de la que fue miembro del Comité directivo.

A principios de 1929, publicó Bernácer su trabajo "La técnica del retorno al Patrón oro" en tres números correlativos de la Revista Nacional de Economía.<sup>(7)</sup> Se trata de un estudio de teoría monetaria a propósito del problema económico español. En la primera parte ofrece una teoría del dinero y de la renta, que contiene argumentos que siguen teniendo validez universal. Previamente dejaba clara la conveniencia de estabilizar la peseta y analizaba la doble posibilidad hipotética de revaluar o mantener una depreciación de la valuta, dando ejemplos históricos entonces recientes de ambas alternativas: Reino Unido y Estados Unidos de la primera y Bélgica y Francia de la segunda.

Expuestos sus principios de teoría monetaria presenta la ecuación que determina el valor del dinero (V) como la relación de la demanda y oferta monetarias:

$$V = \frac{\text{Producción} \pm \text{Variación de los stocks} \pm \text{Saldo de la balanza mercantil}}{\text{Retribuciones} \pm \text{Variación de las acumulaciones} \pm \text{Saldo monetario}}$$

(5) J. HERNANDEZ ANDREU (1986), 151-152.

(6) Se recoge un resumen de mi artículo (1983), 93-99.

(7) G. BERNACER (1929).

Efectivamente, el incremento del numerador respecto al denominador generará aumento del valor monetario y viceversa.

En la segunda parte del trabajo revisa cada uno de los factores de la ratio arriba expresada como determinantes del valor de la moneda, señalando las dificultades que comporta el actuar sobre ellos para alcanzar la revaluación, así, por ejemplo, la acción estatal para aumentar la producción implica aumento de la demanda monetaria y provoca un alza en la oferta de dinero, generadora de inflación. Y concluye: "En suma, los medios de que se dispone para influir en el sentido de la elevación del precio de la moneda son muy escasos. El más eficaz que se halla en manos de los gobernantes se reduce a la economía en los gastos públicos, ya el resultado de esa economía se utilice en reducir los impuestos con lo que se facilita el ahorro privado, ya el superávit de los presupuestos que así se obtenga sirva para retirar la emisión representativa de débitos del Estado o Deuda pública. Todos los demás medios tienen una acción muy limitada, o son de efecto muy incierto, o bien resultan francamente perjudiciales para el desarrollo económico".<sup>(8)</sup>

El pronóstico de Bernácer era negativo en caso de que en España la autoridad monetaria decidiera revaluar la moneda. También recuerda que se había elevado el valor del oro en el mercado internacional y que el incremento de los precios interiores respecto al exterior hacía que la cotización de la peseta fuese artificialmente superior a su tendencia natural; además era previsible que aumentara la oferta de mercancías; todo lo cual haría más severa una hipotética revaluación monetaria.

En la tercera parte del estudio, Bernácer señala que la estabilización supone cierta correlación entre el valor interno y exterior de la moneda, "sin la cual la estabilidad no existe". Según dicho autor, nivel de precios y tipo de cambio son hechos correlativos, más que fenómenos relacionados de causa a efecto; asimismo entiende que el poder adquisitivo y la balanza de pagos en vez de concausas del cambio son el mecanismo por el que se establece la correlación entre precios interiores y externos.

Bernácer critica la teoría de Cassel, según la cual el cambio de una moneda tiende a coincidir con su poder de compra relativo, en condiciones de libertad comercial; advirtiendo que para admitir esa tesis también sería necesario que los productos

---

(8) G. BERNACER (1929), 237.

circulasen de unos países a otros sin gastos, de tal modo, que tuvieran el mismo precio en todas partes, lo cual -afirma- es imposible. Se muestra partidario de estabilizar el cambio al valor que alcance la depreciación de la peseta. Su juicio acerca del proceso depreciativo de la valuta española no era del todo negativo, ya que en su opinión había mitigado la crisis económica general en este país, sosteniendo los precios internos.

En octubre y noviembre de 1929, Bernácer se pronunció críticamente, escribiendo un estudio que publicó en dos artículos<sup>(9)</sup>, sobre el Dictamen de la Comisión sobre la implantación del patrón oro en España, cuyo principal responsable era el profesor Flores de Lemus. El contenido doctrinal del trabajo es preciso y riguroso. Las críticas se dirigen a dos aspectos. Uno es de carácter formal, centrándose sobre el carácter hermético del lenguaje que se utiliza en el Dictamen, sobre el método estadístico-económico que se sigue y sobre algunas pequeñas contradicciones que afectan a las fuentes y al método. El otro aspecto objeto de crítica es fácil imaginar se refiere a su disconformidad con el papel de concausas del tipo de cambio que se atribuyen en el Dictamen al nivel de los precios y a la Balanza de Pagos.

Bernácer está de acuerdo con el Dictamen respecto a que la situación de la Hacienda pública española de entonces, así como la política económica y social vigente no hacían aconsejable implantar inmediatamente el Patrón oro. Asimismo también está conforme con la Comisión en cuanto ésta afirma que las emisiones y pignoración de Deuda pública genera inflación monetaria. Echa de menos que la Comisión no proponga la contención de empréstitos públicos (incluidos los de corporaciones locales) cuando excedan la capacidad de ahorro nacional; considera no hay que frenar las inversiones de la iniciativa privada, aunque "un excesivo lanzamiento en el mercado de acciones y obligaciones industriales para la creación de capitales fijos, traería una subsiguiente inflación de los precios, como si de emisiones públicas se tratase, pero es indispensable favorecer una emisión mesurada de estos valores, promover la capitalización gradual en la industria de una parte del ahorro nacional, sin lo cual no habría progreso industrial".<sup>(10)</sup>

El profesor Bernácer cierra la revisión del Dictamen achacándole su no pronunciamiento sobre el modo concreto de

---

(9) G. BERNACER (1929a).

(10) G. BERNACER (1929a), 424.

estabilizar el cambio. Acerca de ello afirma Bernácer que la estabilización debe hacerse tomando el curso corriente en el momento de la estabilización y no en el curso teórico del nivel de precios. Pienso existe relación entre el hecho de que no llegara a implantarse en España el patrón oro y la siguiente frase de Germán Bernácer: "Sinceramente creo que el dictamen deja tantos puntos en la oscuridad, que quien tenga que llevar a cabo la instauración del patrón oro, se encontrará con bastantes problemas para necesitar una nueva ponencia".<sup>(11)</sup>

Seis meses después de la caída en febrero de 1930 del Gobierno Primo de Rivera y a pesar de la contención del gasto público, la peseta seguía depreciándose ya que el ministro Argüelles había suspendido la intervención cambiaria y no había una política monetaria definida; ello condujo de nuevo a Bernácer a escribir sobre el tema del valor de la valuta<sup>(12)</sup>. Denuncia las consecuencias indirectas de una revalorización de la peseta o de un violento descenso de la oferta monetaria y de los precios; persiste en distinguir entre depreciación interna y externa de la moneda y en que el freno al descenso de los precios españoles (precios en pesetas corrientes) había relativamente atemperado la crisis económica mundial en España. Pienso que Bernácer veía aproximarse la necesidad de estabilizar la peseta y que, por tanto, se iba a manifestar agudamente la depresión económica y ello le llevaba a explicitar las características de lo que según él debió haber sido la "única política sabia" para hacer frente a los problemas económico estructurales de este país y con la que estarían de acuerdo, a mi juicio, los economistas de la Comisión del Patrón oro: "Se ha hecho, si, mal de todos modos en no procurar una reducción gradual de los costes que, mediante una estimulante competencia, habría consentido, sin daño de la producción, reducir los precios y con ello mejorar nuestros cambios en cuanto esta reducción se hubiese reflejado en los productos de exportación".<sup>(13)</sup>

Estudiemos ahora la política monetaria de los gobiernos que siguieron a este último escrito de Bernácer, sobre todo valoraremos los de la Segunda República. Adelanto la sospecha de que el pensamiento de este profesor de Economía tuvo influencia en la gestión monetaria republicana. Por supuesto, no nos olvidemos de que Bernácer hay que integrarlo en el grupo de economistas ortodoxos partidarios de la estabilización monetaria,

---

(11) G. BERNACER (1929a), 426.

(12) G. BERNACER (1930).

(13) G. BERNACER (1930), 423.

primera de las tres opciones de política monetaria que expuse anteriormente y que arranca, en el plano periodístico, de Francisco Cambó.

### ECONOMIA MONETARIA EN ESPAÑA, 1931-1935.

Después de un ensayo de vigilancia del mercado por el Centro Regulador de las operaciones de cambio, el 6 de septiembre de 1930 se creó el Centro de Contratación de Moneda Extranjera. Los ministros consecutivos a Argüelles en la Cartera de Hacienda, Wais y Ventosa, iniciaron la política de reunir un fondo de maniobra en oro para los intervencionistas del cambio. El empréstito oro de diciembre de 1929 había sido un fracaso. En febrero de 1930, Argüelles había optado por la no intervención. Wais y luego Ventosa recurrieron a la ayuda del Banco Internacional de Pagos y a fuentes de crédito en el exterior con el objetivo de poder estabilizar el valor internacional de la peseta.

El Centro Oficial de Contratación de Moneda, con una dependencia especial del Banco de España, a tenor de las nuevas circunstancias, pudo intervenir los cambios con límites muy elásticos y economizar masa de maniobra. Contactos con el Banco de Francia y el Banco de Pagos Internacionales, así como con los economistas CH. Rist y M. Quesnay, aconsejaron seguir una política sistemática de cambios con el objeto de adoptar una próxima estabilización. Se exportaron tres millones de libras esterlinas en oro para garantía de un crédito en divisas-oro, por millón y medio de libras, que iba a conceder el Banco de Pagos Internacionales para suministrar masa de maniobra al Centro de Contratación y que se destinarían a nacionalizar préstamos monetarios extranjeros; pero una nueva crisis del Gobierno llevó a que el ministro Wais fuera sustituido por Juan Ventosa. Durante la corta etapa de éste, se obtuvo un crédito de 60 millones de dólares del Banco Morgan de Nueva York, con la garantía del Banco de España, avalado por el Tesoro Público, pero el crédito fue cancelado. El balance de la gestión monetaria durante éstos meses que antecieron a la proclamación de la Segunda República no arroja ninguna medida efectiva.

Los estudios sobre la Deuda pública, el Ahorro y la Oferta monetaria sirven para mostrar el carácter restrictivo de la política monetaria de la Segunda República y la preocupación de los gobiernos por la estabilización de la peseta y en ello veremos la influencia que tuvo el pensamiento ortodoxo del grupo de

economistas partidarios de estabilizar la peseta, donde sobresalen las opiniones de Germán Bernácer expuestas anteriormente.

## LA DEUDA PUBLICA

Respecto a la Deuda pública, podemos distinguir, si la contemplamos desde 1928, tres fases distintas: La primera cubre los dos últimos años de la Dictadura de Primo de Rivera, 1928 y 1929, caracterizándose por a) la creación de Deuda consolidada para financiar el presupuesto extraordinario, el gasto de inversiones ferroviarias y el coste de mantener el valor de la peseta; y b) asimismo una porción de Deuda perpetua fue convertida en amortizable. La segunda fase comprende los años 1930 y 1931, durante los cuales no hubo emisiones; el aumento de la Deuda en 1931 se debió exclusivamente a la depreciación de la peseta y al consiguiente aumento en el valor del empréstito oro emitido en 1929. Finalmente, la tercera fase que va desde 1932 a 1935, que se centra en nuestro periodo, se caracteriza por la emisión de Bonos del Tesoro a corto plazo y por la conversión en 1935 de la Deuda consolidada en deuda similar, a más bajo interés.

Asimismo el cálculo de la ratio Deuda pública/Renta Nacional, año a año, de 1920 a 1935, refleja un ligero incremento en 1929, pero se mantiene constante desde entonces y si no desciende, puede ser atribuido al descenso de la Renta Nacional en los años de 1930; no obstante, la ratio anual Deuda pública/Gastos públicos, para el mismo periodo, muestra descenso desde 1931; lo cual advierte una ligera contención en la emisión de Deuda pública.

Además de las emisiones de Deuda referidas, el gobierno recurrió al crédito a mediados de 1931, con la ayuda del Banco de España, para obtener un préstamo oro de Francia con el fin de pagar y proceder a la cancelación de las "dobles" de moneda extranjera<sup>(14)</sup>, que eran una perturbación para el mercado de cambios, ya que entonces era necesario se estabilizara la peseta; lo cual se consiguió mediante un préstamo del Banco de Francia al Banco de España por importe de 280 millones de pesetas oro con la garantía de barras de oro transportadas y depositadas en Mont

---

(14) Las operaciones "dobles" son préstamos que los extranjeros hacían a los bancos españoles y consistían en ventas al contado de pesetas en plazas extranjeras por bancos españoles y compras, al mismo tiempo, a plazo de dichas pesetas, por el mismo precio, con un pequeño descuento, por las diferencias de interés entre las distintas plazas.

de Marsan. Con el importe de aquel crédito se nacionalizaron las "dobles" pendientes, que provenían del empréstito oro de 1929<sup>(15)</sup>. Y tenemos que los bonos oro gravitaban sobre el presupuesto y el préstamo de Francia sobre la masa de maniobra del Centro Oficial de Contratación de Moneda. Pero esta medida respondía al objetivo estabilizador de la valuta española, lo cual suponía hacer frente a unas deudas heredadas en el plano internacional y a una devaluación de la peseta.

## PLANO CAMBIARIO

En el plano cambiario, el control se hizo más rígido paulatinamente hasta alcanzar una restricción casi absoluta a los pagos y al bloqueo de los saldos monetarios que eran propiedad de extranjeros, como respuesta al bloqueo de que habían sido objeto los saldos españoles en numerosos países: Desde 1932-1933, España tuvo que adoptar acuerdos bilaterales en su comercio exterior; y se adoptó la política de demorar la salida de divisas para contribuir a frenar la depreciación del cambio. La política de bloqueos y contrabloqueos de divisas hubiera llevado a la extinción del comercio mundial de no darse acuerdos bilaterales de comercio y pagos; y España, a igual que los demás países, recurrió a este tipo de acuerdos.

La política estabilizadora de la peseta supuso una sobrevaluación de "facto" de la valuta española respecto a la libra desde 1932 y al dólar desde 1933; no obstante en un contexto mundial mejor es hablar de posición estable para la peseta a partir de 1932. Poco después de 1933, España se alineó con los países del bloque oro (Bélgica, Francia, Italia, Holanda, Polonia y Suiza). Francia era el país con mayor número de partidas de comercio con España, por tanto, es lógico que España se alineara con el bloque oro; asimismo Italia, Holanda y Bélgica presentan una alta diversificación de comercio con España. Podemos decir que este país desde mediados de 1932 practicó una relativa deflación monetaria exterior.

Así, como la emisión de Deuda aumentaba la demanda de recursos financieros, la capacidad de ahorro determinaba la oferta de fondos prestables en el mercado y el análisis de esta magnitud se hace necesario para mejor comprender o juzgar la gestión monetaria de la República ante la realidad económico-financiera.

---

(15) J.HERNANDEZ ANDREU (1980), 107 y siguientes.

## EL AHORRO

Si bien el movimiento del volumen total de ahorro fue constantemente creciente (véase gráfico 1), esta tendencia debe imputarse a los depósitos de las Cajas de Ahorro, cuya marcha ascendente fue una realidad. Los depósitos de la Banca privada, en disponibilidades a la vista y a plazo, comenzaron a decrecer a partir de la primavera de 1931 y luego se estancaron. El crecimiento regular de los Depósitos de las Cajas de Ahorro, es indicador del descenso de recursos para inversiones industriales, fenómeno que puede ya observarse con anterioridad a la caída de la Dictadura.

El ritmo de crecimiento interanual del ahorro entre 1923 y 1930 creció a una media de 10,3 por 100; y entre 1931 y 1935, la tasa media de crecimiento interanual del ahorro descendió a 4,4; asimismo el porcentaje medio de aumento interanual de la Renta Nacional pasó de 2,6 por 100 entre 1923 y 1930 a 1,8 entre 1931 y 1935. El análisis de correlación simple entre el ahorro y la Renta Nacional, de 1920 a 1935, nos da un coeficiente de 0,73 (anexo). Por todo ello queda corroborado que el ahorro tiende al estancamiento análogamente a la tendencia de la Renta Nacional. Con todo, el ahorro fue creciendo, en términos absolutos.

En mi libro Depresión Económica en España indiqué que el rápido desarrollo de la industria entre 1926 y 1928 se debió a la política de obras públicas del Estado y de las corporaciones oficiales; pero, a su vez, esta dependencia de la industria y concretamente de la siderometalurgia respecto al sector público ocasionó que la drástica caída de este consumo, a partir de 1930, provocara una crisis de sobreproducción en la siderurgia y metalurgia nacionales, seguida de un ulterior descenso productivo análogo al ritmo mundial.

Pedro Fraile mostró la ausencia de competitividad en precio del hierro y del acero españoles respecto a los extranjeros, así como la inelasticidad de la oferta productiva española ante el incremento de la renta per capita en el país; extremos ambos que contribuyen a explicar el papel impulsivo que tuvo el consumo público de hierro y de acero entre 1926 y 1929 para la siderometalurgia; así como la crisis que ésta experimentó al disminuir las obras públicas.

Las inversiones ferroviarias aumentarían notablemente entre 1932 y 1934; pero este año el gasto del servicio de la Deuda ferroviaria se incluiría en el montante del servicio de la Deuda

general. La contención de compras de bienes y servicios, por parte del sector público, a partir de 1931 y el descenso en las emisiones públicas no supuso inmediatamente que se alcanzara la estabilidad monetaria, la peseta continuó desvalorizándose hasta mediados de 1932, debido a que hasta entonces no se tomaron medidas efectivas en la intervención de los cambios como nacionalizar las "dobles" y porque en 1931 aumentó ocasionalmente el volumen de billetes en circulación; entre otros factores.

El giro monetario en 1932 actuó deflacionariamente sobre el ya acusado declive general de la economía, en la que incidía la depresión internacional, tanto en el terreno comercial como en el cambiario. La tendencia creciente del ahorro se reduce desde 1931 a 1935, al tiempo que lo hace la de la Renta nacional; y ello con una determinada propensión marginal al ahorro y, por ende, de una propensión marginal al consumo resultante, con efectos declinantes sobre el crecimiento del consumo.

## LA OFERTA MONETARIA

¿Y cómo actuó la política monetaria del gobierno? Una tasa de aumento alcista de la oferta monetaria, unida a una baja en los tipos de interés hubiera producido efectos inflacionistas; pero ello no fue lo que ocurrió desde 1932. La tasa media de crecimiento interanual de la oferta monetaria pasa de 3,6 por 100 entre 1923 y 1930 a 0,6 por 100 de 1931 a 1935; y la tasa media de incremento anual de la Renta nacional desciende, como sabemos, de 2,6 por 100 a 1,8 ( gráficos 2 Y 3).

Los autores estamos de acuerdo en el carácter restrictivo de la política monetaria en el plano cambiario; pero en el plano interno Pablo Martín Aceña apunta que los tipos de descuento eran bajos respecto al resto de Europa; no obstante, entiendo que su argumento es ciertamente válido sólo para 1930 y 1931. Por otro lado, en opinión de José Luis García Ruiz, en un trabajo inédito, la política monetaria restrictiva también se practicaba en el plano bancario ya que los títulos de la Deuda pública pagaban títulos de interés altos; y a la banca le interesaba que siguieran elevados tipos de interés porque era compradora de dichos títulos de Deuda pública. La consecuencia era que los tipos de interés de la Banca también serían altos, para competir con los tipos de interés de la Deuda pública.

## VALORACION DE LA POLITICA MONETARIA

En mi opinión, la política monetaria fue restrictiva en el plano externo y en el interno también. Ello se deriva del ritmo descendente de la tasa de aumento del ahorro interanual durante la Segunda República respecto a la etapa anterior, que se corresponde con un declive en la tasa de aumento de la oferta monetaria entre 1931 y 1935, en relación a 1923-1930, en los términos analizados. Y en la contención de la deuda pública respecto a los gastos públicos, que incidiría a la baja en la demanda de recursos financieros.

Es razonable que los gobiernos republicanos temieran los efectos de una depreciación de la peseta, puesto que conocían las consecuencias negativas que ello había tenido para la Dictadura de Primo de Rivera. Además, el alineamiento de España con los países que constitúan el patrón oro, encabezados por Francia, fue también un condicionante poderoso que debió pesar sobre los gobiernos de la República. Pero en último análisis, la razón fundamental de la orientación restrictiva en la economía monetaria española entre 1931 y 1935 radica en el pensamiento de los economistas partidarios de una política estabilizadora de la peseta, que tuvo a Francisco Cambó como paladín en el plano político y periodístico y al profesor Germán Bernácer como uno de sus agudos exponentes.

## BIBLIOGRAFIA

ALCAIDE INCHAUSTI, J. (1976), "Una revisión urgente de la serie de Renta Nacional española en el siglo XX", en Datos básicos para la Historia Financiera de España 1850-1975, I.E.F., Madrid, vol. I, 1127-1150.

BERMUDEZ CAÑETE, A. (1930), "Los supuestos de la estabilización", Revista Nacional de Economía, num. 93-94, septiembre -diciembre.

BERNACER, G. (1929), "La técnica del retorno al Patrón oro", Revista Nacional de Economía, enero-febrero, mayo y junio.

----- (1929 a), "Más sobre el Patrón oro", Revista Nacional de Economía, num. 87 y 88, septiembre-octubre y noviembre-diciembre.

----- (1930), "La depreciación de la moneda española", Revista Nacional de Economía, julio-agosto.

FRAILE, P. (1985), "El País Vasco y el Mercado Mundial, 1900-1930", en la modernización económica de España 1830-1930.  
Compilador: N. Sánchez Albornoz, ed. Alianza, Madrid.

HERNANDEZ ANDREU, J. (1980), Depresión económica en España 1925-1934, I.E.F., Madrid.

----- (1983), "El juicio de Germán Bernácer sobre la valoración de la peseta (1928-1930)", Hacienda Pública Española, num. 81.

----- (1986), España y la crisis de 1929, ed. Espasa-Calpe, Madrid.

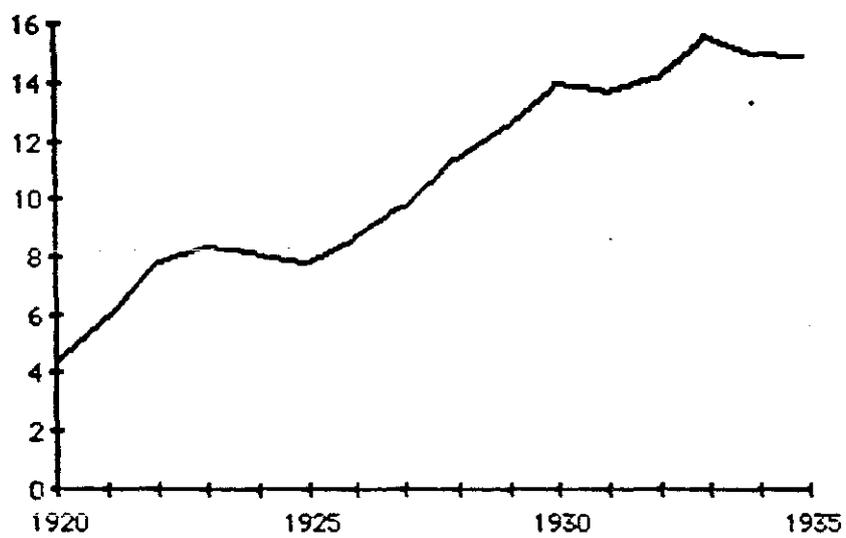
MARTIN ACEÑA, P. (1984), La política monetaria en España 1919-1935, I.E.F., Madrid.

----- (1985), La cantidad de dinero en España, 1900-1935, ed. Banco de España, Servicio de Estudios, Madrid.

----- y COMIN, F. (1984), "La Política Monetaria y Fiscal durante la Dictadura y la Segunda República", Papeles de Economía, num. 20.

OLARIAGA, L. (1944), La política monetaria y la depresión económica, Madrid.

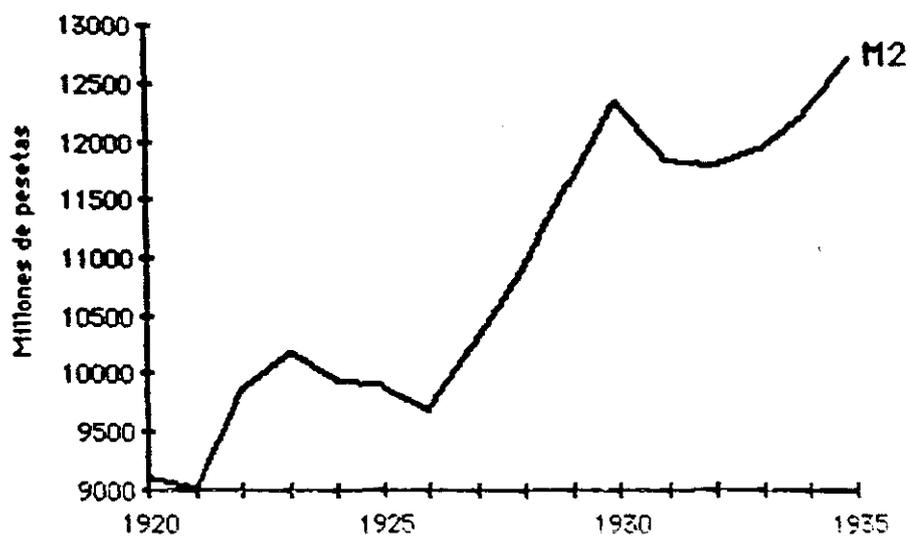
TORTELLA, G. (1983), "Los problemas económicos de la segunda República", Revista de Estudios Políticos, num. 31-32.

**Gráfico 1****Propensión media al ahorro en España, 1920-1935**

Fuente: Anexo 1.

Gráfico 2

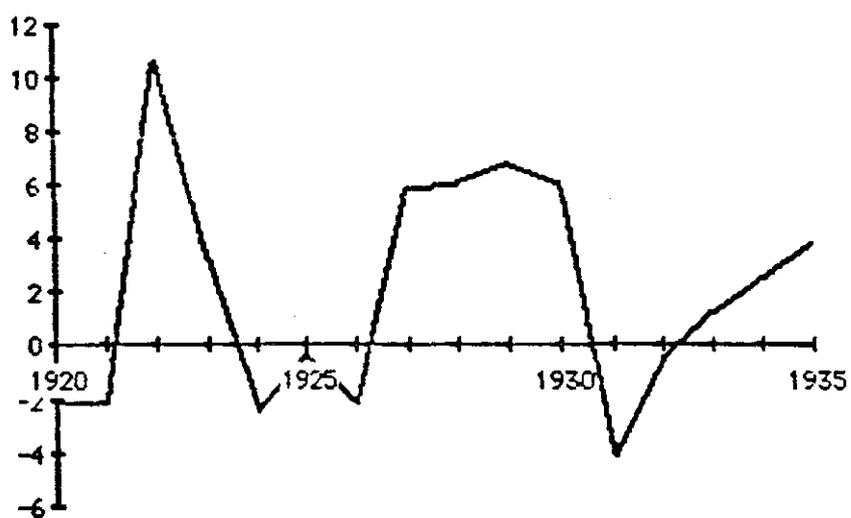
## La oferta monetaria en España 1920-1935.



Fuente: Anexo 1.

Gráfico 13

## Cambios en la oferta monetaria (M2)



Fuente: Anexo 1.

M2: Efectivo en circulación menos encaje bancario  
 + depósitos de particulares en el Banco de España  
 + depósitos a la vista y a plazo de la banca comercial privada inscrita  
 y no inscrita en el Consejo Superior Bancario.  
 Excluye depósitos interbancarios.

ANEXO  
PROPENSION MARGINAL AL AHORRO, 1921-1935

	S	Y	Resid
1	1445.0	32863.00	•
2	1588.0	26925.00	-329.849
3	1998.0	25660.00	591.186
4	2255.0	26916.00	340.787
5	2347.0	20927.00	-379.618
6	2450.0	31350.00	-1255.462
7	2704.0	31102.00	-901.275
8	3043.0	31244.00	-619.640
9	3547.0	31002.00	-17.877
10	4002.0	31844.00	96.972
11	4399.0	31503.00	631.729
12	4377.0	31922.00	440.461
13	4683.0	32921.00	342.885
14	5068.0	32324.00	969.061
15	5227.0	34892.00	90.640
16	•	•	•

**Simple - Y : S X : Y**

DF:	R-squared:	Std. Err.:	Coef. Var.:
13	.73	655.66	19.25

**Beta Coefficient Table**

Parameter:	Value:	Std. Err.:	Variance:	T-Value:
INTERCEPT	-8959.32	2164.22	4683834.71	-4.14
SLOPE	.4	.07	.00497	5.73

**Analysis of Variance Table**

Source	DF:	Sum Squares:	Mean Square:	F-test:
REGRESSION	1	14126721.33	14126721.33	32.86
RESIDUAL	12	5158657.53	429888.13	.0001 < p < .005
TOTAL	13	19285378.86		

**Residual Information Table**

SS(e(i)-e(i-1)):	e > 0:	e < 0:	DW test:
4381759.02	8	6	.85

Note: 1 case(s) deleted with missing values.

