UNIVERSITÉ DE GENÈVE

Archive ouverte UNIGE
https://archive-ouverte.unige.ch

Livre 2014 Published version Open Access

This is the published version of the publication, made available in accordance with the publisher's policy.

# Crisis cambiarias y políticas de intervención en España, 1880-1975

Martínez-Ruiz, E.; Nogues-Marco, Pilar

**How to cite**

MARTÍNEZ-RUIZ, E., NOGUES-MARCO, Pilar. Crisis cambiarias y políticas de intervención en España, 1880-1975. Madrid : Banco de España-Estudios de Historia Económica, 2014.

This publication URL: https://archive-ouverte.unige.ch/unige:77448

© This document is protected by copyright. Please refer to copyright holder(s) for terms of use.

# CRISIS CAMBIARIAS Y POLÍTICAS DE INTERVENCIÓN EN ESPAÑA, 1880-1975

2014

Elena Martínez-Ruiz y Pilar Nogues-Marco

**Estudios de Historia Económica**
**N.º 66**

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

CRISIS CAMBIARIAS Y POLÍTICAS DE INTERVENCIÓN EN ESPAÑA, 1880-1975

El Banco de España, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

**El Banco de España difunde todos sus informes y publicaciones periódicas a través de la red Internet en la dirección http://www.bde.es.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2014
ISSN: 1579-8682 (edición electrónica)

# CRISIS CAMBIARIAS Y POLÍTICAS DE INTERVENCIÓN EN ESPAÑA, 1880-1975

Elena Martínez-Ruiz y Pilar Nogues-Marco

Estudios de Historia Económica, n.º 66
2014

# ÍNDICE


**Agradecimientos** 7

**1 Introducción** 9

**2 Las crisis cambiarias de la peseta, 1880-1975** 11

**3 Las crisis cambiarias en España en el contexto internacional del sistema monetario de patrón oro clásico (1880-1913)** 19

3.1 Introducción: el sistema monetario de patrón oro clásico 19

3.2 Las funciones del Banco de España en el período del patrón oro clásico 22

3.3 Las crisis cambiarias de 1882 y 1892: intervención exitosa en defensa de la peseta 26

3.4 El derrumbe monetario de 1898: coyuntura bélica y abandono de la defensa de la peseta 31

3.5 «Sobreemisión» de billetes del Banco de España, 1874-1913 36

3.6 Conclusiones 40

**4 Las crisis cambiarias en España en el contexto internacional del sistema monetario de patrón cambios-oro (1919-1936)** 43

4.1 Introducción: el sistema monetario de patrón cambios-oro 43

4.2 La crisis cambiaria de 1920: ajuste posbélico y depreciación de las divisas europeas 49

4.3 Lucha de poder entre el Gobierno y el Banco de España, y vaciado de funciones del banco central 50

4.4 La crisis cambiaria de 1930-1931: fin de la hegemonía de la libra esterlina 52

4.5 Conclusiones 56

**5 Las crisis cambiarias en España en el contexto internacional del sistema monetario de Bretton Woods (1944-1971)** 59

5.1 Introducción: el sistema monetario de Bretton Woods 59

5.2 El apartamiento de las autoridades monetarias de la gestión de las divisas 60

5.3 La crisis cambiaria de 1949-1951: devaluaciones encubiertas en un sistema intervenido 66

5.4 La crisis cambiaria de 1957-1959: el final de la autarquía para la peseta 76

5.5 La integración de España en el sistema internacional de pagos: la peseta en Bretoon Woods 78

5.6 La devaluación de 1967: ataque especulativo a la divisa de un país con fundamentos débiles 87

5.7 Conclusiones 90

**Reflexiones finales** 93

**Fuentes primarias** 99

**Bibliografía** 101

**Apéndices** 107

A.1 Fuentes para el cálculo del *Exchange Market Pressure* 107

A.2 Cálculo del tipo de cambio *spot,* Madrid, 1880-1886 110

A.3 Reconstrucción de las reservas internacionales de España entre 1939 y 1951 111

A.4 Datos para el cálculo del *Exchange Market Pressure* 113

**Índice de cuadros** 117

**Índice de gráficos** 119

**Agradecimientos**

La investigación aquí expuesta es el resultado del proyecto de investigación de historia económica sobre temas de política monetaria y sistema financiero español, otorgado por el Banco de España para el curso 2011-2012. Queremos agradecer al Banco de España el apoyo concedido para la realización de este trabajo, y a las archiveras del Archivo Histórico, la inestimable ayuda prestada para la consulta de documentación; especialmente, a Elena Serrano y a Virginia García de Paredes, que tan gentilmente nos han asistido durante el año y medio que ha durado el proyecto.

Esta investigación ha sido realizada por Elena Martínez-Ruiz y Pilar Nogues-Marco bajo la supervisión de Marc Flandreau, que ha actuado como mentor del proyecto, guiando a las autoras a lo largo de toda la investigación: queremos mostrarle nuestro más sincero agradecimiento por su apoyo intelectual. Deseamos agradecer también la inestimable ayuda prestada por Pablo Martín-Aceña, reconocido especialista del tema abordado en esta investigación, por las múltiples ideas generosamente compartidas para la realización de este trabajo. Con él hemos colaborado en otras investigaciones, que nos han servido de complemento e inspiración para esta. Nos gustaría destacar las siguientes publicaciones relacionadas con el tema y antecesoras de esta investigación:

- Martín-Aceña, P., E. Martínez-Ruiz y P. Nogues-Marco (2011). «Floating against the Tide: Spanish Monetary Policy, 1870-1931», en A. Ögren y L. F. Øksendal (eds.), *The Gold Standard Peripheries: Monetary Policy, Adjustment and Flexibility in a Global Setting*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- Martínez-Ruiz, E., y P. Nogues-Marco (2012). *Exchange Market Pressure and Regulatory Changes on the Exchange Rate Policy: Spain, 1880-1936,* documento de trabajo.
- Martín-Aceña, P., E. Martínez-Ruiz y P. Nogues-Marco (2012). *Maximizing profits or pursuing the public good? The Bank of Spain as a central bank,* documento de trabajo.
- Martínez-Ruiz, E., y P. Nogues-Marco (2013). «La peseta, de la independencia a la integración: las crisis cambiarias entre 1874 y 2000», en P. Martín-Aceña, E. Martínez-Ruiz y M. A. Pons (eds.), *Las crisis financieras en la España contemporánea, 1850-2012*, Barcelona, Crítica.
- Martín-Aceña, P., E. Martínez-Ruiz y P. Nogues-Marco (2014). «The Bank of Spain: A national financial institution», en O. Feiertag (ed.), *Les Banques Centrales, la Nation et les États*, París, Éditions Albin Michel-Mission Historique de la Banque de France.

Queremos mostrar también nuestro agradecimiento a Pedro Tedde de Lorca y a Javier Vallés Liberal por los enriquecedores comentarios realizados sobre el primer manuscrito, y a Olivier Accominotti y a Vincent Bignon por compartir con nosotras datos que nos han sido de gran valor para los cálculos de las crisis cambiarias que se muestran en este trabajo.

Por último, nos gustaría agradecer a los asistentes a las conferencias donde presentamos versiones anteriores o relacionadas con esta investigación las sugerencias aportadas a nuestro trabajo. En concreto, agradecemos a los asistentes al *Sixth Iberian Economic History Conference* (Zaragoza, 2013), *8th Conference of the Mission Historique de la Banque de France* (París, 2012), *International Conference: Financial Crises in a Historical and Comparative Perspective* (Fundación Ramón Areces, Madrid, 2012) y *X Congreso*

*Internacional de la Asociación Española de Historia Económica* (Carmona, 2011). Agradecemos especialmente a Pierre-Cyrille Hautcœur, Matthias Morys y Marcela Sabaté Sort las excelentes ideas aportadas en su condición de comentaristas. Todos ellos han contribuido a mejorar la calidad de este trabajo.

Las autoras son miembros del proyecto de investigación «Políticas económicas frente a las crisis. La experiencia histórica española. Enseñanzas». ECO2012-33337, Ministerio de Ciencia e Innovación, dirigido por Pablo Martín-Aceña (2013-2015).

## 1 Introducción

¿Es relevante la adopción del sistema monetario? En el período comprendido entre las dos globalizaciones del mercado de capitales, que abarca desde el último cuarto del siglo XIX hasta finales del siglo XX, el diseño del Sistema Monetario Internacional ha sufrido profundas modificaciones. La elección del régimen monetario internacional se movió a lo largo del siglo XX desde una fuerte preferencia por los tipos de cambio fijos (plasmada en los sistemas monetarios de patrón oro clásico, patrón cambios-oro y Bretton Woods) hasta la adopción de un régimen internacional de tipos de cambio flotantes desde 1971. La preferencia por el tipo de cambio flexible marcó un punto de inflexión en la concepción de un sistema monetario que históricamente había ligado el valor de la divisa al metal precioso, bien anclando directamente la moneda al oro —como se hizo en el sistema de patrón oro—, o bien ligando indirectamente la divisa al oro a través del dólar —como se acordó en Bretton Woods—. El sistema de tipos de cambio flexibles rompía por primera vez de manera definitiva el anclaje del tipo de cambio al metal precioso, lo que ofrecía la posibilidad de mantener una política monetaria autónoma, que podía orientarse al crecimiento económico, a la vez que permitía la libre movilidad de capitales que caracterizará la globalización de finales del siglo XX. Sin embargo, las crisis monetarias de América Latina en 1994-1995, del Este asiático y Rusia en 1997-1998 y de Argentina en 2001-2002 cuestionaron la bonanza del régimen monetario internacional y pusieron de manifiesto las debilidades de la globalización financiera para la periferia del sistema, incapaz de dotar de credibilidad a sus divisas en un sistema internacional de flotación y sometiendo a los países a la inestabilidad del tipo de cambio causada por los *shocks* del mercado financiero [Obstfeld y Taylor (2003), Straumann (2010), Busch, Farrant y Wright (2011)]. ¿Es más adecuado un sistema de tipos de cambio fijos para prevenir las crisis cambiarias?

En este trabajo abordamos la relación entre sistema monetario y crisis cambiarias para el caso de España durante el período de tipos de cambio fijos (desde 1880, inicio del sistema monetario de patrón oro, hasta 1971, final de Bretton Woods). El caso elegido es de relevancia, ya que España se mantuvo al margen del Sistema Monetario Internacional durante la mayor parte del período considerado. Durante el patrón oro clásico España fue el único país importante de Europa occidental que no se vinculó al oro y mantuvo un sistema de tipo de cambio flotante con una divisa convertible en plata, depreciada en el mercado internacional. Durante el período del patrón cambios-oro, cuando los países volvieron a ligarse al oro tras los desajustes monetarios causados por la Primera Guerra Mundial, España optó nuevamente por no vincularse al oro. Y tras la Segunda Guerra Mundial, cuando el nuevo orden económico internacional diseñó el sistema monetario de Bretton Woods para estabilizar las divisas anclándolas al oro a través del dólar, España se mantuvo al margen del orden monetario internacional, sometiendo a la peseta a un estricto control de cambios. No fue hasta el Plan de Estabilización de 1959, diseñado como respuesta a la crisis de pagos de 1958-1959, cuando España sale de su aislamiento monetario, devalúa y pasa a formar parte —por primera vez en la historia de la peseta— del régimen monetario dominante en el Sistema Monetario Internacional.

¿Sufrió España más crisis cambiarias? ¿Fueron más severas? ¿Fue para España un objetivo la defensa del tipo de cambio? ¿Utilizó España diferentes medidas de intervención para estabilizar los cambios? Este estudio pretende explicar cómo actuó España en defensa de la peseta con un régimen de tipos de cambio flotantes en un mundo cuya referencia de política monetaria era la defensa del tipo de cambio fijo. Para ello hemos identificado las crisis cambiarias en España y hemos interpretado las actuaciones de la

autoridad monetaria para estabilizar la peseta dentro del contexto institucional en el que se desenvolvió la política monetaria en cada crisis cambiaria.

El texto está organizado del siguiente modo: en primer lugar, definimos el concepto de crisis cambiaria y presión sobre el tipo de cambio [véanse Frankel y Rose (1996), Reinhart y Rogoff (2009) y Eichengreen, Rose y Wyplosz (1994, 1995 y 1996)] e identificamos las crisis cambiarias de la peseta en relación con las principales divisas en cada período histórico: libra y franco para el período de patrón oro, libra y dólar en el período de entreguerras, y dólar para el período de Bretton Woods. Las crisis identificadas para España se ponen en relación con el caso internacional gracias a los estudios empíricos de crisis cambiarias y presión sobre los cambios de Bordo *et al. (*2001), Reinhart y Rogoff (2009) y Bush *et al.* (2011).

Una vez identificadas las crisis para el caso español, analizamos la intervención en defensa del cambio en cada crisis cambiaria. Para ello hemos agrupado las crisis según los sistemas monetarios internacionales vigentes en cada período: patrón oro clásico (1880-1913), patrón cambios-oro (1919-1936) y Bretton Woods (1944-1971). Cada período viene precedido de una introducción que describe el Sistema Monetario Internacional y se cierra con unas breves conclusiones que recogen las ideas principales planteadas en la sección. El desarrollo de cada sección pretende evaluar la actuación ante la presión sobre los cambios en las crisis monetarias dentro del marco institucional vigente en cada régimen monetario. Se pretende, por tanto, no solo entender si la autoridad monetaria intervino en cada crisis y si las intervenciones fueron exitosas, sino, además, comprender el porqué de la lógica de la defensa de la estabilidad de la peseta analizando el contexto institucional en el que la autoridad monetaria tomaba las decisiones de política monetaria. Comprender el contexto internacional y el marco institucional nacional en el que se desarrolla la política monetaria nos ayuda a mejorar el diseño y la aplicación de las políticas de estabilización del tipo de cambio. El trabajo se cierra con unas breves reflexiones finales, que comprenden una síntesis de las conclusiones obtenidas en la investigación. Finalmente, los apéndices recogen las fuentes, la metodología de elaboración de series y los datos empleados para la identificación de los momentos de presión sobre los cambios.

## 2 Las crisis cambiarias de la peseta, 1880-1975

Las crisis cambiarias son ataques especulativos contra el tipo de cambio de una divisa que provocan su hundimiento o fuerzan a la autoridad monetaria a intervenir para tratar de evitar la caída brusca del tipo de cambio. Los instrumentos estándar utilizados por la autoridad monetaria para intervenir en defensa del tipo de cambio son los tipos de interés y las reservas. Si la divisa nacional se está depreciando, el banco central puede incrementar el tipo de interés para atraer capital extranjero o puede utilizar las reservas para adquirir moneda nacional.

La decisión sobre la oportunidad de una intervención dependerá del régimen monetario. En un régimen de tipo de cambio flexible puro, la autoridad monetaria no intervendría, dejando al tipo de cambio flotar libremente. Así, el banco central se garantizaría la autonomía de política monetaria a cambio de dejar el ajuste del tipo de cambio al mercado. Por el contrario, con un tipo de cambio fijo la autoridad monetaria se verá obligada a intervenir para defender el valor de la divisa. La intervención podría, sin embargo, no ser exitosa, lo que haría que el ataque especulativo provocase la caída abrupta del tipo de cambio. Solo en los casos en los que la intervención es exitosa se consigue sostener el valor de la moneda local, pero a costa de perder las reservas y/o incrementar el tipo de interés, lo que tendrá efectos negativos sobre la inversión interna y, por tanto, el crecimiento económico.

La incidencia de las crisis cambiarias se ha incrementado a lo largo del tiempo (véase cuadro 2.1). En el período del patrón oro, cuando no había controles de capitales y la movilidad del capital alcanzó niveles muy elevados, la frecuencia de las crisis cambiarias fue menor que en el período actual de globalización financiera. Ahora bien, aunque la incidencia de las crisis se ha incrementado con el tiempo, se observa que la duración de las crisis se ha mantenido constante, siendo solo ligeramente superior durante el patrón oro. Por último, debe señalarse que la gravedad de las crisis, medida en términos de la pérdida acumulada del PIB, fue más elevada en el período del patrón oro —y, especialmente, en entreguerras— que durante Bretton Woods y en el sistema monetario actual [Bordo *et al.* (2001), Bush *et al.* (2011)].

La evidencia empírica nos indica, pues, que la globalización no es una explicación suficiente a la frecuencia de las crisis cambiarias. Bordo *et al.* (2001) argumentan que la democratización ha hecho más difícil para los Gobiernos mantener la credibilidad del compromiso con la estabilidad del tipo de cambio y, por tanto, subordinar los objetivos de política económica a preservar el tipo de cambio fijo. En su opinión, por consiguiente, es la combinación de libre movilidad de capitales y sistemas democráticos la que hace que los tipos de cambio fijos se mostraran más frágiles y más propensos a experimentar tensiones en las últimas décadas del s. XX.

¿Por qué se producen las crisis del tipo de cambio? La literatura ha desarrollado varios modelos que explican las causas que provocan las crisis cambiarias [Kaminsky *et al.* (1998), Bordo (1998), Flood y Marion (1999), Jeane (2000), Glick y Hutchison (2011)]. Los primeros, conocidos como *de primera generación*, ponían el énfasis en el papel de los desequilibrios macroeconómicos como causa de las crisis cambiarias. Estos modelos, desarrollados entre los años setenta y ochenta, sirvieron de marco teórico para explicar las crisis de la deuda soberana de los países latinoamericanos de la década de los ochenta. Basado en el trabajo seminal de Krugman (1979), este enfoque parte de que, bajo un régimen de tipo de cambio fijo, el exceso de déficit fiscal es financiado mediante la emisión de dinero. El crecimiento de la oferta monetaria obliga a la autoridad responsable a emplear las reservas en divisas extranjeras para defender la paridad del tipo de cambio. La

INCIDENCIA DE LAS CRISIS CAMBIARIAS (1880-2009) CUADRO 2.1

| | Incidencia de las crisis cambiarias (número de crisis por año) | | Duración de las crisis cambiarias (años promedio) | Gravedad de las crisis cambiarias (pérdida acumulada de PIB, en %) |
|---|---|---|---|---|
| Patrón oro | (1880-1913) | | | |
| | 0,6 | | 2,6 | 8,3 |
| Período de entreguerras | (1925-1939) | | (1919-1939) | |
| | 1,7 | | 1,9 | 14,2 |
| Bretton Woods | (1948-1972) | | (1944-1971) | |
| | 1,7 | | 1,8 | 5,2 |
| Sistema monetario actual | (1973-1989) | (1990-2009) | (1973-1997) | |
| | 5,4 | 2,4 | 2,1 | 5,9 |

FUENTES: Incidencia de las crisis, Bush *et al.* (2011), p. 7. Duración y gravedad de las crisis, Bordo *et al.* (2001), p. 59.

sobrevaloración del tipo de cambio genera déficits de la balanza comercial del país, lo que a su vez provoca una mayor salida de reservas. La situación se puede sostener solo hasta que las reservas se agotan y los agentes pierden la confianza en la divisa. Los agentes venden en masa la divisa en el momento en que dejan de creer en la posibilidad de seguir sosteniendo el tipo de cambio fijo, originando el ataque especulativo que fuerza la devaluación. En estos modelos se observa la aplicación de políticas monetaria y fiscal expansivas y la pérdida de reservas internacionales antes de que se produzca el ataque especulativo [Henderson y Salant (1978), Krugman (1979), Flood y Garber (1984), Obstfeld (1986), Calvo (1987), Drazen y Helpman (1987), Van Wijnbergen (1991)].

Los *modelos de segunda generación,* conocidos como modelos de «profecías autocumplidas», surgen de la demostración de que, en algunas ocasiones, un ataque especulativo puede producirse aun cuando los fundamentos macroeconómicos estén equilibrados. La principal novedad del enfoque de este modelo es que está basado en las expectativas de los agentes, que son las que provocan el ataque especulativo contra el tipo de cambio, anticipando posibles problemas futuros. En estos casos, por tanto, el ataque especulativo es independiente de la política aplicada anteriormente, del nivel de reservas o de la evolución de la tasa de inflación. Es la modificación de las expectativas la que genera el ataque especulativo contra la divisa, cumpliéndose las expectativas de los inversores si el ataque es exitoso, bien porque el Gobierno no interviene para defender el cambio, bien porque la intervención fracasa [Eichengreen y Wyplosz (1993), Obstfeld (1994 y 1996)]. En efecto, ante un ataque de este tipo, los Gobiernos deben elegir qué política adoptar según el objetivo que prioricen. Si el objetivo es sostener el tipo de cambio, la autoridad monetaria deberá incrementar el tipo de interés a costa del crecimiento económico. Si el objetivo es el crecimiento económico, el Gobierno optará por dejar flotar el tipo de cambio a costa de la pérdida de reputación por incumplir el compromiso de tipo de cambio fijo. En este caso, las expectativas se habrían visto cumplidas y el ataque habría resultado exitoso. Estos modelos sirvieron para explicar la crisis del Sistema Monetario Europeo entre 1992 y 1993.

Por el contrario, los modelos de segunda generación resultaban inadecuados para explicar la crisis de los países emergentes de los años noventa, especialmente la crisis asiática de 1997-1998, que combinaba crisis bancarias y crisis cambiarias. Las denominadas «crisis gemelas» se enmarcaron en el contexto de liberalización de los mercados financieros iniciada a partir de la década de los ochenta. Los *modelos de tercera generación*, que consideran crisis cambiarias y bancarias en el análisis, enfatizan la vulnerabilidad de los balances asociada a la pérdida de valor de la divisa de los países

emergentes. Los balances de bancos, empresas y Gobiernos de países con mercados financieros poco desarrollados sufren el riesgo de desajuste de balances porque piden prestado en moneda extranjera y prestan en moneda nacional. Si por cualquier motivo el tipo de cambio pierde valor en estos países, los agentes pueden verse forzados a la suspensión de pagos, causando o agravando la crisis. O, en sentido inverso, si el sector bancario se endeuda excesivamente, se hace vulnerable a un ataque que provocaría una crisis cambiaria. La incapacidad para algunos países de pedir prestado en el extranjero en moneda local ha sido denominada por la literatura «el pecado original», que depende de determinantes como el nivel de desarrollo financiero, la credibilidad monetaria o el régimen cambiario [Eichengreen y Hausmann (1999)]. Los modelos de tercera generación se han centrado en analizar los mecanismos por los que los riesgos de desajuste cambiario de los balances pueden derivar en crisis cambiarias y bancarias [Krugman (1999), Caballero y Krishnamurthy (2001), Chang y Velasco (2001), Burnside *et al.* (2004)].

¿Cómo se miden las crisis cambiarias? La literatura ha propuesto diferentes indicadores. En primer lugar, tenemos la definición estricta de crisis cambiaria, que es aquella que mide exclusivamente los ataques especulativos que han sido exitosos y, por tanto, han provocado el hundimiento del tipo de cambio. Frankel y Rose (1996) definen un *crack* cambiario como una reducción en el valor de la moneda de al menos un 25 %, siendo este valor un punto arbitrario de corte. Su definición requiere, además, que la variación del tipo de cambio del año anterior exceda como mínimo un 10 %, para evitar que crisis multianuales se consideren como independientes. Reinhart y Rogoff (2009) siguen el criterio definido por Frankel y Rose (1996), pero usando un límite de depreciación menos exigente, del 15 %.

Existe otra definición más amplia de crisis cambiaria que considera tanto los ataques especulativos exitosos como los no exitosos, es decir, aquellos que no llegan a materializarse en una reducción del valor de la divisa nacional porque la intervención de la autoridad monetaria ha sido adecuada. En los ataques especulativos no exitosos, la autoridad monetaria ha intervenido con incrementos del tipo de cambio y/o pérdida de reservas para evitar la pérdida de valor del tipo de cambio. En estos casos también ha ocurrido un ataque especulativo, aunque no se identifique midiendo la variación efectiva del tipo de cambio. De ahí la importancia de considerar una definición más amplia de crisis cambiaria que el mero hundimiento del tipo de cambio. Esta definición amplia de crisis cambiaria se calcula con un índice denominado *Exchange Market Pressure* (EMP), que tiene en cuenta la reducción de valor de la divisa local, las pérdidas de las reservas y el diferencial del tipo de interés respecto a un país de referencia. Este índice fue introducido por Girton y Roper (1977) y popularizado por Eichengreen *et al.* (1994, 1995 y 1996):

$$EMP_{i,t} = \alpha\%\Delta e_{i,t} + \beta\Delta (i_{i,t} - i_{rc,t}) - \gamma (\%\Delta r_{i,t} - \%\Delta r_{rc,t})$$

donde $e_{it}$ es el tipo de cambio nominal del país i en el momento t (medido como el precio en moneda local de una unidad de la divisa extranjera); $i_{it}$ es el tipo de interés nominal a corto plazo del país i en el momento t; $r_{it}$ es la ratio de reservas internacionales divididas por la base monetaria (u oferta monetaria como *proxy);* y $\alpha$, $\beta$, $\gamma$ son las ponderaciones.

Los tres componentes del índice están ponderados para igualar sus volatilidades y evitar que alguno de ellos pueda dominar el índice. Estas ponderaciones se calculan como: $\alpha = \frac{1}{\sigma_e}$; $\beta = \frac{1}{\sigma_i}$; $\gamma = \frac{1}{\sigma_r}$, donde $\sigma_e$ es la desviación estándar del cambio relativo en el tipo de cambio, $\sigma_i$ es la desviación estándar del diferencial del tipo de interés nominal del país i respecto al país de referencia rc y $\sigma_r$ es la desviación estándar de la diferencia entre el cambio relativo de la ratio de reservas extranjeras divididas por la base monetaria del país i respecto al cambio relativo de la misma ratio en el país de referencia rc.

Eichengreen *et al.* (1996) definen EMP como los valores extremos del índice que cumplen la condición:

- Crisis = 1 si EMP > 1,5·σEMP + μEMP
- Crisis = 0 si EMP ≤ 1,5·σEMP + μEMP

donde μEMP y σEMP son, respectivamente, la media aritmética y la desviación estándar de los valores de EMP.

La definición de EMP de Eichengreen *et al.* ha sido la más empleada por la literatura [véase, por ejemplo, FMI (1998)]. Por ese motivo, es la elegida en este trabajo. No obstante, existen otras medidas alternativas de presión sobre el tipo de cambio que consideraremos también en este estudio, con el objetivo de dar robustez a nuestros resultados. En concreto, hemos seleccionado las definiciones de EMP de Sachs *et al.* (1996) y de Kaminsky *et al.* (1998), que son variaciones del índice planteado por Eichengreen *et al.* (1994, 1995 y 1996) [véase Pontines y Siregar (2008)].

El índice de presión sobre el tipo de cambio de Sachs *et al.* (1996) se define de acuerdo con la siguiente ecuación:

$$EMP_{i,t} = \alpha\%\Delta e_{i,t} + \beta\Delta i_{i,t} - \gamma\%\Delta r_{i,t}$$

donde $e_{i,t}$ es el tipo de cambio nominal (medido en unidades de i respecto al país de referencia); $i_{i,t}$ es el tipo de interés nominal; $r_{i,t}$ es la ratio de reservas extranjeras sobre la base monetaria; y $\alpha$, $\beta$, $\gamma$ son las ponderaciones, que se calculan de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$\alpha = \frac{1/\sigma_e}{(1/\sigma_e)+(1/\sigma_i)+(1/\sigma_r)};\ \beta = \frac{1/\sigma_i}{(1/\sigma_e)+(1/\sigma_i)+(1/\sigma_r)};\ \gamma = \frac{1/\sigma_r}{(1/\sigma_e)+(1/\sigma_i)+(1/\sigma_r)}$$

Por último, el índice de Kaminsky *et al.* se define como:

$$EMP_{i,t} = \%\Delta e_{i,t} + \beta\Delta i_{i,t} - \gamma\%\Delta r_{i,t}$$

donde $e_{i,t}$ es el tipo de cambio nominal (unidades de i respecto al país de referencia); $i_{i,t}$ es el tipo de interés nominal; $r_{i,t}$ es la ratio de reservas extranjeras sobre la base monetaria; y $\beta$, $\gamma$ son las ponderaciones, calculadas como: $\beta = \frac{\sigma_e}{\sigma_i};\ \gamma = \frac{\sigma_e}{\sigma_r}$ .

El cuadro 2.2 muestra los resultados de las caídas cambiarias, medidas como la reducción del tipo de cambio superior al 15 %, siguiendo el criterio de Reinhart y Rogoff (2009), y el EMP, calculado con los índices de Eichengreen *et al.* (1994, 1995 y 1996), Sachs *et al.* (1996) y Kaminsky *et al.* (1998). Los cálculos están realizados respecto a uno o dos países de referencia. Primero, para el período 1880-1913 consideramos dos centros de referencia para España, Gran Bretaña y Francia. Después, para el período 1914-1936 tomamos los dos líderes internacionales, Gran Bretaña y Estados Unidos. Y, finalmente, para el período 1939-1975 tenemos en cuenta Estados Unidos. Además, para este último período hemos hecho los cálculos considerando el tipo de cambio oficial, el tipo de cambio oficial ponderado en función de la balanza básica y el tipo de cambio del mercado negro medido en el mercado de Tánger[1]. Los apéndices recogen las fuentes, los datos empleados y el método utilizado para calcular los datos en los casos en los que hemos tenido que elaborar series.

1 Sobre el sistema de tipos de cambio vigentes y la relevancia de cada uno de estos tipos, véase Martínez-Ruiz (2003).

CRISIS CAMBIARIAS Y *EXCHANGE MARKET PRESSURE* EN ESPAÑA, 1880-1971 (a) CUADRO 2.2

| Período | Peseta/libra esterlina | | | | Peseta/franco francés | | | | Peseta/dólar | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Caída del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* | | | Caída del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* | | | Caída del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* | | |
| | | ERW | STV | KLR | | ERW | STV | KLR | | ERW | STV | KLR |
| 1880-1913 | | 1882 | 1882 | 1882 | | 1882 | 1882 | 1882 | | | | |
| | | 1892 | 1892 | 1892 | | 1892 | 1892 | 1892 | | | | |
| | 1898 | 1898 | 1898 | 1898 | 1898 | 1898 | 1898 | 1898 | | | | |
| 1914-1936 | 1921 | 1922 | 1920 | 1920 | | | | | 1919-1920 | 1921 | 1920 | 1920 |
| | 1930 | 1930 y 1933 | 1931 | 1931 | | | | | 1930-1931 | 1930-1931 | 1930 | 1930 |
| 1939-1975 (tipo de cambio oficial) | | | | | | | | | 1957-1960 | 1957-1958 | 1957 | 1957 |
| 1939-1975 (tipo de cambio oficial ponderado) | | | | | | | | | 1949-1951 | 1950-1951 | 1950-1951 | 1950-1951 |
| | | | | | | | | | 1957-1960 | 1958 | | |
| 1939-1975 (tipo de cambio de mercado) | | | | | | | | | 1945-1947 | 1947 | 1945 y 1947 | 1945 y 1947 |
| | | | | | | | | | 1949-1950 | | | |
| | | | | | | | | | 1957 | 1958 | | |

FUENTE: Elaboración propia (véanse texto y apéndices).

**a** ERW: Eichengreen *et al.*; STV: Sachs *et al.*; KLR: Kaminsky *et al.*

España sufrió diversas crisis en el período analizado. En el primer período, durante el patrón oro clásico, España se mantuvo al margen del Sistema Monetario Internacional. Sufrió tres crisis: en 1882, 1892 y 1898. Las crisis de 1882 y 1892 fueron crisis internacionales, importadas a consecuencia de la dependencia española del capital exterior. En estas crisis el Banco de España intervino exitosamente, por lo que la presión en el mercado no se tradujo en un hundimiento del tipo de cambio. La siguiente crisis del período —la de 1898— fue una crisis autóctona, fruto de los gastos bélicos asociados a la Guerra de Cuba. En esta ocasión el Banco de España no intervino para defender el tipo de cambio, por lo que este sufrió un abrupto desplome. Todas las crisis registradas a partir de este momento, y hasta el final de nuestro período de análisis, se traducen en caídas del valor de la peseta. Esto significa que, o bien la autoridad monetaria no intervino, o bien su intervención no fue exitosa.

En el período de entreguerras España también se mantuvo al margen del Sistema Monetario Internacional de patrón cambios-oro. Sufrió dos crisis cambiarias, una en 1920-1921, relacionada con el ajuste posbélico y la depreciación de las divisas europeas, y otra en 1930-1931, ligada a la fuerte tensión que sufrieron los mercados monetarios internacionales desde 1928 y que culminó en 1931 con la salida de la libra esterlina del patrón cambios-oro. Este período se caracterizó por la creación de organismos independientes del Banco de España, dependientes directa o indirectamente del Gobierno, creados por el ejecutivo para defender el tipo de cambio. Estos organismos actuaron siguiendo directrices del Gobierno, sin coordinación con la política monetaria aplicada por el Banco de España, y su actuación en defensa del cambio fue infructuosa.

El último período de nuestro estudio se caracterizó por el control de cambios gestionado por el Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME). La creación de este organismo

CRISIS CAMBIARIAS Y *EXCHANGE MARKET PRESSURE* EN LOS PAÍSES CENTRALES DEL SISTEMA, 1880-1971 CUADRO 2.3.A

| Período | Francia | | Reino Unido | | Estados Unidos | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Caída del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* | Caída del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* | Caída del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* |
| 1880-1913 | | 1888 | | | 1886 | |
| | | | | | 1891-1994 | 1890-1991 y 1993 |
| | | | | | 1897 | |
| | | | | | 1902 | |
| | | | | | 1908 | |
| 1914-1938 | | | | | 1914-1915 | |
| | 1919-1920 | | 1919 | | 1920-1921 | |
| | 1922-1923 | 1923 | | | | |
| | 1925 | 1926 | | | 1926-1927 | |
| | | | 1931 | 1931 | 1929-1931 | |
| | | | | | 1933 | 1933 |
| | 1936-1939 | 1936 y 1937 | | | 1936 | |
| 1939-1975 | 1942 | | 1939 | | 1939-1940 | |
| | | | 1946-1947 | 1947 | 1947-1948 | |
| | 1948 | 1948 | 1949 | 1949 | | |
| | 1956-1960 | 1957 | | 1961 | | 1960 |
| | | 1968 | 1967 | 1964-1967 | | |
| | | | | | 1969 y 1971 | 1971 |
| | | | 1975 | | 1975 | |

FUENTES: Datos de caídas cambiarias, extraídos de la base de datos de Reinhart y Rogoff (2009) (http://www.reinhartandrogoff.com/). Datos del EMP (calculados con el método de Eichengreen *et al.),* tomados de Bordo *et al.* (2001) (datos disponibles en el apéndice de la versión documento de trabajo de 2000 de University of California, Berkeley).

supuso la total escisión del Banco de España de la gestión de la estabilidad cambiaria. El IEME se encargó de todas las funciones relacionadas con los pagos exteriores, desde la gestión de las reservas del país hasta el papel de banquero del Estado en el exterior. El tipo de cambio oficial estuvo fuertemente sobrevalorado, las transacciones exteriores requerían autorización previa y, desde 1948, un sistema de tipos de cambio múltiples subvencionaba unas operaciones mientras recargaba otras con voluntad política de dirigir la asignación de medios de pago hacia fines prioritarios. La crisis cambiaria profunda sufrida en 1957-1958 obligó a realizar un giro radical en la gestión del tipo de cambio. Con el Plan de Estabilización de 1959 se eliminaron los cambios múltiples, se devaluó la peseta y se ligó al dólar, integrándose por primera vez nuestra divisa en el Sistema Monetario Internacional.

¿Se vio España penalizada con un mayor número de ataques especulativos por el hecho de mantenerse al margen del Sistema Monetario Internacional? Con el fin de poder enmarcar nuestros resultados en el contexto internacional, hemos recogido también las crisis cambiarias y la medición del EMP para un grupo de países de referencia (véanse los cuadros 2.3.A y 2.3.B). En concreto, hemos considerado los países líderes del sistema (Inglaterra, Francia y Estados Unidos) y los países del sur de Europa (Portugal, Italia y Grecia). Los datos de caídas del tipo de cambio han sido tomados de Reinhart y Rogoff (2009) y los del EMP, medido con la fórmula de Eichengreen *et al.*, han sido obtenidos de Bordo *et al.* (2001).

Los resultados del cuadro 2.3 nos muestran que las crisis de la peseta se han producido, por lo general, al mismo tiempo que las crisis mundiales. En el período del patrón oro nos encontramos con pocas caídas del tipo de cambio. Los países intervinieron

CRISIS CAMBIARIAS Y *EXCHANGE MARKET PRESSURE* EN LOS PAÍSES DE EUROPA DEL SUR, 1880-1971 CUADRO 2.3.B

| Período | Grecia | | Italia | | Portugal | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Desplome del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* | Desplome del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* | Desplome del tipo de cambio | *Exchange Market Pressure* |
| 1880-1913 | | 1885 | | | | |
| | | | | 1894 | 1892 | 1891 |
| | | | | 1908 | | |
| 1914-1938 | | | 1915 | | 1915 | |
| | 1919-1921 | | 1919-1920 | | 1921 | |
| | | | | | 1922-1923 | |
| | 1924 | | | | 1924 | |
| | 1931 | 1932 | 1936 | 1935-1936 | | 1931 |
| 1939-1975 | 1939 | | 1939-1943 | | | |
| | 1941-1942 | | | | | |
| | 1944 | | | | | |
| | 1946 | | 1946 | | | |
| | 1948 | 1950 | | | | |
| | | | | 1964 | | |
| | | 1971 | | | | 1971 |

FUENTES: Datos de caídas cambiarias, extraídos de la base de datos de Reinhart y Rogoff (2009) (http://www.reinhartandrogoff.com/). Datos del EMP (calculados con el método de Eichengreen *et al.),* tomados de Bordo *et al.* (2001) (datos disponibles en el apéndice de la versión documento de trabajo de 2000 de University of California, Berkeley).

en defensa de sus divisas y esa intervención fue exitosa en la mayoría de las ocasiones. Francia sufrió presión sobre los cambios en 1888, Grecia en 1885 e Italia en 1894 y 1908. Gran Bretaña, centro monetario del sistema, no sufrió ningún ataque especulativo. Portugal y Estados Unidos, sin embargo, sufrieron ataques en la crisis de 1892 que se materializaron en derrumbes del valor de la moneda, debido a su intervención no exitosa. En el período de entreguerras y Bretton Woods los ataques especulativos contra las divisas se incrementaron en relación con el período de patrón oro. Todos los países sufrieron crisis cambiarias en los primeros años de las décadas de los veinte y los treinta. Las diversas intervenciones no tuvieron éxito y los países sufrieron fuertes depreciaciones en el valor de sus monedas. En el período de Bretton Woods también hubo muchas crisis cambiarias. Nos encontramos crisis en los años cuarenta, cincuenta, sesenta y setenta. De hecho, según Bordo (2001), ha habido mayor frecuencia de crisis cambiarias con controles de capitales. Podemos concluir, por tanto, que España no es una excepción en crisis cambiarias, sino que sus crisis se enmarcan en las crisis mundiales. En los capítulos que siguen exploraremos la actuación de las autoridades monetarias en cada uno de estos episodios.

## 3 Las crisis cambiarias en España en el contexto internacional del sistema monetario de patrón oro clásico (1880-1913)

### 3.1 Introducción: el sistema monetario de patrón oro clásico

El sistema monetario de patrón oro se caracterizó por la estabilidad del tipo de cambio (1870-1913). La razón de la estabilidad fue la credibilidad absoluta por parte del sector privado del compromiso de fijación de la divisa al oro en los países centrales del sistema (Gran Bretaña, Francia y Alemania), en Estados Unidos a partir de 1900 y en otros países europeos (como Bélgica, Países Bajos, Suiza y los países escandinavos). Esta estabilidad consiguió que no hubiese riesgo de cambio, facilitando los intercambios internacionales de bienes y de capital en el período de la primera globalización [Estevadeordal *et al.* (2003), Officer (2008)]. La credibilidad del compromiso de fijación del tipo de cambio de la divisa con el oro se logró gracias a la denominación de los contratos en oro y a la financiación de la mayoría de los pagos mundiales en libras esterlinas, en un momento en el que Londres constituía el mercado de capitales más importante del mundo. La credibilidad de la libra representó, por tanto, la estabilidad del sistema [Officer (2008)].

El cuadro 3.1 muestra la adhesión de los países al sistema monetario de patrón oro. El número de países que se unieron al patrón oro se incrementó espectacularmente entre 1870 y 1913. En 1870, menos de un 30 % del total mundial estaba adherido al oro, mientras que a la altura del inicio de la Primera Guerra Mundial casi el 90 % de países tenía un sistema monetario de patrón oro [Estevadeordal *et al.* (2003)].

En sentido estricto, el patrón oro obligaba a anclar la divisa al oro a un tipo de cambio fijo e inamovible, mantener el efectivo en manos del público compuesto principalmente por monedas de oro, guardar las reservas del banco central en forma de oro y permitir la libre entrada y salida del oro del país, la libre compraventa de oro en el mercado de metales y la libre convertibilidad de los billetes bancarios en oro a la paridad oficial. Solo Inglaterra, Alemania y Estados Unidos mantuvieron un patrón oro puro. Por el contrario, la mayoría de países que se adhirieron al patrón oro incumplieron alguna de las condiciones. Países como Bélgica, Suiza, Austria-Hungría, Japón, Países Bajos, los países escandinavos, los dominios británicos, Filipinas, India y los países latinoamericanos tuvieron una circulación monetaria interna basada en plata, cobre y billetes, en vez de en oro. Francia permitió la circulación de la plata como moneda de curso legal, aunque prohibió su libre acuñación. Además, el Banco de Francia convertía los billetes en oro o en plata, a discreción de la autoridad monetaria. Países como Bélgica, Suiza y Países Bajos también convirtieron a discreción de la banca central. Solo Inglaterra, Alemania, Francia, Estados Unidos, Bélgica y Suiza mantuvieron las reservas del banco central en oro. Los restantes países combinaron reservas en oro con reservas en divisas, como Rusia, Australia, Sudáfrica, Egipto, Austria-Hungría, Japón, Países Bajos, los países escandinavos o los dominios británicos, o mantuvieron casi la totalidad de las reservas en divisas extranjeras, como Filipinas, India o los países de Latinoamérica [Eichengreen (1996), p. 21].

¿Cuál fue la situación de España en el contexto monetario internacional? España nunca se adhirió al sistema monetario de patrón oro. El patrón oro obligaba a los países a subordinar su política monetaria nacional al objetivo de estabilidad del tipo de cambio. Por contra, nuestro país mantuvo un sistema monetario bimetálico *de iure* durante todo el período del patrón oro. La peseta se instauró en 1868 siguiendo la relación legal entre oro y plata de 1:15,5 adoptada en 1865 por el bloque bimetálico de la Unión Monetaria Latina (Francia, Bélgica, Italia y Suiza) [Fernández Pulgar y Anes Álvarez (1970)]. España nunca desmonetizó la plata, por lo que el patrón bimetálico *de iure* se tornó un patrón monometálico plata *de facto* conforme los países se adhirieron al patrón oro y la plata fue perdiendo valor de mercado.

PAÍSES ADHERIDOS AL PATRÓN ORO CLÁSICO

CUADRO 3.1

| | Período |
|---|---|
| Países centrales | |
| Gran Bretaña | 1774-1797<br>1821-1914 |
| Estados Unidos | 1879-1917 |
| Francia | 1878-1914 |
| Alemania | 1871-1914 |
| Colonias y dominios británicos | |
| Australia | 1852-1915 |
| Canadá | 1854-1914 |
| Ceilán | 1901-1914 |
| India (cambio libra) | 1898-1914 |
| Europa occidental | |
| Austria-Hungría | 1892-1914 |
| Bélgica | 1878-1914 |
| Italia | 1884-1894 |
| Liechtenstein | 1898-1914 |
| Países Bajos | 1875-1914 |
| Portugal | 1854-1891 |
| Suiza | 1878-1914 |
| Escandinavia | |
| Dinamarca | 1872-1914 |
| Finlandia | 1877-1914 |
| Noruega | 1875-1914 |
| Suecia | 1873-1914 |
| Europa del Este | |
| Bulgaria | 1906-1914 |
| Grecia | 1885, 1910-1914 |
| Montenegro | 1911-1914 |
| Rumanía | 1890-1914 |
| Rusia | 1897-1914 |
| Oriente Próximo | |
| Egipto | 1885-1914 |
| Turquía (Imperio Otomano) | 1881-1914 |
| Asia | |
| Japón | 1897-1917 |
| Filipinas (cambio dólar) | 1903-1914 |
| Siam (cambio libra) | 1908-1914 |
| Colonias del Estrecho (cambio libra) | 1906-1914 |
| México y América Central | |
| Costa Rica | 1896-1914 |
| México | 1905-1913 |
| América del Sur | |
| Argentina | 1867-1876<br>1883-1885<br>1900-1914 |
| Bolivia | 1908-1914 |
| Brasil | 1888-1889<br>1906-1914 |
| Chile | 1895-1898 |
| Ecuador | 1898-1914 |
| Perú | 1901-1914 |
| Uruguay | 1876-1914 |
| África | |
| Eritrea (cambio lira) | 1890-1914 |
| Colonias alemanas en África del Este (cambio marco) | 1885-1914 |
| Somalia italiana (cambio lira) | 1889-1914 |

FUENTE: Officer (2008).

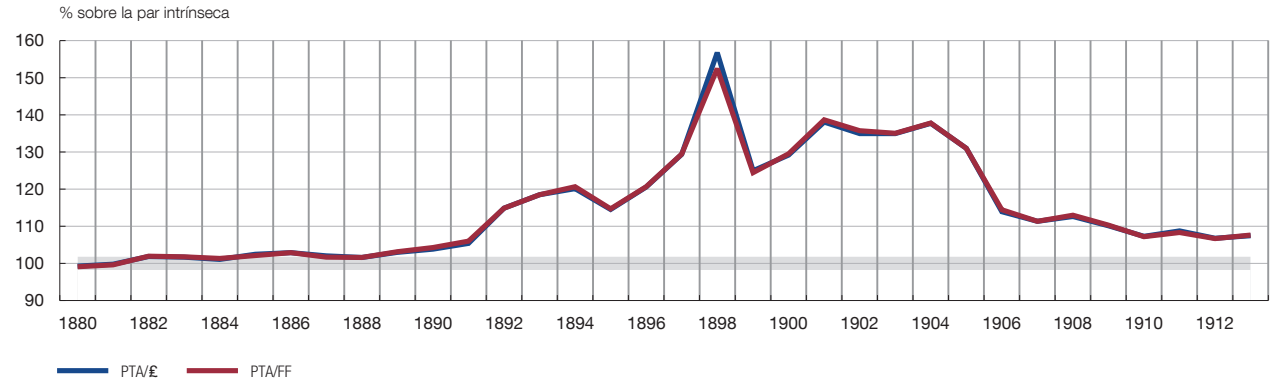
La no adopción del patrón oro abrió a España la posibilidad de formular objetivos nacionales de política monetaria orientados al crecimiento económico. Sin embargo, la política monetaria de este período se caracterizó por una sistemática indefinición de objetivos finales y una tensión permanente entre la actuación del Gobierno y del Banco de España, ya que no estaba claro cuál era la institución encargada de ejercer las funciones de «autoridad monetaria».

El Banco de España obtuvo el monopolio de emisión de billetes en todo el territorio nacional en 1874, cerrando con dicho monopolio la pluralidad de emisión en España. El monopolio de emisión se concedió como recurso *in extremis* para resolver los problemas inmediatos de un Estado en virtual bancarrota [Tortella (2006)]. Durante los primeros 25 años del monopolio, el Banco de España consiguió el incremento paulatino del límite máximo de emisión de billetes como contraprestación a la adquisición de deuda pública. El Banco monetizaba la deuda pública, entregando billetes a cambio de guardar los títulos de deuda en su cartera. Cuando la emisión se aproximaba al techo máximo marcado por ley, el Banco ponía resistencia a continuar adquiriendo la deuda, salvo que la Hacienda aceptase un incremento del límite máximo de emisión de billetes. La Hacienda terminaba siempre cediendo, dada su precaria situación financiera, y el límite de emisión se ampliaba, aunque normalmente por debajo de las propuestas presentadas en los proyectos del Banco. «Intercambio mancomunado de intereses entre el Banco y la Hacienda» era la expresión habitualmente utilizada por el Banco para justificar los socorros a la Hacienda a cambio del incremento en los límites de emisión, que siempre vino dado tras arduas negociaciones que tuvieron lugar en las coyunturas identificadas como de alta presión sobre los tipos de cambio: 1882, 1891 y 1898. Así, el Banco de España se vio sometido a una disyuntiva entre objetivos contradictorios en coyuntura de tensión sobre la depreciación del tipo de cambio. Por un lado, estaba tentado a socorrer a la Hacienda a cambio de la ampliación del límite máximo de billetes, que garantizaba la expansión del negocio bancario gracias al incremento en la emisión, objetivo deseable como banco privado. Sin embargo, por otro lado, el Banco de España debía aplicar una política monetaria restrictiva para evitar la depreciación del tipo de cambio, objetivo principal de la banca central, que entraba en contradicción con la expansión de la oferta monetaria que suponía la adquisición de la deuda pública.

En esta disyuntiva, el Banco de España defendió el tipo de cambio hasta principios de la década de 1890, cuando la peseta se desligó del oro y comenzó a fluctuar. En los sistemas monetarios metálicos el tipo de cambio fluctuaba dentro de la banda definida por los costes de transacción asociados a la transferencia de metal precioso como modo alternativo de pago a las letras de cambio. Si el tipo de cambio rompía la banda definida por los costes asociados al envío de oro (puntos-oro), los agentes transferirían oro en vez de letras, haciendo el propio proceso de arbitraje que el tipo de cambio volviese a fluctuar dentro de la banda definida por los puntos-oro. Si el tipo de cambio salía permanentemente de la banda de fluctuación, significaba que las letras de cambio estaban denominadas en una divisa no convertible, razón por la cual el tipo de cambio dejaba de estar ligado a la paridad intrínseca del oro y comenzaba a fluctuar [Morgenstern (1959), Officer (1996), Flandreau (2004), Nogues-Marco (2013)].

El gráfico 3.1 muestra el tipo de cambio entre 1880 y 1913 y hace una estimación de los puntos-oro, para ver el momento en el que la peseta rompió los puntos-oro y comenzó a fluctuar. Para el cálculo de los puntos-oro hemos considerado los costes de arbitraje de una operación de compraventa de oro entre Madrid y Londres (vía Santander) con fecha 2 de agosto de 1877 (Actas de la Junta Consultiva de la Moneda, 8 de agosto de 1877, pp. 273-278). Los costes estimados de la operación de arbitraje son del 1,78 %. Se trata de unos costes similares a los obtenidos por Esteves *et al.* (2009) para los puntos-oro entre Lisboa y Londres.

TIPO DE CAMBIO Y PUNTOS-ORO GRÁFICO 3.1




FUENTES: Para el tipo de cambio, véanse los apéndices. La paridad oficial, en Castaño (1887), p. 144.

El gráfico 3.1 muestra dos períodos diferenciados de la evolución del tipo de cambio. Hasta inicios de la década de 1890 el tipo de cambio se mantuvo dentro de la banda de fluctuación definida por los puntos-oro. Podemos decir, por tanto, que España «siguió en la sombra al patrón oro», pese a no ser un sistema monetario oro *de iure*. La estabilidad del tipo de cambio dentro de los puntos-oro se debió a la política monetaria aplicada por el Banco de España. Como veremos más detalladamente al analizar cada una de las crisis cambiarias, el Banco «siguió las reglas de juego», es decir, incrementó el tipo de interés y perdió reservas en las crisis de 1882 y 1892 para defender los cambios. Sin embargo, a partir de este momento se inicia la etapa de flotación de la peseta, que ya no volverá a adherirse al oro.

Concretamente, según nuestra estimación de costes, el tipo de cambio rompe la banda en 1889 y los cambios inician una tendencia levemente alcista, que se volverá pronunciadamente alcista a partir de 1891. De hecho, la cuestión de la estabilidad del tipo de cambio va a estar muy presente en los debates del Consejo de Gobierno del Banco de España en los años 1889-1892. El Banco de España renovó el monopolio de emisión por un período de 30 años en 1891, por lo que después de la crisis de 1892 ya no volverá a intervenir en defensa de los cambios, el compromiso con el oro dejará de ser creíble y la peseta comenzará a fluctuar libremente.

### 3.2 Las funciones del Banco de España en el período del patrón oro clásico

La literatura sobre la economía política de la política monetaria ha argumentado que el éxito en la consecución del objetivo de política monetaria vendrá condicionado por la independencia del banco central. Un banco central totalmente independiente podrá resistir las presiones del Gobierno para monetizar el déficit público, mientras que un banco central dependiente del Gobierno puede fallar en el objetivo de estabilidad de precios si el Gobierno le fuerza a emitir para financiar las necesidades del Estado [Cukierman (1992), Alesina y Summers (1993), Fischer (1995), Eijffinger y De Haan (1996), Berger *et al.* (2001)].

El marco teórico que apoya esta literatura está establecido para el contexto actual, en el que los bancos centrales son instituciones públicas cuyo objetivo de política monetaria es la estabilidad de precios. El contexto histórico en el que se desenvuelve la gestión del Banco de España durante el período de patrón oro clásico dista del actual. La banca de emisión de la época estaba en manos de instituciones privadas, cuyo objetivo principal no era el objetivo de política monetaria prioritario en el momento —la estabilidad del tipo de cambio—, sino la maximización del beneficio. El nacimiento de la banca central es, según Goodhart (1988), el paso de un banco de emisión maximizador de beneficios a un banco orientado a la consecución del objetivo de política monetaria. El Gobierno era la

institución que debía velar por la transformación de la banca de emisión en banca central, mediante la regulación de la actividad bancaria. Sin embargo, cuando el Gobierno priorizaba la monetización del déficit, esta regulación podía no ser efectiva para velar por la estabilidad del tipo de cambio. Los préstamos al Gobierno podían redundar en incrementos de la emisión, que, aunque favorecían la maximización del beneficio, eran perjudiciales para la convertibilidad y la estabilidad del tipo de cambio.

El de España es un caso paradigmático de país europeo que no se adhirió al sistema monetario de patrón oro. El Banco de España priorizó la maximización del beneficio y la Hacienda priorizó la monetización de la deuda, por lo que el objetivo de estabilidad de cambios quedó relegado a un segundo plano. En este apartado nos ocupamos de estudiar el marco normativo que reguló la actividad del Banco de España, desde su establecimiento en régimen de monopolio de emisión en 1874 hasta la Ley de Ordenación Bancaria de 1921. La legislación nos indica las funciones que se le asignaron al Banco, la independencia de su dirección respecto al Gobierno para la formulación de la política monetaria, los límites de emisión y la regulación de los créditos que el Banco debía dar al Gobierno a cambio de gozar en exclusiva del privilegio de emisión.

El Banco de España obtuvo el monopolio de emisión en todo el territorio nacional al amparo del Decreto de 19 de marzo de 1874. Tres *funciones* principales fueron asignadas al Banco en dicho decreto y desarrolladas en el consecuente reglamento [Leyes Orgánicas, Estatutos y Reglamento del Banco de España (1876, 1897, 1912)]:

1 *Función de banco de la Hacienda,* establecida con el objetivo general de servir de potencia financiera de ayuda a la Hacienda pública y con el objetivo particular de consolidar la deuda flotante y de otorgar anticipos al Tesoro. Se otorgó al Gobierno un anticipo de 125 millones de pesetas a cambio del monopolio de emisión, definiéndose dicho monopolio por un plazo de 30 años, es decir, desde 1874 hasta 1904.

2 *Función de banco emisor nacional,* planteada con el objetivo de sustituir los billetes de circulación provincial, que habían funcionado en España desde el nacimiento de la banca de emisión, por el billete único de circulación nacional. Los billetes quedaban garantizados por el establecimiento de dos límites: uno en relación con el metálico en caja como garantía de liquidez y otro en relación con el capital social como garantía de solvencia. No se establece un objetivo de política monetaria en relación con la estabilidad del tipo de cambio. Sí se establece el objetivo de convertibilidad de los billetes por oro o plata, según el sistema monetario bimetálico vigente en el momento de concesión del monopolio, siendo los límites de emisión el mecanismo que servía para prevenir el curso forzoso. Es decir, el Banco no tenía una función activa de garante del tipo de cambio, sino tan solo una función pasiva de cumplimiento de los límites de emisión.

3 *Función de banco comercial:* con el objetivo de dotar de crédito a particulares en todo el territorio español mediante el establecimiento de sucursales en las plazas más importantes. La función de banco comercial se establecía en competencia con los bancos comerciales, que, privados del privilegio de emisión, podían continuar realizando operaciones de descuento y préstamo en caso de decidir no fusionarse con el Banco de España.

La *dirección* del Banco dependía del Consejo de Gobierno. Dicho organismo estaba formado por un gobernador, dos subgobernadores y doce consejeros. El gobernador del Banco era nombrado por el Gobierno, los consejeros los nombraba la Junta General de Accionistas y los subgobernadores eran nombrados por el Gobierno a propuesta del

LÍMITES DE EMISIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA, 1874-1913 CUADRO 3.2

| | Límite sobre el capital | Límite sobre las reservas |
|---|---|---|
| Decreto de 19 de marzo de 1874 | 500 millones de pesetas (1874-1881)<br>750 millones de pesetas (1882-1890)<br>(billetes ≤ 5 capital) | Reservas ≥ 1/4 billetes |
| Ley de 14 de julio de 1891 | 1.500 millones de pesetas (billetes ≤ 10 capital) | Reservas ≥ 1/3 billetes, siendo las reservas en oro = 1/2 reservas |
| Decreto de 9 de agosto de 1898 | 2.500 millones de pesetas (billetes ≤ 16 2/3 capital) | De 0 a 1.500 millones de pesetas: reservas ≥ 1/3 billetes; de 1.500 a 2.000 millones de pesetas: reservas ≥ 1/2 billetes, exigiéndose para todos los billetes que las reservas en oro = 1/2 reservas |
| Decreto de 2 de agosto de 1899 | 2.000 millones de pesetas (billetes ≤ 13 1/3 capital) | De 0 a 1.500 millones de pesetas: reservas ≥ 1/3 billetes; de 1.500 a 2.000 millones de pesetas: reservas ≥ 1/2 billetes, exigiéndose para todos los billetes que las reservas en oro = 1/2 reservas |
| Ley de 13 de mayo de 1902 | 2.000 millones de pesetas (billetes ≤ 13 1/3 capital) | De 0 a 1.200 millones pesetas: reservas ≥ 1/3 (reservas en oro = 1/2 reservas); de 1.200 a 1.500 millones de pesetas: reservas≥ 60 % billetes (40 % reservas oro y 20 % reservas plata); de 1.500 a 2.000 millones de pesetas: reservas ≥ 70 % billetes (50 % reservas oro y 20 % reservas plata) |

FUENTE: Martín-Aceña *et al.* (2011), p. 153.

Consejo de Gobierno. Vemos, por tanto, que la dirección del Banco no gozaba de independencia respecto del Gobierno, si bien este no intervenía directamente en las decisiones de política monetaria.

La *formulación de la política monetaria* dependía en exclusiva del Consejo de Gobierno del Banco, no teniendo la Hacienda ninguna potestad para intervenir directamente en las decisiones de la política monetaria. Como banco emisor, el Consejo de Gobierno decidía el volumen de billetes emitidos, obligándose a no exceder la cantidad máxima establecida por ley. Veremos a lo largo de este capítulo cómo el Banco trató en todo el período de incrementar el límite máximo de emisión de billetes, con la finalidad de expandir la capacidad de conceder crédito y, por tanto, de incrementar el beneficio. Como banco comercial, el Banco de España aplicaba un sistema de racionamiento del crédito, determinando el tipo de interés pagado a particulares y la cantidad máxima que había de prestar según la capacidad de pago de los prestatarios.

La gestión de la cartera con particulares tuvo diferentes efectos macroeconómicos, según el Banco decidiese gestionar el sistema de racionamiento de crédito vía tipos de interés o vía volumen de préstamos. Así, por ejemplo, en las crisis de 1882 y 1892, el Banco optó por incrementar el tipo de interés para reducir la demanda de crédito, contrayendo la oferta monetaria que lleva al ajuste de la crisis cambiaria por dos vías: directamente, con la entrada de capitales extranjeros alentados por el incremento de los tipos de interés e, indirectamente, vía ajuste de la balanza comercial, al reducirse los precios por la contracción de la oferta monetaria, incrementando la competitividad exterior, aumentando las exportaciones, reduciendo las importaciones y evitando la salida de oro; es decir, siguiendo «las reglas del juego». Sin embargo, en la crisis de 1898 el Banco decidió ajustar el exceso de demanda de crédito aumentando el volumen de préstamos, lo que supuso un incremento de la cantidad de dinero en circulación y, por tanto, agravó la crisis cambiaria.

Los *límites de emisión* quedaron establecidos en el Decreto de 1874, pero fueron modificados en repetidas ocasiones, ampliándose las posibilidades de emisión del Banco conforme la Hacienda tenía necesidad de monetizar el déficit. El cuadro 3.2 resume los límites de emisión que la legislación española impuso al Banco.

La legislación estableció los límites a la emisión de billetes en el Decreto de 1874. Estos límites exigían que las reservas en oro o plata fuesen, como mínimo, la cuarta parte

de los billetes en circulación y que el capital fuese, como mínimo, la quinta parte de los billetes en circulación. Sucesivas leyes establecieron límites para la emisión más exigentes en reservas, pero desligados del límite de emisión en relación con el capital. El Banco de España mantuvo un interés explícito en defender el privilegio del monopolio de emisión y en desligar la emisión del capital social de la entidad, y lo consiguió en las negociaciones con la Hacienda para monetizar el déficit público «armonizando los intereses del banco mancomunados con los del gobierno» [Serrano Sanz (2004), p. 73][1]. La Ley de 1891 modificó los criterios de emisión, exigiendo que las reservas fuesen al menos un tercio del importe de los billetes, siendo al menos la mitad de las reservas en oro. El tope máximo de emisión se fijó en 1.500 millones de pesetas, sin vinculación directa con el capital, que, dado el capital del Banco en ese momento, representó en la práctica una reducción muy sustancial del límite de emisión igual a 10 veces el capital.

El Decreto de 1898 facultó al Banco de España para elevar la emisión de billetes hasta 2.500 millones (que representaban 16 2/3 del capital), con una garantía de reservas por tramos: hasta 1.500 millones se mantuvo la ratio de reservas en 1/3; para el tramo entre 1.500 millones y 2.000 se fijó un coeficiente de reservas de 1/2 y para el tramo entre 2.000 y 2.500 millones se fijó un coeficiente de reservas de 2/3, teniendo que ser la mitad de las reservas en oro para todos los tramos. El Decreto de 1899 redujo el máximo de emisión a 2.000 millones (13 1/3 del capital) y mantuvo los límites de reservas tal y como se habían establecido en el decreto del año anterior. Finalmente, la Ley de 1902 continuó estableciendo el máximo de emisión en 2.000 millones y mantuvo en 1/3 las reservas de la emisión hasta 1.200 millones (con 1/2 en oro), y aumentó las reservas al 60 % de los billetes para el tramo de emisión entre 1.200 y 1.500 millones (con un 40 % en oro y un 20 % en plata) y al 70 % de emisión para el tramo entre 1.500 y 2.000 millones (con el 50 % en oro y el 20 % en plata).

El Decreto de 1874 también reguló los *créditos al Gobierno.* Los préstamos se otorgarían en forma de *anticipos* a cuenta de los 500 millones de límite máximo de emisión de billetes, comprometiéndose el Tesoro a no tomar prestado más del máximo de billetes emitidos, para, en palabras del Gobierno, no comprometer la existencia del nuevo banco. Se anticiparon 125 millones en el momento de concesión del monopolio y se estableció que el Tesoro pediría con prudencia y daría siempre garantías sólidas y de fácil realización. Se establecía en el decreto que los plazos de reembolso, las garantías y el tipo de interés aplicable a los anticipos se definirían en un convenio especial entre el Ministerio de Hacienda y el Banco (se observa que, en la práctica, los anticipos se realizaron a un tipo de interés superior al tipo de descuento y reintegrables con impuestos del siguiente ejercicio económico). Se reguló, además, la operativa del Banco que implicaba la *negociación de efectos públicos*. La ley establecía que el Banco no podía negociar en efectos públicos, aunque esta restricción no vino marcada por el monopolio, ya que la Ley de 1856 ya indicaba que no podía negociar efectos públicos. El concepto de «negociación» tenía una connotación peyorativa en la época, por considerarse «especulación»[2]. Como consecuencia, el Banco guardaba los efectos públicos en cartera hasta su vencimiento, no actuando de intermediario en el mercado de deuda, sino como mero comprador. Además, el Banco practicaba operaciones de *descuento de letras al Tesoro*. El tipo de interés aplicado en el descuento era el mismo que aplicaba a particulares. Por último, el Banco podía otorgar crédito a particulares con garantía de efectos de la deuda (efectos públicos de largo plazo) o del Tesoro (efectos públicos de corto plazo), lo que incentivaba la adquisición de efectos públicos en el mercado secundario, al poder pignorarse en el Banco.

---

1 Acta del Consejo de Gobierno del Banco de España de 30 de abril de 1889.

2 Sesión extraordinaria, Consejo de Gobierno, 4 de mayo de 1899.

Con el paso del tiempo, el Gobierno ganó poder sobre el Banco a la hora de establecer las condiciones de los créditos a cambio de incrementar la cantidad máxima de billetes que el Banco podía emitir. La Ley de 14 de julio de 1891 anticipaba en 13 años la renovación del monopolio, estableciendo una prórroga hasta el 31 de diciembre de 1921. En compensación a esta concesión, el Banco de España anticipó al Tesoro público 150 millones de pesetas, prestado sin intereses y reembolsable en 1921, en la fecha de finalización de la prórroga del monopolio. El Decreto de 9 de agosto de 1898 establecía que las operaciones del Banco con el Gobierno serían objeto de convenios especiales, aun cuando sus condiciones pudieran ser diferentes a las establecidas con particulares. En el Convenio de la Ley de 2 de agosto de 1899 el ministro Villaverde establecía un tipo anual reducido del 2,5 % para el crédito que la Hacienda tenía con el Banco, en compensación de los beneficios que pudiese reportar el incremento de los límites máximos de emisión de billetes[3]. Este tipo de interés se redujo al 2 % en el Convenio de 13 de mayo de 1902. Además, el Gobierno decidió unilateralmente reducir el volumen de deuda disponible en la cartera del Banco, lo que hizo a este perder fuerza a la hora de negociar nuevos aumentos del volumen de emisión[4]. En el Convenio de 31 de diciembre de 1901 el ministro de Hacienda decidió que el Ministerio establecería anualmente la cantidad que el Banco prestaría al Tesoro, sin exceder un límite máximo de 75 millones de pesetas, cargando el Banco el mismo tipo de interés que abonaba a la cuenta corriente del Tesoro. Este convenio se prorrogó, por Real Orden de 13 de diciembre de 1912, hasta el 31 de diciembre de 1913. Asimismo, la Ley de 13 de mayo de 1902 estableció que el Tesoro reintegraría al Banco en un plazo de 10 años la deuda flotante de Ultramar, que estaba representada en la cartera del Banco por pagarés del Tesoro. Esta ley acordaba que el interés de los préstamos del Banco sobre efectos públicos se negociaría entre el Consejo de Gobierno del Banco y el Ministerio de Hacienda.

### 3.3 Las crisis cambiarias de 1882 y 1892: intervención exitosa en defensa de la peseta

En las primeras crisis —de 1882 y 1892—, el Banco de España defendió la estabilidad del tipo de cambio de la peseta, cumpliendo la misma función de garante del valor de la divisa que otros bancos centrales de la época [Goodhart (1988)]. La intervención se realizó mediante el incremento del tipo de interés, la pérdida de reservas y la solicitud de préstamos en oro en el extranjero. La intervención fue exitosa y el tipo de cambio no sufrió una depreciación efectiva en estas crisis (véase cuadro 2.2).

#### LA CRISIS CAMBIARIA DE 1882

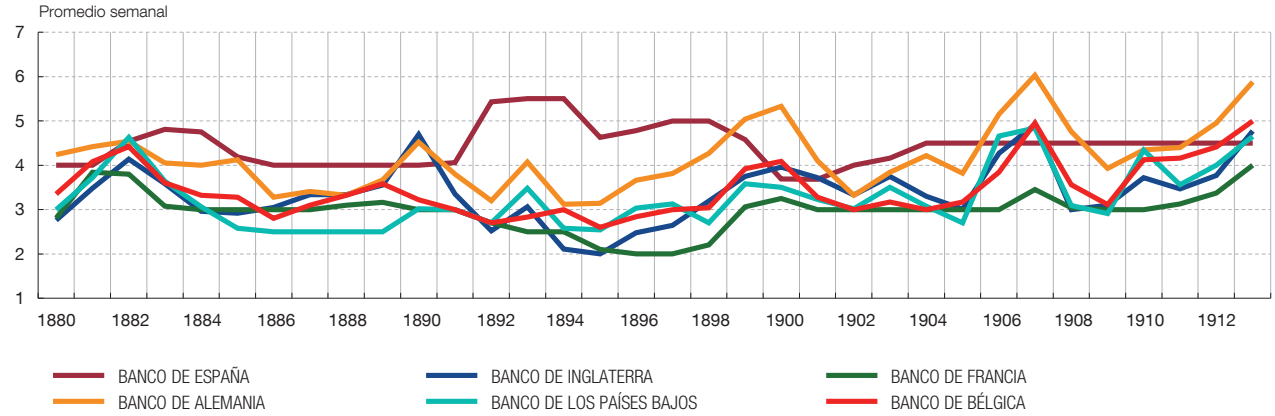
La crisis de 1882 vino precedida por una fuerte euforia en los negocios ligados al sector crediticio. En el bienio 1881-1882 se fundaron en España 42 entidades de crédito [Tedde de Lorca (1974), pp. 276-297]. La burbuja especulativa estalló en España a consecuencia de la caída de los valores de la Bolsa de París en enero de 1882, que provocó una gran perturbación en el mercado de valores españoles [Kindleberger (1978)][5]. El Banco de España optó por subir el tipo de descuento del 4 % al 4,5 % en 1882 y volvió a subir el tipo de descuento del 4,5 % al 5 % en 1883, alegando que la subida se debía «más bien a un fin esencialmente nacional y patriótico que a la conveniencia del Banco» y que se bajaría el tipo de interés en

3 Sesión extraordinaria del Consejo de Gobierno, 1 de agosto de 1894.

4 En la sesión del Consejo de Gobierno de 24 de mayo de 1899, los consejeros del Banco explican que prevén la renovación o pago de obligaciones del Tesoro y deben estar prevenidos ante la posibilidad de aumentar la circulación de billetes. Argumentan que la situación de fondos en poder de corresponsales extranjeros garantiza la posibilidad de hacer frente al incremento de billetes. Sin embargo, dos meses después, el 2 de agosto de 1899, el Gobierno decreta una reducción del límite máximo de billetes (véase cuadro 3.2).

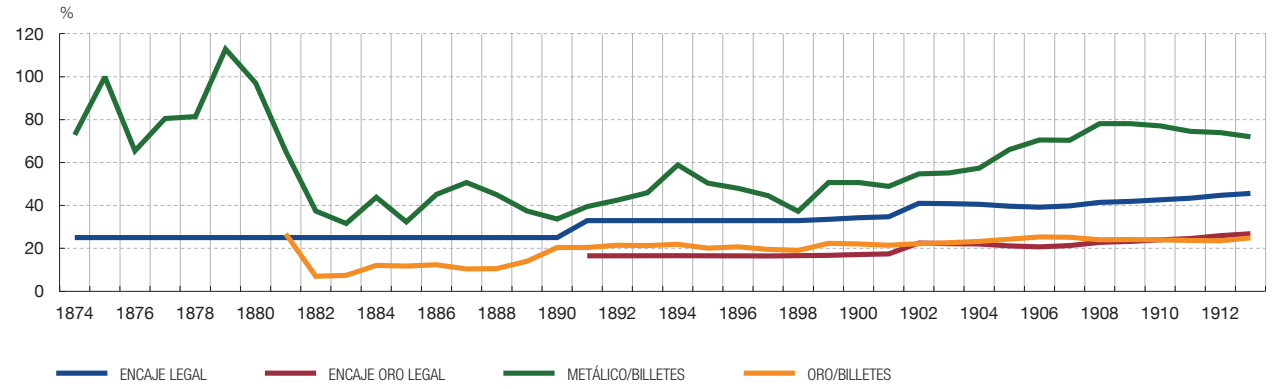
5 Kindleberger (1978), p. 261; Memoria de la Junta General de Accionistas, p. 16.

TIPO DE DESCUENTO EN ESPAÑA, INGLATERRA, FRANCIA, ALEMANIA, PAÍSES BAJOS Y BÉLGICA, 1880-1913 GRÁFICO 3.2




FUENTE: White (1933), p. 331. Los datos del Banco de España han sido calculados con la información extraída de las memorias de la Junta General de Accionistas, 1880-1913.

ENCAJE DEL BANCO DE ESPAÑA, 1874-1913 (METÁLICO EN CAJA/BILLETES) GRÁFICO 3.3




FUENTE: Encaje calculado a partir de los datos de los balances anuales del Banco de España [Anes (1974b), pp. 143-156, y (1974c), p. 114]. Encaje legal, cuadro 3.1.

cuanto desapareciesen las causas que habían propiciado la subida[6]. Una vez que la crisis estuvo resuelta, el Banco bajó el tipo de descuento al 4,5 % en 1884 y lo redujo nuevamente al 4 % en 1885, dejándolo al nivel que tenía antes del estallido de la burbuja, nivel que no se volverá a variar hasta la siguiente crisis cambiaria, en 1892 (véase gráfico 3.2).

El tipo de cambio nominal solo se depreció un 2 %, pero las reservas del Banco sufrieron una grandísima merma a causa de la crisis. En 1882 el volumen de reservas de plata descendió un 26 % y el oro se redujo un 60 %, situándose el encaje bancario próximo al mínimo legal establecido. La Ley exigía que las reservas en caja fuesen la cuarta parte de los billetes emitidos, sin especificar en qué metal debía guardarse la reserva. El encaje total quedó reducido a un 37 %, aunque en los años anteriores el Banco había mantenido un encaje extraordinariamente elevado. La reducción del encaje en oro sí fue trascendental, pasando a ser de un 27 % en diciembre de 1881 a tan solo un 7 % a finales de 1882 (véase gráfico 3.3).

El encaje antes de la crisis de 1882 fue extraordinariamente elevado, situándose la proporción de metálico en caja respecto a los billetes en circulación muy por encima del

6 Registro de Operaciones. Comisión Ejecutiva de 31 de enero/8 de febrero de 1882. Sardá (1948), p. 191, afirma que el incremento del tipo de interés se hizo para frenar las salidas de oro. Memoria de la Junta General de Accionistas, 1883, p. 10. Registro de Operaciones. Comisión Ejecutiva de 12 de mayo. El Consejo de Gobierno explica que la Comisión Ejecutiva expuso que se había excedido el crédito abierto, por lo que debían elevar el tipo de interés o limitar las operaciones. Finalmente se optó por elevar el tipo de interés.

COMPOSICIÓN DE LA CAJA, 15 DE OCTUBRE DE 1877 CUADRO 3.3

Pesetas

| | Caja reservada | Caja corriente |
|---|---|---|
| Oro amonedado | 11.225.000 | 270.000 |
| Oro barras (10 barras) | 197.769,45 | |
| Plata amonedada | 1.380.000 | 732.500 |
| Plata barras (312 cajas) | 3.972.657,49 | |
| **TOTAL** | **16.775.426,94** | **1.002.500** |

FUENTE: Actas de la Comisión de Caja y Contabilidad, 1849-1894 (sign. 8458), p. 109.

mínimo legal exigido. No sabemos, sin embargo, la proporción de oro y plata que componía el encaje hasta 1881, ya que los balances del Banco de España no especifican si el metálico en caja estaba compuesto por oro o por plata. Sí sabemos que el Banco estaba obligado a realizar arqueos semanales, que debían quedar registrados en acta firmada por la Comisión Interventora (Estatutos del Banco de España, 1876, artículo 349, p. 212). No hemos sido capaces de localizar en el Archivo Histórico del Banco de España los arqueos semanales, pero sí hemos podido encontrar un arqueo extraordinario que se realizó el 15 de octubre de 1877, que nos sirve para conocer el porcentaje de oro y de plata conservado en caja. Según este arqueo extraordinario, en 1877 el Banco conservaba en caja casi 18 millones de pesetas, cifra muy inferior a la declarada en balance (el metálico en caja a 31 de diciembre de 1877 era de 39 millones)[7]. Del total del arqueo, el 65 % era en oro y el 35 % en plata. La mayoría del oro se guardaba en la caja reservada, mientras que la caja corriente contenía un 27 % en oro y un 73 % en plata, para los canjes corrientes de billetes por metálico.

La reducción de las reservas de oro fue tan brusca en la crisis de 1882 que la literatura ha considerado el año 1883 como el momento en el que el Banco de España dejó de canjear los billetes por oro, imposibilitando así la adhesión de España al sistema monetario de patrón oro [Sardá (1948); Jiménez y Rodríguez (1905)]. Se trata de una fecha simbólica, ya que no conocemos la política de canje antes de la crisis de 1882. El cuadro 3.3 apunta a unas proporciones aproximadas de conversión de billetes de 3/4 por plata y 1/4 por oro, según la dotación de cada metal en la caja corriente. A partir de 1881-1882, las memorias anuales de la entidad detallan la conversión de billetes en oro y en plata (véase cuadro 3.4). El Banco de España convirtió aproximadamente el 18 % de los billetes por oro durante la crisis de 1882-1883, lo que indica el compromiso del Banco en aquel momento por mantener el tipo de cambio estable, garantizando la convertibilidad. Posteriormente, en el período de calma que siguió a la crisis, el Banco dejó paulatinamente de convertir los billetes por oro, pasando de un 7 % en 1884 a un 3 % en 1891, momento a partir del cual dejó definitivamente de convertir los billetes por oro.

### LA CRISIS CAMBIARIA DE 1892

La presión sobre el tipo de cambio de 1892 tuvo su origen en el pánico que generó la quiebra de la casa Baring de Londres en noviembre de 1890, que sacudió violentamente el mercado internacional de capitales con una fuerte repercusión en las bolsas españolas

7 En un primer momento, podríamos pensar que la diferencia reside en que el arqueo recoge solo la caja de Madrid, mientras que los balances consolidan cifras de Madrid y sucursales. Sin embargo, según indica Anes (1974), vol. II, p. 144, los balances del Banco de España presentados en las memorias son balances de la central de Madrid hasta 1884 (y no tienen, por tanto, las cifras de las sucursales). No encontramos explicación a la diferencia tan grande entre las cifras del arqueo y las de balance, salvo que la cifra de caja fuese muy volátil, lo que explicaría la diferencia al comparar un arqueo de octubre con la cifra de balance de diciembre. Si esto fuese así, los cálculos del encaje a partir de datos de balance serían poco representativos de la capacidad de conversión del Banco de los billetes por metálico.

CONVERSIÓN DE BILLETES POR ORO Y POR PLATA EN LA CAJA DE MADRID, 1874-1899 CUADRO 3.4

| | Billetes cambiados por oro (pesetas) | Billetes cambiados por oro (%) | Billetes cambiados por plata (pesetas) | Billetes cambiados por plata (%) | Total anual de billetes convertidos (pesetas) |
|---|---|---|---|---|---|
| 1874 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 59.965.000 |
| 1875 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 63.285.000 |
| 1876 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 59.965.000 |
| 1877 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 68.617.500 |
| 1878 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 88.724.300 |
| 1879 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 49.320.525 |
| 1880 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 81.865.350 |
| 1881 | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 60.791.225 |
| 1882 | 13.488.325 | 18,38 | 59.897.600 | 81,62 | 73.385.925 |
| 1883 | 8.654.736 | 17,50 | 40.804.558 | 82,50 | 49.459.294 |
| 1884 | 2.742.180 | 7,41 | 34.264.842 | 92,59 | 37.007.022 |
| 1885 | 2.273.045 | 6,01 | 35.556.000 | 93,99 | 37.829.045 |
| 1886 | 2.049.460 | 4,94 | 39.396.825 | 95,06 | 41.446.285 |
| 1887 | 1.390.933 | 3,51 | 38.227.000 | 96,49 | 39.617.933 |
| 1888 | 1.280.117 | 3,01 | 41.286.700 | 96,99 | 42.566.817 |
| 1889 | 1.560.431 | 3,97 | 37.783.500 | 96,03 | 39.343.931 |
| 1890 | 1.445.282 | 3,89 | 35.700.250 | 96,11 | 37.145.532 |
| 1891 | 1.768.130 | 2,99 | 57.453.100 | 97,01 | 59.221.230 |
| 1892 | 30.800 | 0,06 | 50.420.497 | 99,94 | 50.451.297 |
| 1893 | 0 | 0,00 | 44.861.500 | 100,00 | 44.861.500 |
| 1894 | 0 | 0,00 | 42.473.750 | 100,00 | 42.473.750 |
| 1895 | 0 | 0,00 | 44.812.250 | 100,00 | 44.812.250 |
| 1896 | 0 | 0,00 | 44.905.750 | 100,00 | 44.905.750 |
| 1897 | 0 | 0,00 | 45.389.750 | 100,00 | 45.389.750 |
| 1898 | 0 | 0,00 | 72.898.750 | 100,00 | 72.898.750 |
| 1899 | 0 | 0,00 | 45.830.500 | 100,00 | 45.830.500 |

FUENTE: Memorias de la Junta General de Accionistas, 1874-1889.

[Kindleberger (1978); Sardá (1948); Tedde de Lorca (1974)]. El pánico estalló en una coyuntura difícil para el Banco de España, cuando este negociaba con el Gobierno la prórroga del privilegio de emisión. El año previo a la crisis de Baring fue ya un año muy desfavorable al tipo de cambio de la peseta, que se depreciaba por el incremento de la demanda de letras sobre el extranjero para pagar los intereses y la amortización de la deuda pública exterior (véase gráfico 3.1, en el que se observa cómo el tipo de cambio *spot* se sale definitivamente de los puntos-oro en 1889-1890).

Ante la depreciación del tipo de cambio y la desmonetización del oro español, el Banco de España optó por hacer una operación de crédito sobre el extranjero, a fin de disponer de oro para el pago de la deuda sin tener que demandar constantemente letras, que escaseaban en la plaza. El 28 de agosto de 1889 el Banco abrió un crédito en el Banco de París y de los Países Bajos, por 50 millones de francos, mediante el giro de letras a su orden a tres meses fecha, con el 0,25 % de comisión y pago del 3 % anual, precio del descuento corriente en Francia. El Banco se garantizaba con esta operación el pago de las obligaciones de la deuda con el extranjero hasta el 1 de abril de 1890[8]. La operación de crédito se debatió en el Consejo de Gobierno de 27 de julio de 1889, en el que el gobernador explicó que «al simple anuncio de una operación en el extranjero habían mejorado los

8 Memoria de la Junta General de Accionistas, 1889, pp. 28-30.

*GOLD DEVICES*: CRÉDITOS SUSCRITOS EN EL EXTRANJERO Y METAL IMPORTADO

CUADRO 3.5

| | Letras en España sobre el extranjero (pesetas) | Oro comprado por el Banco (pesetas) | | Plata comprada por el Banco (pesetas) | | | Créditos en el extranjero (pesetas) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | España | Londres | España | Londres | París | |
| 1875 | | 589.232,17 | 0,00 | 4.929.043,71 | 21.691.699,71 | 5.299.835,18 | 80.548,46 |
| 1876 | | 345.842,24 | 0,00 | 0,00 | 3.027.915,50 | 0,00 | No |
| 1877 | | 32.581.258,52 | 11.185.721,88 | 7.225.880,37 | 19.740.752,72 | 0,00 | No |
| 1878 | | 62.509.361,03 | 9.639.723,99 | 12.369.506,85 | 3.465.313,59 | 0,00 | No |
| 1879 | | 31.734.538,35 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | No |
| 1880 | | 80.823.103,72 | 0,00 | 0,00 | 2.848.872,43 | 0,00 | No |
| 1881 | | 24.691.640,30 | | | 5.900.720,68 | | No |
| 1882 | | 6.330.825.,40 | | | 43.707.847,85 | | 30.508.305,47 |
| 1883 | | 13.017.222,00 | | | 1.512.490,36 | | No |
| 1884 | | 5.144.255,58 | | | 2.035.359,26 | | No |
| 1885 | | 11.409.925,32 | | | 4.224.766,88 | | No |
| 1886 | | 10.572.879,88 | | | 0,00 | | No |
| 1887 | | 0,00 | | | 0,00 | | No |
| 1888 | | 9.845.413,17 | | | 0,00 | | No |
| 1889 | | 2.495.758,12 | | | 0,00 | | 50.698.132,88 |
| 1890 | | 0,00 | | | 5.821.854,85 | | 25.463.820,21 |
| 1891 | | 3.512.717,42 | | | 66.642.310,65 | | 48.320.423,81 |
| 1892 | | 4.612.274,34 | | | 37.409.711,88 | | No |
| 1893 | | 0,00 | | | 1.851.476,01 | | No |
| 1894 | | 0,00 | | | 0,00 | | No |
| 1895 | | 0,00 | | | 5.179.250,00 | | No |
| 1896 | | 6.710.408,00 | | | 0,00 | | No |
| 1897 | 18.760.058,91 | 3.799.216,44 | | | 14.124.023,54 | | No |
| 1898 | 40.623.816,26 | 0,00 | | | 0,00 | | No |
| 1899 | 25.218.611,55 | 30.620.167,80 | | | 0,00 | | No |
| 1900 | 70.564,13 | 10.204.243,40 | | | 0,00 | | No |

FUENTE: Memorias de la Junta General de Accionistas, 1875-1900.

cambios, juzgando oportuno hacer provisión de fondos en París, Londres y Berlín». Los miembros del Consejo de Gobierno remarcaron que el Banco no estaba obligado a sostener los cambios favorables, ni a atender a la circulación monetaria, pero aceptaban las operaciones de crédito en el extranjero si no empeñaban la cartera[9].

Las operaciones de crédito sobre el extranjero ya habían sido empleadas en otras coyunturas de crisis (en 1875 y 1883), aunque en esta ocasión fueron de mayor montante y debieron sostenerse durante tres ejercicios (véase cuadro 3.5). En la crisis de 1882 se suscribió un crédito con los Rothschild de Londres y París por un montante total de 30,5 millones de pesetas (6 de noviembre de 1882). En la crisis de 1892 se suscribieron varios créditos. El primero, que ya hemos explicado, se obtuvo el 28 de agosto de 1889; después se suscribieron cuatro nuevos créditos: dos en París el 13 de julio y el 19 de noviembre de 1891, y otros dos en Berlín el 19 de agosto de 1991, con Mendelssohn y Cía. y el Deutsche Bank. Estos créditos, suscritos en coyuntura de crisis, complementaban las compras sistemáticas de metales —oro y plata— que se hacían para abastecer la reserva, según muestra el cuadro 3.5.

9 Sesión extraordinaria, Consejo de Gobierno, 27 de julio de 1889.

Los créditos representaban un porcentaje muy importante de la reserva, un tercio del total de la reserva en 1889 y un cuarto en 1891. La reserva de oro no disminuyó en la crisis de 1892 porque el Banco apenas canjeaba los billetes por oro (véase cuadro 3.4). La reserva de plata sí sufrió una merma muy importante, reduciéndose un 60 % entre 1888 y 1890. Desde el año 1892 el oro pasaría a ser mera reserva de valor, debido a que la nueva ley de emisión de 1891 exigió por primera vez que la mitad del encaje bancario fuese en oro (véase gráfico 3.3).

La nueva ley de emisión de 1891, que permitió duplicar la emisión de billetes, entraba en conflicto de intereses con la política monetaria restrictiva que debía seguir el Banco para contener la depreciación de los cambios. Al igual que en la crisis de 1883, el Banco sí que aumentó el tipo de descuento, pasando primero del 4 % al 5 % en 1891 y subiendo nuevamente hasta el 5,5 % en 1892; pero lo hizo a la vez que aumentaba la emisión de billetes, que a la altura de 1889 rebasaba el máximo legal. El límite máximo de emisión se desligó del capital a petición del Banco y se duplicó, pasando de 750 a 1.500 millones de pesetas (cuadro 3.2). El Banco consiguió prorrogar el monopolio de emisión hasta 1921 a cambio de un préstamo al Gobierno de 150 millones de pesetas, sin intereses y reembolsable en 1921, lo que le garantizaba su posición como único organismo con potestad para emitir billetes en el territorio español. Esta será la última vez que el Banco de España actúe en defensa del cambio de la peseta. Como veremos a continuación, en la siguiente crisis cambiaria —la de 1898— el Banco volverá a negociar con el Gobierno la ampliación del límite máximo de emisión, pero ya no volverá a intervenir en defensa del cambio.

### 3.4 El derrumbe monetario de 1898: coyuntura bélica y abandono de la defensa de la peseta

La crisis cambiaria de 1898 obedece a la monetización de los gastos públicos extraordinarios que generaron las guerras de Cuba, Puerto Rico y Filipinas. Se estima que el coste directo de las guerras coloniales fue superior a 3.000 millones de pesetas (1895-1899), siendo el gasto total de aproximadamente 4.600 millones de pesetas, cifra que representa la mitad del PIB anual de cualquiera de los años del período[10]. El coste de las insurrecciones coloniales se financió mayoritariamente mediante emisión de deuda a corto plazo que servía de garantía a los anticipos que el Banco de España concedía al Gobierno[11]. El Gobierno español emitió principalmente billetes hipotecarios del Tesoro de Cuba. También emitió obligaciones del Tesoro español con garantía de rentas (Aduanas, Tabaco y Timbre) y cargó los recursos obtenidos al Tesoro cubano en concepto de anticipos[12]. Los déficits públicos españoles no recogen, por tanto, el gasto de las guerras coloniales, ya que se imputó íntegramente a los presupuestos coloniales.

La deuda del Tesoro se colocó principalmente en la cartera del Banco de España a cambio de la emisión de billetes[13]. La monetización del déficit tuvo un fuerte impacto macroeconómico. Entre 1895 y 1898 la oferta monetaria experimentó un incremento del

---

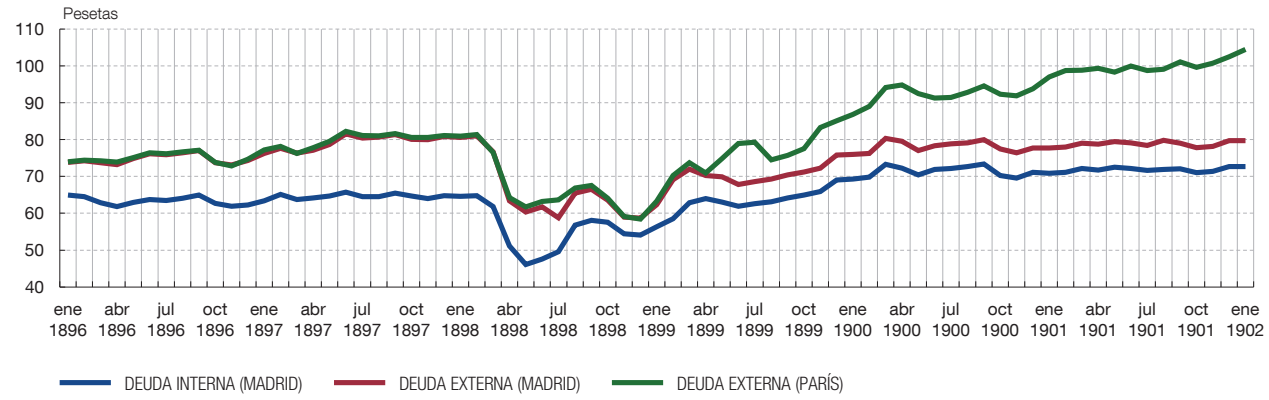
10 Estimación del coste de guerra, en Tedde de Lorca (1985), p. 245, y Maluquer de Motes (2008), p. 365. Datos de PIB disponibles en Prados de la Escosura (2003).

11 Los gastos de las guerras coloniales se financiaron principalmente con deuda del Tesoro (a corto plazo). Anes y Tedde de Lorca (1976), p. 45, Sardá (1948), pp. 213 y 214. La deuda española se dividía en dos grandes epígrafes: deuda del Estado y deuda del Tesoro. La deuda del Estado era deuda a largo plazo, que cubría los déficits generados cuando los gastos del ejercicio excedían los ingresos. La deuda del Tesoro era deuda a corto plazo, que obedecía a problemas de liquidez. Se originaba cuando el Estado necesitaba efectuar pagos inmediatos y aún no se había realizado el ingreso previsto presupuestariamente para cubrir dichos gastos. Esta deuda se emitía con garantía del ingreso asignado a cubrir el gasto. Sin embargo, cuando la insuficiencia, rigidez e imperfección técnica del sistema de ingresos abocaba a una situación de carencia sistemática de liquidez, la deuda del Tesoro se consolidaba en deuda del Estado. Anes y Tedde de Lorca (1976), p. 36.

12 Mitjavile (1904), pp. 59 y 60, Tedde de Lorca (1985), pp. 244 y 245. Roldán de Montaud (2008), pp. 321-330.

13 Martín-Aceña (1985b), p. 274; Conant (1915), p. 313. Para conocer los pormenores de la monetización de las deudas de guerra, véanse las Actas del Consejo de Gobierno del Banco de España, 1895-1899.

COTIZACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA EN LOS MERCADOS DE MADRID Y DE PARÍS GRÁFICO 3.4




FUENTE: Elaboración propia. Datos en Martínez Méndez (2005), apéndice 4, cuadro 4.7.

54 % y la base monetaria se incrementó un 37 % solo en el año 1898[14]. La monetización del déficit del Tesoro ya se había generalizado desde principios de la década, pero se disparó en los años 1897 y 1898 por las guerras coloniales. El tipo de cambio de la peseta se derrumbó precipitadamente en 1898.

La guerra entre España y Estados Unidos se declaró el 25 de abril de 1898. El tipo de cambio de la peseta/libra se desplomó en el mes de mayo más del 40 % respecto a la cotización del mes anterior, y se mantuvo muy depreciado durante los meses de junio y julio. Santiago de Cuba se rindió el 16 de julio y España pidió ese mes negociar la paz con Estados Unidos. El 10 de diciembre de 1898 se acordó en París la futura independencia de Cuba. Entre julio y diciembre, el tipo de cambio se fue ajustando paulatinamente, hasta alcanzar en enero de 1899 los niveles de enero de 1898[15].

La guerra hispano-americana provocó un pánico financiero en el mercado de deuda pública exterior, que ha sido considerada por la literatura la causa de la crisis cambiaria de 1898[16]. La deuda amortizable exterior se emitió en 1882 para convertir antiguas deudas exteriores. Los intereses de la deuda exterior eran pagaderos en oro o monedas extranjeras convertibles (francos, libras y marcos). Se negociaba en las bolsas de Madrid, París, Londres y Berlín, siendo más activa en las bolsas de Madrid y París. El libre arbitraje aseguraba que el precio de la deuda exterior en Madrid se igualaba vía tipo de cambio al precio en París. La fuerte caída de la cotización de la deuda interna durante la guerra con Estados Unidos es clara muestra de las negativas expectativas sobre la solidez financiera de España, que se manifestaron con mayor intensidad en los mercados exteriores, favoreciendo el hundimiento del tipo de cambio (véase gráfico 3.4).

Los contemporáneos defendían que el tipo de cambio estaba determinado por el precio relativo de la deuda exterior entre España y el extranjero[17]. Como la deuda externa cotizaba en Madrid y en las principales bolsas extranjeras, esta actuaba como instrumento alternativo a las letras de cambio para transferir fondos entre España y el extranjero. Con un billete de banco inconvertible en oro, la deuda exterior constituía el único activo denominado en pesetas convertibles en oro, activo muy importante en volumen, que tenía 1.971 millones de pesetas en circulación en 1898, comparable con un total de billetes en circulación en ese momento de 1.444 millones, y unas reservas en oro en el Banco de España de

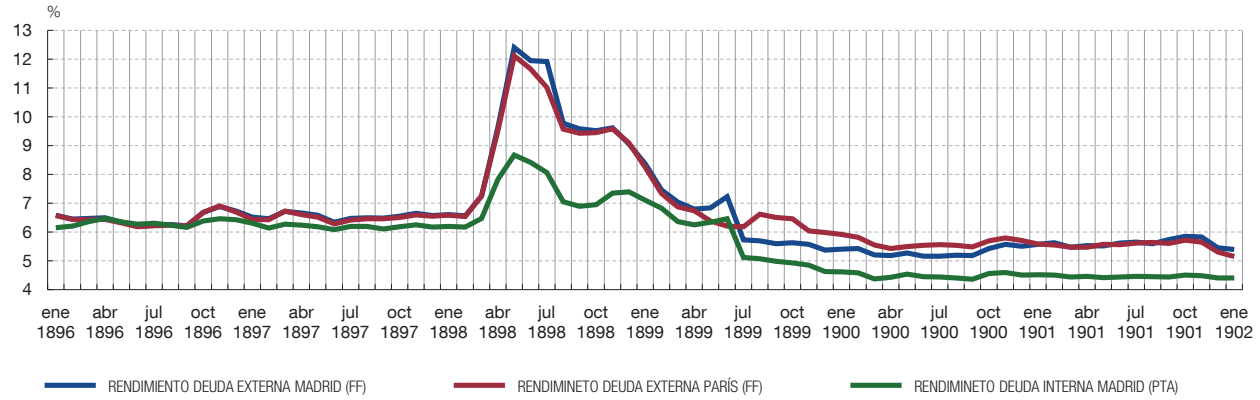
14 Martín-Aceña (1985b), p. 279. Martín-Aceña y Pons (2005).

15 Memoria de la Junta General de Accionistas, 1898, pp. 28 y 29. Datos mensuales de tipo de cambio, en Schneider *et al.* (1991), p. 387.

16 Sardá (1948), pp. 220-223 y 240. Serrano Sanz (2004), p. 89. Martínez Méndez (2005), cap. 8, pp. 25-30.

17 Fariña (1901) [subgobernador del Banco de España], p. 271: «La diferencia del precio del exterior entre las bolsas de París y Madrid determinaba necesariamente la cotización de las letras entre ambas plazas».

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA EN LOS MERCADOS DE MADRID Y DE PARÍS GRÁFICO 3.5




FUENTE: Martínez Méndez (2005), apéndice 4, cuadro 4.7.

342 millones de pesetas[18]. La crisis cambiaria obligaba al Gobierno a pagar el cupo de julio en oro casi al doble del nominal. En esta ocasión, a diferencia de las crisis de 1882 y 1892, el Banco de España no solicitó créditos en el extranjero para el pago de los cupos.

Ante la imposibilidad de pagar los cupones, poniendo como excusa que la especulación con la deuda externa había supuesto el hundimiento del tipo de cambio, el Gobierno impuso con la Ley de 17 de mayo de 1898 una declaración jurada *(affidávit),* que significaba que los títulos de deuda que se hallaban en poder de extranjeros se seguirían pagando en oro, pero los que estaban en poder de españoles se pagarían en pesetas con opción de convertirlos a deuda interna con una bonificación máxima del 10 %. El Ministerio de Hacienda dispuso de un plazo, que finalizó en mayo de 1899, para que los tenedores de deuda exterior fuesen a las delegaciones de Hacienda en el extranjero para sellar los títulos de deuda externa cuando se acreditase la extranjería[19]. El estampillado reveló unas tenencias de no residentes de 1.030 millones de pesetas. El resto (941 millones de pesetas) correspondía a títulos domiciliados en España, por valor de 595 millones, o convertidos a deuda interna entre 1898 y 1900, por valor 346 millones[20]. El *affidávit* rompió el mercado de arbitrajes, que, desde mayo de 1899, momento en que finalizó el estampillado, disoció la cotización de la deuda externa en las bolsas de Madrid y en el extranjero, cuyo diferencial representaba la prima del oro (véase gráfico 3.4). Por ello, en julio de 1899 el cupo de la deuda interna y externa en Madrid se redujo al 3,2 %, mientras que el cupo de la deuda externa de París se mantuvo en el 4 %. Así se igualaba el rendimiento de la deuda externa en Madrid y en París, quedando el rendimiento de la deuda interna por debajo del de la deuda externa, a consecuencia de la depreciación de la peseta con respecto al franco francés (véase gráfico 3.5).

La política monetaria aplicada por el Banco de España en esta crisis difirió sustancialmente de la política aplicada en las crisis anteriores. En esta ocasión no incrementó el tipo de interés, sino que amplió el volumen de crédito, no utilizó la reserva para sostener los cambios y no suscribió créditos en el extranjero, sino que, al contrario, realizó compras masivas de letras en Madrid sobre las plazas extranjeras para dar préstamos al Gobierno en divisas extranjeras, agravando la depreciación del tipo de cambio. En esta ocasión, por tanto, la presión sobre los cambios se manifestó en una profunda crisis cambiaria (véase cuadro 2.2).

18 Volumen de deuda exterior, en Martínez Méndez (2005), cap. 8, p. 27. Volumen de billetes en circulación y reservas del Banco de España, en Anes (1974b), p. 151.
19 Mitjavile (1904), pp. 18, 19, 153 y 154. Jiménez y Rodríguez (1905), p. 187.
20 Martínez Méndez (2005), cap. 8, p. 28.

El Consejo de Gobierno se planteó la necesidad de subir el tipo de interés para contener la depreciación de los cambios, pero finalmente acordó no subirlo, alegando que «la elevación del descuento no daría el apetecido resultado de disminuir la circulación de los billetes». El Banco optó por no incrementar el tipo de descuento, argumentando que la cartera había sufrido un fuerte descenso[21]. De hecho, en junio de 1898, en plena caída del cambio, el Consejo de Gobierno aprobó que la Comisión Ejecutiva estuviera permitiendo dar crédito a particulares por encima del máximo establecido en las líneas de crédito[22]. Una vez que el pánico desapareció, en 1899, el Banco optó por bajar los tipos de descuento para incrementar el volumen de cartera. En realidad, carecía de sentido optar por la reducción del tipo de interés para contraer la oferta monetaria, por cuanto el objetivo principal del Banco en aquel momento era precisamente expandir la oferta monetaria gracias a la ampliación de la emisión de billetes.

El Banco de España no volvió a suscribir créditos en el extranjero para proveer de divisas al Gobierno, como había hecho en las crisis de 1882 y 1892. La política seguida en esta ocasión fue muy diferente. Como ya hemos explicado, el Banco se negó a socorrer los pagos de los cupos de la deuda pública externa, por lo que el Gobierno optó por la suspensión de pagos en oro de los tenedores nacionales de deuda pública externa. Además, el Gobierno demandaba al Banco préstamos en divisas extranjeras para financiar los gastos de guerra. Estos préstamos no se hicieron solicitando créditos a los corresponsales extranjeros, sino mediante operaciones de compra masiva de letras en la plaza de Madrid sobre el extranjero, lo que hundía más el tipo de cambio (véase cuadro 3.5). Para proveer al Gobierno de los anticipos en divisas solicitados, el Banco adquirió para el Ministerio de Ultramar 25 millones de francos a un tipo de cambio muy depreciado (costando la compra de letras en Madrid sobre París 46.021.997,05 pesetas) (Real Orden de 15 de junio de 1898). El Banco dispuso que el Gobierno se hiciera cargo de pagar el coste de la adquisición de divisas al tipo de cambio depreciado, estableciendo que el Gobierno debería retornar al Banco en pesetas las cantidades que particularmente dispusiera en francos, valoradas a precio de mercado del día en que se adquirieron. De este modo, el Banco se cubrió de posibles pérdidas ante la expectativa de que el tipo de cambio no volviera a la paridad oficial[23].

Por Real Orden del Ministerio de Hacienda de 20 de julio de 1898, el Gobierno solicitó al Banco un anticipo de 30 millones de pesetas con garantía de deuda perpetua interior al 4 % a cargo de los 25 millones de francos y 1 millón de libras adquiridos por el Banco para financiar los gastos de guerra. A cambio del anticipo, el Banco exigió la ampliación de los límites de emisión, para lo que envió a los consejeros especiales de asuntos generales (señores López Dorriga, Reig y Rolland) a mantener conversaciones separadas con el ministro de Hacienda, tras las cuales acordaron una ampliación del límite de emisión hasta 2.500 millones de pesetas[24].

---

21 Actas del Consejo de Gobierno, sesión de 21 de abril de 1898. En la Memoria se explicaba que habían mantenido invariable el tipo de descuento en el 5 % y que se había logrado recuperar en parte la actividad que tanto había disminuido en operaciones mercantiles, y singularmente los descuentos. Memoria de la Junta General de Accionistas, 1898, p. 35.

22 Actas del Consejo de Gobierno, sesión de 27 de junio de 1898.

23 Actas del Consejo de Gobierno, sesiones de 27 de junio de 1898 y 1 de julio de 1898. En la sesión de 1 de julio de 1898 se aprobó la adquisición de 1 millón de libras para el Gobierno siguiendo el mismo sistema de valoración que se había establecido para la compra de francos. Este sistema de compra de divisas para el Gobierno permitía al Banco cargar el coste de la depreciación del tipo de cambio al Gobierno. Por el contrario, cuando el Banco tomaba divisas de los saldos de corresponsales, cargaba al Gobierno el pago en pesetas a la par intrínseca, por lo que era el Banco el que asumía la pérdida del cambio. Así se hizo con 5 millones de pesetas en oro tomados de los fondos que el Banco tenía en el extranjero para la Diputación Provincial de Madrid, que estaba en descubierto (sesión de 27 de junio de 1898).

24 Actas del Consejo de Gobierno, sesión de 18 de julio de 1898. El señor Torre, consejero de la comisión permanente interventora, apunta que el límite máximo de emisión no debería ser superior a 2.000 millones de pesetas, a no ser que el incremento del límite de la emisión coincida con un armisticio en las hostilidades entre España y Estados Unidos.

El Banco ya había elaborado un proyecto de incremento de la emisión de billetes con anterioridad, que proponía que se estableciera la absoluta libertad del Banco para emitir billetes sin limitación, el «sueño dorado» según declaraban, si bien el proyecto admitía que se fijase la reserva metálica. El proyecto preveía que la mitad de las reservas fuesen en oro, pero se debatió si la reserva debía estar constituida por oro y plata o exclusivamente por plata, porque se consideraba imposible aumentar la reserva de oro con el estado actual de los cambios, declarándose monometalista de plata[25]. El Gobierno autorizó en agosto la elevación del límite de emisión de 1.500 a 2.500 millones de pesetas, manteniéndose la mitad de la reserva en oro[26] (véase cuadro 3.2). El ministro de Hacienda explicó en las Cortes que la concesión del aumento de emisión era una medida de gobierno destinada a obtener recursos en situación de guerra[27]. Ni al Banco ni al Gobierno le interesaba aplicar una política monetaria restrictiva para estabilizar el tipo de cambio. Es en este momento cuando el Banco se desmarcó de la función propia de la banca central de garante de la estabilidad del cambio, priorizando la rentabilidad que producía el incremento de la emisión.

Los préstamos al Gobierno continuaron ampliándose a lo largo del año 1898[28]. El 20 de julio, el ministro de Hacienda propuso aumentar el crédito del Tesoro de 15 millones a 75 millones de pesetas para el período 1898-1899, además de los anticipos en divisas disponibles en las cuentas especiales abiertas para el Ministerio de Ultramar. En la sesión de 28 de noviembre de 1898, el Gobierno dispuso de un anticipo de 60 millones de pesetas, además de indicar que utilizaría el disponible de los 25 millones de francos y 1 millón de libras adquiridos por el Banco (Real Orden de 23 de noviembre de 1898).

El Banco preveía una dinámica creciente de incrementos de emisión a cambio de préstamos para el Gobierno. En la sesión de 24 de mayo de 1899, el Consejo de Gobierno expuso que se preveía la renovación o el pago de obligaciones del Tesoro, por lo que debían estar prevenidos ante la posibilidad de aumentar la circulación de billetes. Se argumentaba que la situación de fondos en poder de corresponsales extranjeros garantizaba la posibilidad de hacer frente al incremento de billetes, pero se debían reforzar esos fondos en previsión de una mayor alza en los cambios internacionales. Su argumento para explicar la depreciación del tipo de cambio era:

> «La disminución de nuestras cosechas, en primer término, el aumento que acusa la importación, en segundo, y en tercero y el más importante, la disposición que prohíbe el estampillado de los títulos del 4 % exterior, único camino rápido e importante que había para hacer fondos en el extranjero, causas son bien claras para determinar en breve plazo aquella subida si alguna disposición más reservada que aquellas que al exterior se refieren no viniese a determinar nuevos rumbos en tan importante asunto […]. Claro es que a las evidentes probabilidades, en plazo no lejano, de un alza de los cambios, ha de venir una mayor presión del mercado sobre la Comisión Ejecutiva y sobre la Administración, para que facilite giros sobre el extranjero, presión muchas veces difícil de resistir, cuando ninguna disposición legal lo prohíbe; y es, por lo tanto, deber del Consejo ocurrir a esta dificultad, dejando más expedita y airosa la negativa, escudada por aquella disposición[29].»

---

25 Actas del Consejo de Gobierno, sesión de 22 de abril de 1898.

26 Memoria de la Junta General de Accionistas, 1898, pp. 28 y 29. Veáse el cuadro 3.2. El Banco se aprovisionó de oro para cubrir la reserva que le permitía ampliar la emisión, con las consiguientes pérdidas por la compra de oro, que imputaron a la cuenta de pérdidas y ganancias.

27 Sardá (1948), pp. 213 y 214. La concesión se realizó porque el Banco rebasaba el máximo de emisión y el Tesoro necesitaba monetizar los gastos de guerra.

28 Actas del Consejo de Gobierno, sesiones de 20 de julio de 1898, 14 de noviembre de 1898 y 28 de noviembre de 1898.

29 Actas del Consejo de Gobierno, sesión de 24 de mayo de 1899.

Sin embargo, las previsiones del Consejo de Gobierno del Banco no se cumplieron. Tras la independencia de las últimas colonias españolas, a principios del siglo XX, el Gobierno español optó por poner fin a la indisciplina fiscal y prohibió tomar prestado del Banco sin autorización previa por ley[30]. Se estableció un programa de saneamiento financiero y reducción de la emisión para detener la depreciación de la peseta. El Gobierno reestructuró la deuda pública, consolidando la deuda del Tesoro en deuda amortizable, con plazo de 50 años, y se comprometió a reembolsar al Banco los bonos que este conservaba en su activo en un plazo de 10 años (1902-1911)[31]. La reforma fiscal y la reducción de la cartera pública del Banco de España vinieron acompañadas del ajuste del tipo de cambio (véase gráfico 3.1). Además, la Ley de 2 de agosto de 1899 redujo el límite máximo de emisión en 500 millones de pesetas (véase cuadro 3.2)[32]. El Banco no amortizó los billetes proporcionalmente a la reducción de la cartera pública, sino que aumentó las reservas porque a corto plazo no pudo reemplazar la cartera de deuda pública por descuentos y préstamos privados[33]. La reforma fiscal modernizó la imposición y contuvo el gasto público, de manera que el Presupuesto del Estado mostró excepcionalmente superávits consecutivos entre 1899 y 1908[34]. Cuando a partir de 1913 vuelven a aparecer los déficits presupuestarios, ya no se monetizará directamente el déficit, sino que se realizará indirectamente a través de un aumento de los créditos al sector priva do con garantía de efectos públicos: es la «monetización indirecta del déficit»[35].

### 3.5 «Sobreemisión» de billetes del Banco de España, 1874-1913

Hemos visto en el apartado anterior que, en una coyuntura de tensión sobre el tipo de cambio, el Banco de España se vio sometido a una disyuntiva entre objetivos contradictorios. Por un lado, estaba tentado a socorrer a la Hacienda a cambio de la ampliación del límite máximo de billetes, que garantizaba la expansión del negocio bancario gracias al incremento en la emisión, objetivo deseable como banco privado. Sin embargo, por otro lado, el Banco de España debía aplicar una política monetaria restrictiva para evitar la depreciación del tipo de cambio, objetivo principal de la banca central en este período, que entraba en contradicción con la expansión de la oferta monetaria provocada por la monetización de la deuda pública. Como hemos visto, sucumbió a la tentación de aumentar la emisión, argumentando que la estabilidad del sistema monetario no era una tarea del Banco, sino del Gobierno.

Autores contemporáneos apuntaron al exceso de expansión fiduciaria como causa de la crisis cambiaria de 1898, expansión que obedeció a dos causas: la mala gestión financiera del Gobierno, con recurrentes déficits fiscales monetizados por el Banco de España, y la mala política monetaria del Banco, que otorgó demasiados préstamos al Gobierno con la emisión de billetes[36]. Las memorias de la Junta General de Accionistas del Banco de Barcelona así lo recogen: «Una incomprensible guerra extranjera ha venido a completar el cuadro de las grandes desdichas de España, y el comercio, como consecuencia, ha visto con dolor en este semestre perdida la confianza y el crédito público, con

30 Sardá (1948), pp. 215 y 216.

31 Comín (1996), p. 165.

32 Además, el Gobierno entregó al Banco una remesa de 20 millones de dólares recibidos de Estados Unidos en virtud del tratado de paz ya ratificado, para amortizar pagarés del Ministerio de Ultramar depositados en la cartera del Banco y valorados al tipo de cambio de mercado (5,95 PTA/$), por lo que el Banco entregó al Gobierno en pagarés 119 millones de pesetas por la cesión de los 20 millones de dólares-oro, que el Banco colocó en distintas divisas en las cuentas de corresponsales en el extranjero. Actas del Consejo de Gobierno, sesión extraordinaria de 27 de abril de 1899.

33 Conant (1915), p. 318.

34 Comín (1996), pp. 82 y 83.

35 Martín-Aceña (1985), p. 274.

36 Mitjavile (1904), p. 135. Véanse también Sanz y Escartín (1905), Barthe (1905) y Sauvaire-Jourdan (1905).

la gran derrota en el precio de todos los valores, que ha sembrado el espanto en las familias y producido honda perturbación en las transacciones, a lo cual ha contribuido, sin duda en gran parte, el terrible conflicto del alza de los cambios extranjeros, que empezó y creció sensiblemente desde que se puso en vigor la ley de 14 de julio de 1891 que prorrogó el privilegio del Banco de España; quebrantándose el equilibrio fundamental de la emisión de billetes que no podía exceder del quíntuplo de su capital, siendo así que hoy casi llega al décuplo»[37].

A finales del siglo XIX España tenía un sistema monetario «de curso forzoso de la plata depreciada», bimetálico *de iure*, pero cuyos billetes eran convertibles solo en plata *de facto*[38]; sistema monetario, por tanto, de muy frágil credibilidad, en el que la depreciación dependía de la superabundancia del papel moneda, según los contemporáneos[39]. El detonante de la crisis cambiaria en este sistema monetario de frágil credibilidad fue un pánico que originó el anuncio de la guerra con Estados Unidos, según nos explican las actas del Consejo de Gobierno del Banco de España[40]. Sociedades y particulares acudían a las sucursales del Banco a cambiar billetes por metálico. El Consejo de Gobierno explicaba que, pese a que estaban haciendo continuas remesas de moneda de plata a las sucursales, la reserva podía llegar a ser insuficiente para garantizar la convertibilidad, y se planteó qué política debía adoptar. Según M. Edmon Théry, director de *L'Économiste Européen*, las medidas que el Banco debía adoptar eran: 1) emplear la reserva legal de oro para regularizar las fluctuaciones de la prima sobre el oro, y 2) elevar el tipo de interés y mantenerlo hasta que el cambio hubiese bajado un 15 %[41].

Sin embargo, el Banco de España no adoptó ninguna de las dos medidas. El vivo debate que se generó en el seno del Consejo de Gobierno al inicio de la guerra con Estados Unidos ilustra sobre las razones de las políticas adoptadas por el Banco de España en relación con la crisis cambiaria. En cuanto a la política de reservas, los miembros del Consejo de Gobierno debatieron si, para contener la alarma, debían atender todas las demandas de cambio a riesgo de que se agotasen las existencias metálicas, o si era preferible limitar el cambio de billetes antes de llegar al curso forzoso. Varios miembros del Consejo de Gobierno estuvieron a favor de limitar el cambio de billetes para defender las existencias de plata, pero el gobernador consideró que no era posible limitar el cambio de billetes en ese momento, ya que aumentaría la alarma en vez de calmarla. Acordaron informar al Gobierno de la necesidad de acuñar plata, porque «siendo la crisis monetaria y el Gobierno el encargado de cuidar de ella, a él le toca resolver sobre este asunto». No se planteó en ningún momento la posibilidad de canjear billetes por oro. Sí se debatió la posibilidad de comprar plata en el extranjero para acuñar, con cargo al oro de las reservas. Algunos miembros estuvieron a favor de ofrecer al Gobierno el oro de la reserva para comprar plata para acuñar, pero otros miembros se negaron a disponer del oro de la reserva, y propusieron «la idea de que el Gobierno acudiese al patriotismo de los banqueros y capitalistas españoles, a fin de que garantizasen un préstamo en el extranjero, que a su vez les garantizaría el Banco, para traer plata en barras, en cantidades de importancia, que se acuñaría inmediatamente y sin restricción». Finalmente, el Banco no empleó su reserva de oro para defender el cambio, pero sí vendió al Gobierno barras de plata para

37 Memorias de la Junta General de Accionistas, Banco de Barcelona, Memoria de 7 de agosto de 1898, p. 9.

38 Fernández Villaverde (1903), texto reproducido en Sabaté Sort y Serrano Sanz (2006), pp. 301 y 302. «Sistema monetario de plata depreciada», porque su valor legal era muy superior al valor de mercado. Serrano (2004) denomina al sistema monetario «sistema fiduciario», porque el Gobierno no impuso al Banco de España la obligatoriedad de convertir los billetes en oro; mientras que Ródenas y Bru (2006) consideran que el sistema continuó siendo un «sistema monetario bimetálico», en el que el Banco disfrutaba de autonomía para canjear los billetes por oro o por plata.

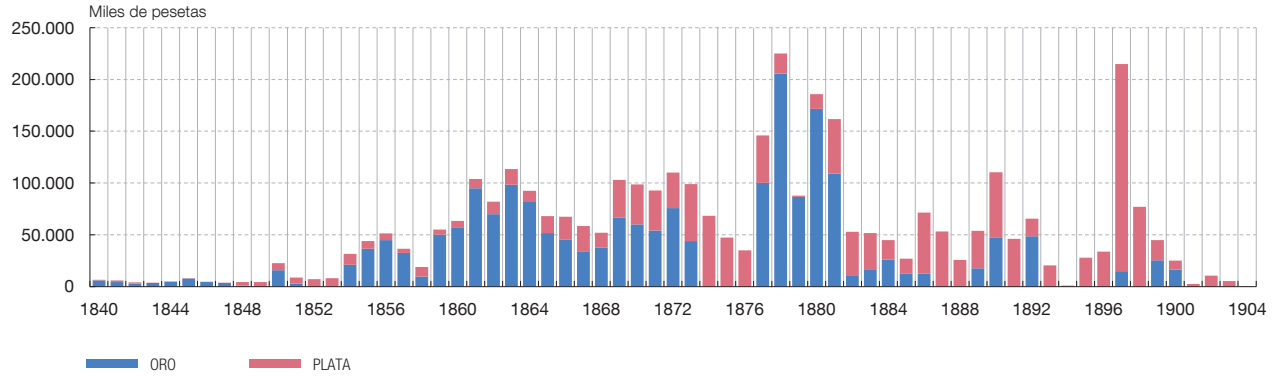
39 Mitjavile (1904), p. 104.

40 Actas del Consejo de Gobierno, sesión extraordinaria de 21 de abril de 1898. Memorias de la Junta General de Accionistas, 1898, p. 27.

41 Fernández Villaverde (1901), reproducido en Sabaté Sort y Serrano Sanz (2006), pp. 272 y 274.

ACUÑACIONES DE ORO Y DE PLATA, 1840-1904

GRÁFICO 3.6




FUENTE: Sardá (1948), pp. 329-335. No incluye reacuñaciones de la moneda antigua recibidas en la casa de la moneda desde la reforma monetaria de creación de la peseta en 1868.

acuñar al precio del mercado de Londres[42]. El Gobierno tampoco consideró oportuno utilizar el oro para ajustar el tipo de cambio, porque «mientras no se alcance un descenso tal en la prima del oro que la aproxime a la par, no cabrá estimar oportunas ni eficaces las entregas de aquel metal para regularizarla»[43]. El Gobierno prohibió la exportación de plata en barras o amonedada entre el 1 de junio y el 22 de noviembre de 1898[44], y acuñó masivamente plata, con el consiguiente beneficio de su puesta en circulación a un valor legal muy superior a su valor de mercado (véase gráfico 3.6).

¿Podemos considerar la política del Banco de España de incremento de la emisión de billetes como «sobreemisión»? Para responder a esta pregunta vamos a ver la evolución a largo plazo de la base monetaria, la oferta monetaria y sus componentes (veánse gráficos 3.7, 3.8 y 3.9). Podemos observar, según muestran los gráficos 3.7 y 3.8, un salto muy brusco en la base monetaria y la oferta monetaria entre 1897 y 1898, que *a priori* podría considerarse un claro indicador de sobreemisión.

El gráfico 3.9 nos muestra el desglose de las partidas que componen la base monetaria y la oferta monetaria. La base monetaria se define como el efectivo en manos del público más las reservas de los bancos en el banco central. La oferta monetaria se define como el efectivo en manos del público más los depósitos del sistema bancario. Adolecen nuestras estadísticas históricas de varios problemas en el cálculo. La serie de base monetaria, estimada por Anes (1974c), se calcula como el efectivo en manos del público más los depósitos en el Banco de España [Anes (1974c), II, p. 204]. No recoge, por tanto, las reservas de la banca comercial que no se encontraban depositadas en el Banco de España, sino en las arcas de cada banco. Y recoge una partida de depósitos que comprende tanto las reservas de los bancos en el Banco de España como los depósitos de particulares, porque los balances del Banco de España no hacen distinción entre depósitos de bancos y de particulares. Asimismo, la serie de oferta monetaria, calculada por Tortella (1974), recoge el efectivo en manos del público más los depósitos de la banca. Aquí, al igual que en la serie anterior, el autor toma los depósitos del Banco de España sin hacer distinción entre las reservas de la banca y los depósitos de particulares [Tortella (1974), I, p. 490].

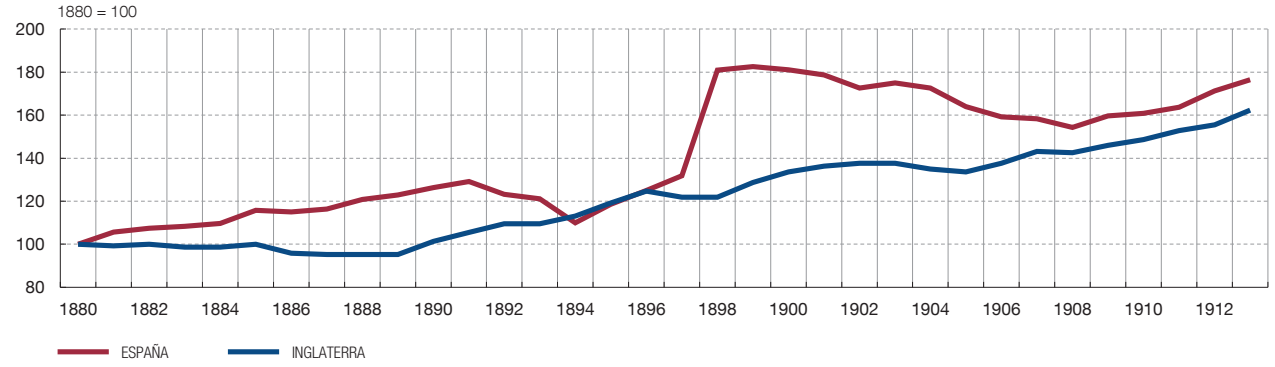
42 Actas el Consejo de Gobierno, sesiones de 22 de abril de 1898 y 23 de mayo de 1898: se acordó la entrega de barras de plata del Banco al Gobierno, para acuñar en la Fábrica Nacional de Moneda, al precio de mercado de Londres del día en que se ingresasen las barras en la Fábrica, al cambio a la vista sobre la misma plaza, con el aumento del 1 % por razón de gastos de toda clase. Memoria de la Junta General de Accionistas, 1898, p. 27: se acuñaron 1.082.300 kg finos de plata para poner en circulación, correspondientes a barras que el Banco tenía en caja y adquisición por cuenta del Tesoro de nuevas pastas de este metal. Según el acta de la sesión de 23 de mayo, la venta de plata al Gobierno reportó beneficios al Banco.

43 Villaverde (1901), reproducido en Sabaté Sort y Serrano Sanz (2006), p. 274.

44 Mitjavile (1904), p. 60

BASE MONETARIA: INGLATERRA Y ESPAÑA

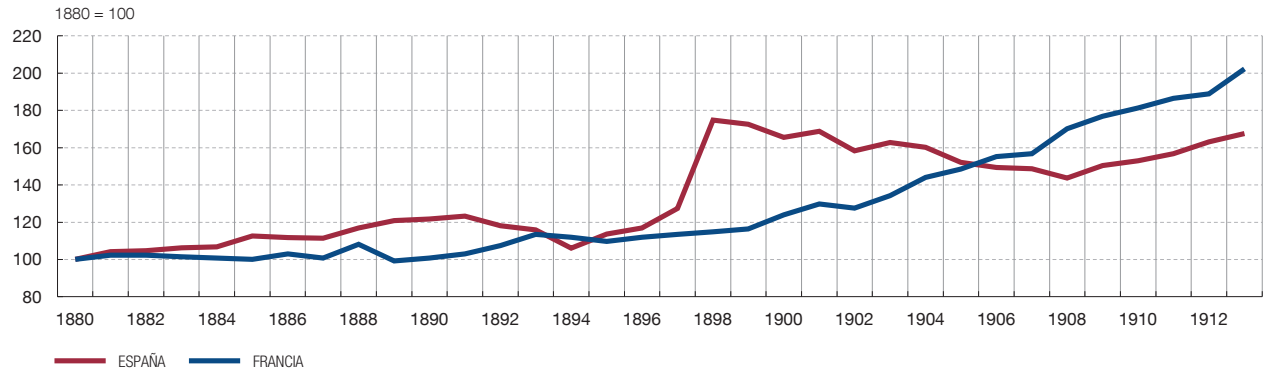
GRÁFICO 3.7




FUENTE: Véanse los apéndices.

OFERTA MONETARIA: FRANCIA Y ESPAÑA (M1)

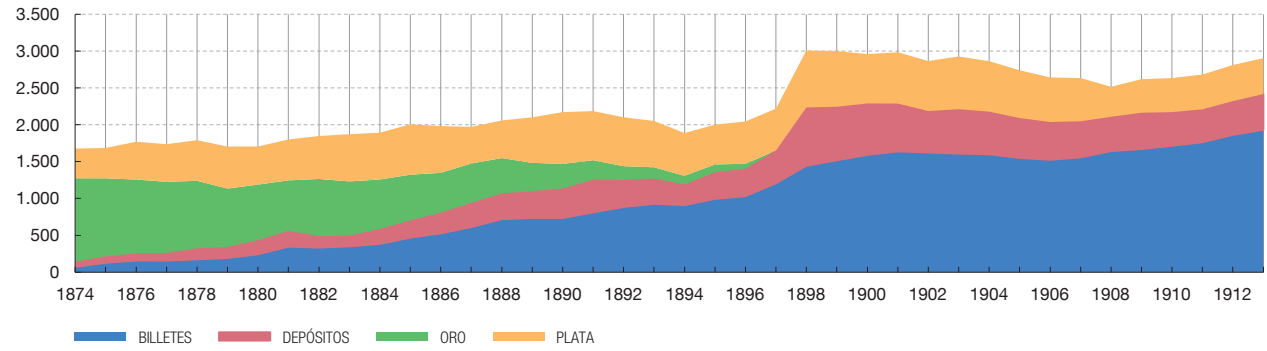
GRÁFICO 3.8




FUENTE: Véanse los apéndices.

DESCOMPOSICIÓN DE LAS PARTIDAS QUE COMPONEN LA BASE MONETARIA (MILLONES DE PESETAS)

GRÁFICO 3.9

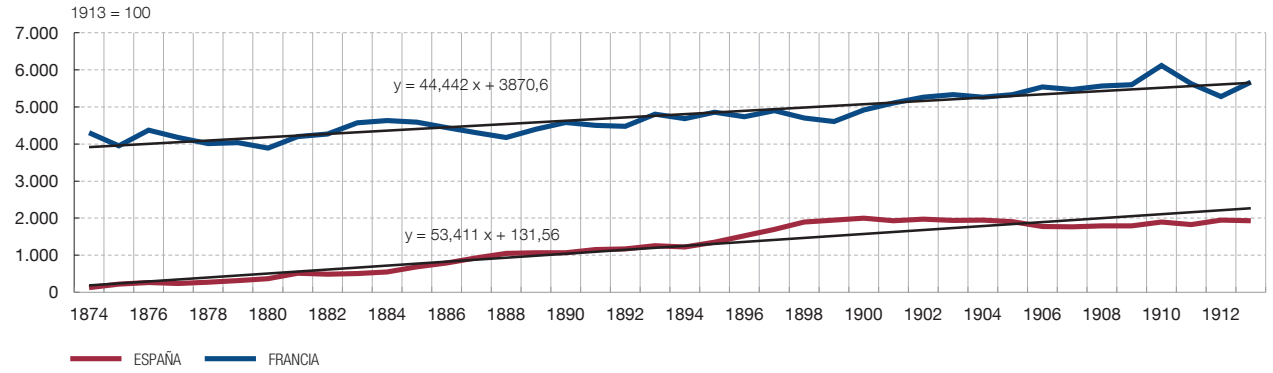



FUENTES: Tortella (1974), I, p. 472, y Anes (1974c), II, pp. 206 y 207.

Tenemos, por tanto, dos series muy similares de oferta y base, compuestas por la estimación del efectivo en manos del público más los depósitos tanto de la banca como de particulares en el Banco de España (más los depósitos del resto de los bancos para el caso de la oferta monetaria).

Las partidas de efectivo en manos del público (desglosado en oro, plata y billetes), más los depósitos en el Banco de España, se muestran en el gráfico 3.9. El oro fue desapareciendo del mercado monetario español y fue reemplazado paulatinamente por los billetes emitidos por el Banco de España, que aumentaron al ritmo con que salía el oro de la circulación, manteniendo constante la cantidad total de dinero en circulación hasta

RATIO BILLETES/PIB REAL: FRANCIA Y ESPAÑA, 1874-1913 GRÁFICO 3.10




FUENTES: Para España: billetes en Martín-Aceña y Pons (2005) y PIB real en Prados de la Escosura (2003). Para Francia: billetes en *Annuaire Statistique* (1946) y PIB e índice de precios del PIB en Toutain (1997), cuadro 17b, pp. 54-57.

finales de siglo, cuando, desaparecido ya todo el oro en circulación, la base monetaria se incrementó fuertemente. Puede observarse que el efecto del aumento de la base monetaria (y de la oferta monetaria) se debe a tres componentes: incremento de billetes, incremento de plata e incremento de depósitos. La tasa de variación de los billetes en 1898 respecto al año anterior fue del 19,7 %. La plata creció un 36,10 %, debido al alza de las acuñaciones hechas por el Gobierno durante ese año (véase gráfico 3.6). Los depósitos aumentaron en 1898 un 78,33 % en relación con el año 1898. No podemos, por tanto, culpar al Banco de haber realizado una política de sobreemisión, ya que la ampliación en la oferta monetaria y base monetaria se debió al crecimiento de las acuñaciones de plata y, sobre todo, al fortísimo aumento de los depósitos en el Banco de España, si bien no sabemos si se trata de depósitos de particulares, de la banca o de ambos.

Por último, con el fin de tener una visión de largo plazo de la emisión de billetes en todo el período de patrón oro, comparamos la evolución de la ratio de billetes y PIB en términos constantes para España y Francia. Los resultados pueden verse en el gráfico 3.10. Mirando los niveles, se observa que la economía francesa es una economía mucho más «fiduciarizada» que la española, en el sentido de que la proporción de billetes sobre el PIB real es superior al doble que en el caso español. Observando las tendencias, se aprecia que la pendiente de crecimiento es muy similar en los dos países, no pudiendo, por tanto, concluir que en España hubo «sobreemisión», al menos no en términos comparativos con el caso francés.

## 3.6 Conclusiones

El análisis de la actuación de las autoridades monetarias españolas en los tres episodios de crisis cambiarias registrados durante la etapa del patrón oro ha permitido alcanzar varias conclusiones relevantes. En primer lugar, hay que señalar que, durante este período, la política monetaria española atravesó dos fases claramente diferenciadas. En una primera fase, la actuación de las autoridades monetarias siguió de cerca el patrón oro o, dicho en la terminología habitual en la literatura, *shadowed the gold standard*. Aunque esta conclusión ya está presente en parte de la literatura [Sardá (1948); Tortella (1974); Martín-Aceña (1993 y 2000); Serrano Sanz (2004), Martín-Aceña, Martínez-Ruiz y Nogues-Marco (2011)], la novedad reside en la demostración de que el mantenimiento de la estabilidad de la paridad fue el objetivo prioritario que orientó la toma de decisiones en los momentos críticos de fuerte presión en los mercados de cambio, 1882 y 1892. Como se ha explicado en la páginas anteriores, en los dos casos el Banco de España intervino para influir en el tipo de cambio de mercado que amenazaba la estabilidad económica general y lo hizo utilizando instrumentos clásicos, como el tipo de interés o lo que se ha dado en llamar *gold devices*

o *gold policy*, como la toma de préstamos en oro [Bordo, Humpage y Schwartz (2006)]. En cualquier caso, el objetivo de la estabilidad del cambio prevaleció.

Es reseñable asimismo que, a pesar de la constante presión que suponía la monetización del déficit público, los sucesivos aumentos en la emisión de billetes no supusieron una *sobreemisión* en términos reales, al menos si los comparamos con el caso de Francia. De acuerdo con los datos con que contamos, los billetes solo sirvieron para sustituir al oro que salió de la circulación, de manera que la oferta monetaria se mantuvo prácticamente constante hasta el decenio de 1890, lo que, sin embargo, no implicó someter a la economía a los efectos depresores de una contracción monetaria, pues la oferta monetaria respondió sin problemas a las necesidades de financiación del proceso de crecimiento que la economía española experimentó durante el último cuarto del siglo XIX [Tortella (1970)]. Puede, por tanto, afirmarse que el mantenimiento de un tipo de cambio estable no fue incompatible con una política monetaria suficientemente acomodaticia. En este sentido, el caso de España encaja bien en el cuadro mostrado por la literatura para los países insertos en el sistema del patrón oro, de acuerdo con el cual a corto plazo la discrecionalidad de las autoridades monetarias era mayor de lo que la teoría parece predecir [Bordo y Flandreau (2003)]. Por otro lado, la financiación del déficit público no supuso en estos años una rémora insalvable para el banco emisor, que fue capaz de dar respuesta a las demandas del sector público, sin renunciar a actuaciones encaminadas a defender el valor de la peseta.

El estallido de las guerras coloniales cambió este panorama. La financiación del esfuerzo militar aumentó el gasto público y las demandas de financiación al banco emisor se intensificaron. Ante estas nuevas circunstancias, la actitud del Banco de España cambió y ya no se mostró dispuesto a colaborar con el Tesoro para intentar encontrar instrumentos válidos para defender la peseta, al tiempo que se atendía convenientemente al incremento de los gastos. Muy al contrario, la actuación del Banco en los mercados contribuyó a hundir el tipo de cambio, al aumentar la oferta de pesetas en los momentos de mayor presión. ¿Cuáles fueron las razones que impulsaron este cambio de posición? Aunque el análisis aquí presentado no nos permite dar respuesta a esta cuestión, sí se apuntan varias posibilidades. Por un lado, según parece desprenderse de la literatura más habitual, puede que la presión contra la peseta superase con mucho la capacidad del banco emisor, y de la propia economía española. Por otro lado, sin embargo, resulta sorprendente la actitud de completo abandono del banco central, que no solo no hizo ningún intento de frenar el derrumbamiento de la valuta, sino que con su actuación aceleró el proceso. El hecho de que los dos grandes objetivos de la institución —la renovación del privilegio de emisión y la ampliación del límite— se hubiesen conseguido poco antes o se consiguiesen en el curso de la guerra pudiera estar relacionado, por tanto, con la inhibición del Banco, que, a partir de ese momento, habría dejado de mostrarse dispuesto a poner en peligro sus propios beneficios para defender la estabilidad del cambio. No sabemos dónde habría llegado esta nueva estrategia de política monetaria por parte del Banco, porque la reforma de la Hacienda pública de 1901 supuso un cambio radical en el marco de la política económica española. A partir de ese momento, los esfuerzos del banco emisor no se dirigieron a aprovechar las debilidades de la Hacienda para obtener posiciones ventajosas, sino, por el contrario, a impedir la desaparición de la cartera de deuda pública de sus activos, prevista en la Ley. La desahogada situación de la Hacienda pública supuso un reto para el Banco de España, obligado a abrir nuevas vías de negocio en el sector privado.

## 4 Las crisis cambiarias en España en el contexto internacional del sistema monetario de patrón cambios-oro (1919-1936)

### 4.1 Introducción: el sistema monetario de patrón cambios-oro

La Primera Guerra Mundial provocó una extraordinaria inestabilidad en el Sistema Monetario Internacional que Europa no había vivido desde las guerras napoleónicas. Los países europeos suspendieron la convertibilidad, introdujeron controles de cambios y experimentaron elevadas inflaciones a consecuencia de la monetización de la deuda para financiar la guerra. En los primeros años de la década de 1920 los tipos de cambio fluctuaron en los mercados internacionales y divergieron entre países en función de los saldos de las balanzas comerciales y flujos de capital, según la aplicación de diferentes políticas monetarias y políticas fiscales y debido al distinto grado de credibilidad de acuerdo con el nivel de estabilidad política de cada país [Straumann (2010)].

En la segunda mitad de la década de 1920, los países lograron estabilizar sus monedas mediante intervenciones de la banca central en los mercados de divisas [Officer (2008)]. Hubo un consenso generalizado en la época de que la estabilidad económica solo podría lograrse restaurando el sistema monetario de preguerra, basado en tipos de cambio anclados al oro [Eichengreen (1996), Straumann (2010)]. El cuadro 4.1 muestra las fechas y los niveles en los que las divisas se anclaron nuevamente al oro. Algunos países (como Estados Unidos, Reino Unido, Dinamarca, Noruega, Países Bajos, Suecia, Suiza, Australia, Canadá, Japón o Argentina) estabilizaron sus tipos de cambio a la paridad de preguerra. Sin embargo, otros países (como Francia, Bélgica, Italia, Portugal, Finlandia, Bulgaria, Rumanía, Grecia o Chile) estabilizaron a una paridad que devaluaba la moneda nacional en términos de oro. Alemania, Austria y Hungría estabilizaron las nuevas divisas creadas después de la hiperinflación. Los países que se crearon después de la guerra o que pasaron a ser países independientes (como Checoslovaquia, Polonia, Dánzig, Estonia, Letonia y Lituania) se adhirieron al sistema monetario de patrón oro en el período de entreguerras. Algunos países latinoamericanos que habían sido patrón plata o fiduciario en el período del patrón oro se sumaron al sistema monetario oro en entreguerras. Por el contrario, países como Rusia, que había pertenecido al patrón oro antes de la Primera Guerra Mundial, no se unió al sistema monetario oro en entreguerras. Finalmente, países como España, China o Irán no se adhirieron al sistema monetario de patrón oro ni antes de la Primera Guerra Mundial ni en entreguerras. España fue el único país importante de Europa occidental que nunca estuvo adherido al oro.

El sistema de patrón cambios-oro se denomina así, a diferencia del sistema de patrón oro clásico que imperó antes de la Primera Guerra Mundial, porque el sistema oro instaurado en entreguerras permitía a los bancos centrales guardar en caja como garantía de los billetes en circulación no solo el oro, sino también las divisas extranjeras convertibles en oro. La vuelta al denominado «patrón cambios-oro» se definió en la Conferencia de Génova de 1922, permitiendo institucionalizar la práctica de complementar las reservas de oro con divisas extranjeras para poder volver al patrón oro sin tener que reducir la oferta monetaria, lo que hubiese provocado la ralentización del crecimiento económico [Eichengreen (1996), Eichengreen y Flandreau (2009)]. El cuadro 4.2 muestra el porcentaje de reservas en divisas de los bancos centrales. Las reservas en divisas representaron en los años 1924-1925 más del 25 % del total de las reservas de los bancos centrales, incrementándose paulatinamente hasta superar el 40 % en los años 1927-1928. Esta tendencia alcista cambió de signo a partir de 1929, momento en el que las reservas en divisas comenzaron a descender, hasta colocarse en 1931 a unos niveles algo menores al 20 %. El sistema de tenencia de reservas en divisas colapsó en 1931, cuando la libra esterlina suspendió la convertibilidad en oro: entre 1931 y 1932 el volumen de reser-

FECHAS Y NIVELES DE ESTABILIZACIÓN DE LAS DIVISAS EN LA DÉCADA DE 1920

CUADRO 4.1

| País | Fecha de la estabilización (a) | Porcentaje del valor de preguerra |
|---|---|---|
| Austria | 1922 | Nueva divisa |
| Bélgica | 1926 | 14,3 |
| Bulgaria | 1924 (1928) | 3,7 |
| Checoslovaquia | 1923 | 14,3 |
| Dinamarca | 1926 | Paridad de preguerra |
| Estonia | 1924 (1927) | 1,1 |
| Francia | 1926 (1928) | 20,0 |
| Finlandia | 1926 | 12,5 |
| Alemania | 1923 (1924) | Nueva divisa |
| Grecia | 1928 | 6,7 |
| Hungría | 1924 | Nueva divisa |
| Italia | 1927 | 25,0 |
| Japón | 1930 | Paridad de preguerra |
| Letonia | 1921 | 0,8 |
| Países Bajos | 1924 | Paridad de preguerra |
| Noruega | 1928 | Paridad de preguerra |
| Polonia | 1926 (1927) | Nueva divisa |
| Portugal | 1929 (1931) | 4,6 |
| Rumanía | 1927 (1929) | 3,0 |
| Suecia | 1922 | Paridad de preguerra |
| Suiza | 1924 | Paridad de preguerra |
| Reino Unido | 1925 | Paridad de preguerra |
| Yugoslavia | 1925 (1931) | 9,1 |

FUENTE: Liga de Naciones (1946), citado en Aldcroft y Oliver (1998), p. 5.

a Entre paréntesis, la fecha de estabilización *de iure* en los casos en que difiere de la fecha de estabilización *de facto.*

vas en divisas se redujo más de la mitad, y el descenso del volumen de reservas en divisas continuó hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial [Eichengreen y Flandreau (2009), p. 383].

El volumen de reservas en moneda extranjera varió entre países. Países como Austria, Checoslovaquia, Finlandia, Grecia, Letonia, Lituania, Portugal y Yugoslavia mantuvieron en promedio un volumen de reservas en divisas superior al 50 % del total de la reserva del banco central. Otros países (como Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Estonia, Francia, Hungría, Italia, Países Bajos, Noruega, Polonia, Suecia y Suiza) tuvieron unas reservas promedio que oscilaban entre el 25 % y el 50 % del total. España fue el país que mantuvo el menor porcentaje de reservas en divisas, siendo tan solo del 4 % en promedio en el período 1924-1932. Además, la evolución de la tenencia de monedas extranjeras no coincide con la pauta internacional, ya que España incrementó su *stock* de reservas en divisas después de 1931 (véase cuadro 4.3). La libra esterlina perdió peso relativo en el total de reservas en divisas a partir de 1931 porque España incrementó sustancialmente las reservas en dólares, pasando el total de reservas en divisas a triplicarse entre el período 1928-1930 y 1931-1935. Si bien en el caso español el dólar ganó a la libra como moneda de reserva, lo hizo siguiendo unos plazos diferentes al estándar internacional. El dólar había ganado a la libra esterlina el liderazgo como divisa reserva a mediados de los años veinte, aunque la libra volvió a recuperar su hegemonía como reserva internacional en la década de los treinta [Eichengreen y Flandreau (2009)].

## RESERVAS EN DIVISAS Y EN ORO DE LOS BANCOS CENTRALES

CUADRO 4.2

Millones de dólares

| | | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Austria | Divisas | 67 | 79 | 96 | 105 | 102 | 93 | 113 | 20 | 8 |
| | Oro | 2 | 2 | 7 | 12 | 24 | 24 | 30 | 27 | 21 |
| | Divisas (% total) | 97 | 98 | 93 | 90 | 81 | 79 | 79 | 43 | 28 |
| Bélgica | Divisas | 6 | 6 | 62 | 73 | 79 | 85 | 125 | — | — |
| | Oro | 52 | 53 | 86 | 100 | 126 | 163 | 191 | 354 | 361 |
| | Divisas (% total) | 10 | 10 | 42 | 42 | 39 | 34 | 41 | — | — |
| Bulgaria | Divisas | 7 | 4 | 5 | 8 | 20 | 8 | 6 | 2 | 1 |
| | Oro | 8 | 8 | 8 | 9 | 10 | 10 | 11 | 11 | 11 |
| | Divisas (% total) | 47 | 33 | 38 | 47 | 67 | 44 | 35 | 15 | 8 |
| Checoslovaquia | Divisas | 20 | 36 | 62 | 72 | 74 | 68 | 72 | 31 | 30 |
| | Oro | 27 | 27 | 27 | 30 | 34 | 37 | 46 | 49 | 51 |
| | Divisas (% total) | 43 | 57 | 70 | 71 | 69 | 65 | 61 | 39 | 37 |
| Dinamarca | Divisas | 13 | 24 | 7 | 26 | 31 | 24 | 27 | 4 | -1 |
| | Oro | 56 | 56 | 56 | 49 | 46 | 46 | 46 | 39 | 36 |
| | Divisas (% total) | 19 | 30 | 11 | 35 | 40 | 34 | 37 | 9 | — |
| Estonia | Divisas | 1 | 1 | 1 | 3 | 7 | 6 | 4 | 4 | 1 |
| | Oro | 3 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 4 |
| | Divisas (% total) | 25 | 25 | 25 | 50 | 78 | 75 | 67 | 67 | 20 |
| Finlandia | Divisas | 14 | 31 | 27 | 32 | 19 | 17 | 24 | 16 | 19 |
| | Oro | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| | Divisas (% total) | 64 | 79 | 77 | 80 | 70 | 68 | 75 | 67 | 70 |
| Francia | Divisas | 14 | 13 | 116 | 850 | 1.287 | 1.021 | 1.027 | 842 | 176 |
| | Oro | 710 | 711 | 711 | 954 | 1.254 | 1.633 | 2.099 | 2.699 | 3.257 |
| | Divisas (% total) | 2 | 2 | 14 | 47 | 51 | 38 | 33 | 24 | 5 |
| Alemania | Divisas | 310 | 243 | 230 | 113 | 126 | 194 | 182 | -29 | -29 |
| | Oro | 181 | 288 | 436 | 444 | 650 | 544 | 528 | 234 | 192 |
| | Divisas (% total) | 63 | 46 | 35 | 20 | 16 | 26 | 26 | — | — |
| Grecia | Divisas | 36 | 30 | 32 | 34 | 48 | 32 | 32 | 14 | 13 |
| | Oro | 12 | 13 | 14 | 14 | 7 | 8 | 7 | 11 | 88 |
| | Divisas (% total) | 75 | 70 | 70 | 71 | 87 | 80 | 82 | 56 | 62 |
| Hungría | Divisas | 35 | 61 | 43 | 36 | 17 | 14 | 12 | 4 | 3 |
| | Oro | 7 | 10 | 30 | 34 | 35 | 29 | 29 | 18 | 17 |
| | Divisas (% total) | 83 | 86 | 59 | 51 | 33 | 33 | 29 | 18 | 15 |
| Italia | Divisas | 21 | 64 | 156 | 398 | 317 | 271 | 228 | 114 | 69 |
| | Oro | 221 | 221 | 223 | 239 | 266 | 273 | 279 | 296 | 307 |
| | Divisas (% total) | 9 | 22 | 41 | 62 | 54 | 50 | 45 | 28 | 18 |
| Letonia | Divisas | 9 | 6 | 6 | 10 | 15 | 11 | 8 | 3 | 2 |
| | Oro | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| | Divisas (% total) | 64 | 55 | 55 | 67 | 75 | 69 | 62 | 33 | 22 |
| Lituania | Divisas | 6 | 3 | 4 | 5 | 5 | 8 | 9 | 3 | 2 |
| | Oro | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 5 | 5 |
| | Divisas (% total) | 67 | 50 | 57 | 63 | 63 | 73 | 69 | 38 | 29 |
| Países Bajos | Divisas | 45 | 99 | 75 | 67 | 88 | 88 | 99 | 35 | 29 |
| | Oro | 203 | 178 | 166 | 161 | 175 | 180 | 171 | 357 | 415 |
| | Divisas (% total) | 18 | 36 | 31 | 29 | 33 | 33 | 37 | 9 | 7 |

RESERVAS EN DIVISAS Y EN ORO DE LOS BANCOS CENTRALES (cont.) CUADRO 4.2

Millones de dólares

| | | 1924 | 1925 | 1926 | 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Noruega | Divisas | 14 | 19 | 24 | 16 | 11 | 18 | 19 | 6 | 8 |
| | Oro | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 | 42 | 39 |
| | Divisas (% total) | 26 | 33 | 38 | 29 | 22 | 32 | 33 | 13 | 17 |
| Polonia | Divisas | 49 | 1 | 24 | 100 | 80 | 59 | 46 | 24 | 15 |
| | Oro | 20 | 26 | 27 | 58 | 70 | 79 | 63 | 67 | 56 |
| | Divisas (% total) | 71 | 4 | 47 | 63 | 53 | 43 | 42 | 26 | 21 |
| Portugal | Divisas | 18 | 18 | 10 | 8 | 16 | 17 | 9 | 21 | 20 |
| | Oro | 11 | 11 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 13 | 24 |
| | Divisas (% total) | 62 | 62 | 53 | 47 | 64 | 65 | 50 | 62 | 45 |
| España | Divisas | 7 | 6 | 7 | 7 | 18 | 19 | 16 | 54 | 55 |
| | Oro | 489 | 490 | 493 | 502 | 494 | 495 | 471 | 434 | 436 |
| | Divisas (% total) | 1 | 1 | 1 | 1 | 4 | 4 | 3 | 11 | 11 |
| Suecia | Divisas | 36 | 54 | 56 | 70 | 58 | 71 | 105 | 13 | 57 |
| | Oro | 64 | 62 | 60 | 62 | 63 | 66 | 65 | 55 | 55 |
| | Divisas (% total) | 36 | 47 | 48 | 53 | 48 | 52 | 62 | 19 | 51 |
| Suiza | Divisas | 37 | 43 | 43 | 38 | 49 | 68 | 85 | 20 | 17 |
| | Oro | 98 | 90 | 91 | 100 | 103 | 115 | 138 | 453 | 477 |
| | Divisas (% total) | 27 | 32 | 32 | 28 | 32 | 37 | 38 | 4 | 3 |
| Yugoslavia | Divisas | 74 | 71 | 65 | 67 | 45 | 52 | 23 | 8 | 4 |
| | Oro | 14 | 15 | 17 | 17 | 18 | 18 | 19 | 31 | 31 |
| | Divisas (% total) | 84 | 83 | 79 | 80 | 71 | 74 | 55 | 21 | 11 |
| **TOTAL (22 países)** | **Divisas** | **839** | **912** | **1.151** | **2.138** | **2.512** | **2.244** | **2.271** | **1.209** | **499** |
| | **Oro** | **2.233** | **2.319** | **2.519** | **2.852** | **3.441** | **3.786** | **4.260** | **5.211** | **5.898** |
| | **Divisas (% total)** | **27** | **28** | **31** | **43** | **42** | **37** | **35** | **19** | **8** |

FUENTE: Nurkse (1944), apéndice II, pp. 234 y 235.

El sistema de patrón cambios-oro llegó a su fin tras la Gran Depresión. El *crack* bursátil de octubre de 1929 fue seguido de una política monetaria pasiva por parte de la Reserva Federal, que no previno la depresión norteamericana y su difusión al resto del mundo [Friedman y Schwartz (1963)]. La falta de confianza en el compromiso de las autoridades para defender la convertibilidad provocó la especulación que desestabilizó el sistema. En mayo de 1931 se produjo un pánico bancario en el Creditanstalt, el mayor banco austríaco, provocando su quiebra y difundiendo el pánico en Europa central. Austria, Hungría y Alemania reaccionaron ante la presión sobre sus divisas imponiendo controles de cambios que originaron una fuerte crisis de liquidez en el sistema bancario inglés. Se destruyó la confianza de la libra esterlina, de modo que el pánico sobre la divisa de mediados de julio de 1931 hizo perder grandes cantidades de reservas al Banco de Inglaterra, que decidió abandonar el patrón cambios-oro en septiembre de 1931 [Officer (2008), Accominotti (2012)].

La Gran Depresión obligó a los países a salir del sistema monetario de patrón cambios-oro, según muestra el cuadro 4.4. Entre 1929 y 1936, 59 países abandonaron la paridad oro. Algunos países de la periferia abandonaron el oro antes que Gran Bretaña (como Argentina, Brasil, Paraguay, Venezuela, Uruguay, México, Australia y Nueva Zelanda); pero fue el desanclaje de la libra esterlina el hecho que marcó el final del sistema monetario de patrón cambios-oro. Muchos países siguieron a Gran Bretaña, abandonando el patrón oro y depreciando sus monedas, como las colonias británicas, Egipto, Noruega, Suecia, Dinamarca, Finlandia, Portugal y Japón. Estados Unidos salió del sistema

DESGLOSE DE RESERVAS EN DIVISAS DEL BANCO DE ESPAÑA

CUADRO 4.3

Millones de pesetas

| | Pesetas en francos franceses | Pesetas en francos suizos | Pesetas en liras italianas | Pesetas en libras esterlinas | Pesetas en dólares | Pesetas en marcos alemanes | Pesetas en coronas austríacas | Pesetas en reis portugueses | Total divisas | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | | Pesetas | % |
| 31.12.1919 | 4.884 | 0 | 300 | 46.570 | 6.651 | 552 | 0 | 75 | 59.032 | 2 |
| 31.12.1920 | 4.980 | 0 | 304 | 68.359 | 5.894 | 435 | 0 | 155 | 80.127 | 3 |
| 31.12.1921 | 5.353 | 0 | 309 | 23.752 | 6.297 | 558 | 5 | 595 | 36.869 | 1 |
| 30.12.1922 | 6.024 | 0 | 313 | 16.352 | 6.371 | 4.361 | 5 | 15 | 33.441 | 1 |
| 31.12.1923 | 5.362 | 0 | 318 | 17.173 | 6.328 | 0 | 5 | 17 | 29.204 | 1 |
| 31.12.1924 | 5.224 | 0 | 323 | 17.429 | 9.142 | 76 | 5 | 119 | 32.319 | 1 |
| 31.12.1925 | 3.154 | 0 | 328 | 17.710 | 6.654 | 408 | 0 | 58 | 28.311 | 1 |
| 31.12.1926 | 2.747 | 0 | 338 | 22.600 | 6.816 | 857 | 0 | 36 | 33.394 | 1 |
| 31.12.1927 | 2.014 | 0 | 325 | 24.626 | 7.035 | 1.083 | 0 | -17 | 35.066 | 1 |
| 31.12.1928 | 2.285 | 0 | 335 | 81.787 | 7.572 | 1.229 | 0 | 66 | 93.274 | 4 |
| 31.12.1929 | 1.185 | 0 | 291 | 74.391 | 21.541 | 1.803 | 0 | 15 | 99.226 | 4 |
| 31.12.1930 | 2.382 | 0 | 298 | 58.497 | 10.364 | 1.462 | 0 | 36 | 73.039 | 3 |
| 31.12.1931 | 1.773 | 3 | 82 | 79.361 | 186.069 | 389 | 0 | 35 | 267.714 | 12 |
| 31.12.1932 | 5.279 | 1 | 83 | 80.433 | 187.550 | 102 | 0 | 51 | 273.497 | 12 |
| 31.12.1933 | 5.967 | 7 | 83 | 80.189 | 181.813 | 95 | 0 | 56 | 268.209 | 12 |
| 31.12.1934 | 7.707 | 41 | 83 | 80.091 | 181.686 | 103 | 0 | 67 | 269.778 | 12 |
| 31.12.1935 | 7.238 | 33 | 83 | 81.006 | 181.556 | 156 | 0 | 54 | 270.126 | 12 |

FUENTES: Elaboración propia y Banco de España. Libros de contabilidad. Inventarios n.os 16-21 y balances del Banco de España. El porcentaje de reservas en divisas calculado con los datos de la contabilidad del Banco de España coincide con el reportado por la Liga de Naciones.

en 1933, quedando en el bloque del oro países como Bélgica, Checoslovaquia, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia y Suiza, que aguantaron la presión sobre los cambios hasta 1935-1936. Al abandono del oro le siguió la depreciación en la mayoría de las divisas, excepto en países de Europa central y oriental, que mantuvieron la paridad oficial a través de sistemas de control de cambios. Los países que abandonaron el oro y permitieron la depreciación de sus monedas también aplicaron restricciones cambiarias, al menos temporalmente. Se estima que 34 países estaban implementando algún tipo de control de cambios hacia mediados de 1930. Muchas de las divisas se habían depreciado entre el 40 % y 50 % a mediados de la década de los treinta, produciéndose las mayores caídas entre mediados de 1931 y finales de 1933, cuando la mayoría de los países salieron del sistema oro. Sin embargo, los tipos de cambio alcanzaron una remarcable estabilidad una vez que las divisas se depreciaron [Aldcroft y Oliver (1998)].

Como veremos en este capítulo, España se mantuvo fuera del sistema monetario internacional del patrón cambios-oro. No obstante, sufrió las mismas crisis monetarias que se vivieron a escala internacional. La primera —entre 1920 y 1921— estuvo relacionada con la fluctuación a escala internacional de las divisas, debido al ajuste de la Primera Guerra Mundial. La segunda —entre 1930 y 1931— estuvo ligada a la salida de la libra esterlina del patrón cambios-oro. Este período se caracterizó por la creación de organismos independientes del Banco de España, dependientes directa o indirectamente del Gobierno, creados por el propio Gobierno para defender el tipo de cambio. Estos organismos actuaron siguiendo directrices del Gobierno, sin coordinación con la política monetaria aplicada por el Banco de España, y su actuación en defensa del cambio fue infructuosa.

## TIPOS DE CAMBIO Y CONTROLES DE CAMBIOS EN LA DÉCADA DE 1930

CUADRO 4.4

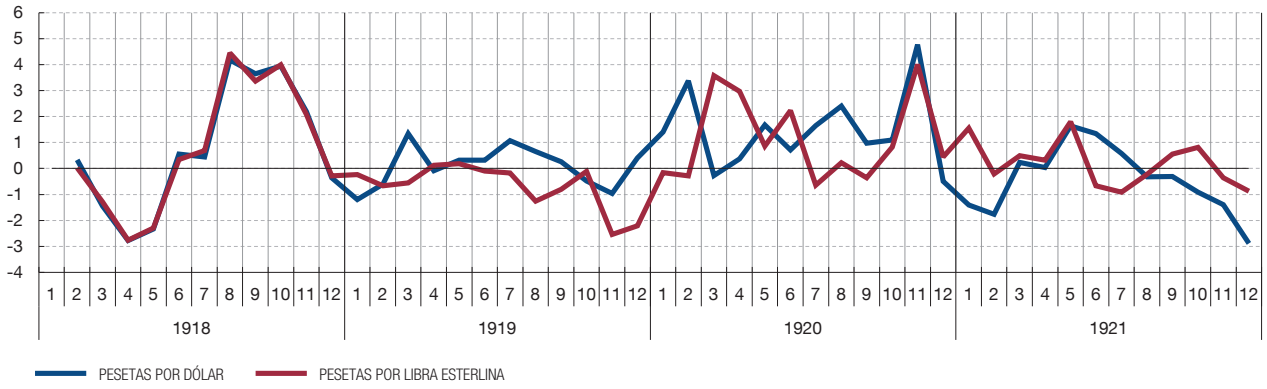
| País | Suspensión oficial del patrón oro | Introducción de controles de cambios | Depreciación o devaluación en relación con el oro | Nivel de la depreciación a principios de 1935 (%) | Introducción de una nueva paridad de oro |
|---|---|---|---|---|---|
| Albania | — | — | — | — | — |
| Argentina | 17.12.1929 | 13.10.1931 | nov 1929 | 54 | — |
| Australia | 17.12.1929 | — | mar 1930 | 52 | — |
| Austria | 5.4.1933 | 9.10.1931 | dic 1931/abr 1934 | 22 | 30.4.1934 (a) |
| Bélgica | 30.3.1935 | 18.3.1935 | mar 1935 | 28 | 31.3.1936 (a) |
| Bolivia | 25.9.1931 | 3.10.1931 | mar 1930 | 59 | — |
| Brasil | — | 18.5.1931 | dic 1929 | 59 | — |
| Bulgaria | — | 1918 | — | — | — |
| Canadá | 19.10.1931 | — | dic 1931 | 40 | — |
| Chile | 20.4.1932 | 30.7.1931 | abr 1932 | 75 | — |
| China | — | 9.9.1934 | — | 50 | — |
| Colombia | 25.9.1931 | 25.9.1931 | ene 1932 | 61 | — |
| Costa Rica | — | 16.1.1932 | ene 1932 | 44 | — |
| Cuba | 21.11.1933 | 2.6.1934 | abr 1933 | — | 22.5.1934 (a) |
| Checoslovaquia | — | 2.10.1931 | feb 1934/oct 1936 | 16 | 17.2.1934<br>9.10.1936 |
| Dánzig | — | 12.6.1935 | may 1935 | 0 | 2.5.1935 |
| Dinamarca | 29.9.1931 | 18.11.1931 | sep 1931 | 52 | — |
| Ecuador | 8.2.1932 | 2.5.1932 | jun 1932 | 73 | 19.12.1935 (a) |
| Egipto | 21.9.1931 | — | sep 1931 | — | — |
| Estonia | 28.6.1933 | 18.11.1931 | jun 1933 | 42 | — |
| Finlandia | 12.10.1931 | — | oct 1931 | 50 | — |
| Francia | — | — | sep 1936 | 0 | 1.10.1936 (a) |
| Alemania | — | 13.7.1931 | — | — | — |
| Grecia | 26.4.1932 | 28.9.1931 | abr 1932 | 57 | — |
| Guatemala | — | — | abr 1933 | — | — |
| Honduras | — | 27.3.1934 | abr 1933 | — | — |
| Hong-Kong | — | 9.11.1935 | — | — | — |
| Hungría | — | 17.7.1931 | — | — | — |
| India | 21.9.1931 | — | sep 1931 | 40 | — |
| Irán | — | 25.2.1930 | — | 57 | — |
| Italia | — | 26.5.1934 | mar 1934/oct 1936 | 4 | 8.10.1936 (a) |
| Japón | 13.12.1931 | 1.7.1932 | dic 1931 | 66 | — |
| Letonia | 28.9.1936 | 8.10.1931 | sep 1936 | — | — |
| Lituania | — | 1.10.1935 | — | — | — |
| Luxemburgo | — | 18.3.1935 | mar 1935 | 0 | 1.4.1935 |
| Malasia | 21.9.1931 | — | sep 1931 | 40 | — |
| México | 25.7.1931 | — | ago 1931 | 67 | — |
| Países Bajos | 27.9.1936 | — | sep 1936 | 0 | — |
| Nueva Zelanda | 21.9.1931 | — | abr 1930 | 52 | — |
| Nicaragua | 13.11.1931 | 13.11.1931 | ene 1932 | 46 | — |
| Noruega | 28.9.1931 | — | sep 1931 | 46 | — |
| Palestina | 21.9.1931 | — | sep 1931 | — | — |
| Panamá | — | — | abr 1933 | — | — |
| Paraguay | — | 20.8.1932 | nov 1929 | — | — |
| Perú | 14.5.1932 | — | may 1932 | 63 | — |
| Filipinas | — | — | abr 1933 | — | — |
| Polonia | — | 26.4.1936 | — | — | — |
| Portugal | 31.12.1931 | 21.10.1932 | oct 1931 | 42 | — |
| Rumanía | — | 18.5.1932 | jul 1935 | 0 | — |
| El Salvador | 9.10.1931 | 20.8.1933 | oct 1931 | 52 | — |
| Siam | 11.5.1932 | — | jun 1932 | 40 | — |
| Sudáfrica | 28.12.1932 | — | ene 1933 | 41 | — |
| Suecia | 29.9.1931 | — | sep 1931 | 44 | — |
| Suiza | — | — | sep 1936 | 0 | 27.9.1936 (a) |
| Turquía | — | 26.2.1930 | 1915 | — | — |
| Reino Unido | 21.9.1931 | — | sep 1931 | 41 | — |
| Estados Unidos | 20.4.1933 | 6.3.1933 | abr 1933 | 41 | 31.1.1934 (a) |
| Uruguay | 20.12.1929 | 7.9.1931 | abr 1929 | 54 | — |
| URSS | — | — | abr 1936 | — | 1.4.1936 (a) |
| Venezuela | — | 12.12.1936 | sep 1930 | 19 | — |
| Yugoslavia | — | 7.10.1931 | jul 1932 | 23 | — |

FUENTES: Banco de Pagos Internacionales (1935) y Liga de Naciones (1937), citados en Aldcroft y Oliver (1998), pp. 65 y 66.

**a** Paridad provisional.

TASA DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA FRENTE AL DÓLAR Y LA LIBRA ESTERLINA, 1918-1921 (MES A MES)

GRÁFICO 4.1




FUENTE: Martínez Méndez (2005).
NOTA: Una variación positiva refleja una depreciación de la peseta, mientras que una negativa indica una apreciación.

### 4.2 La crisis cambiaria de 1920: ajuste posbélico y depreciación de las divisas europeas

La crisis originada por el reajuste de los tipos de cambio en los años posteriores a la guerra supuso la primera prueba de fuego de la situación creada en 1898. A partir de mayo de 1918 se registró una fuerte presión sobre el cambio de la peseta, que se tradujo en una depreciación del 15 % con respecto a la libra y al dólar (véase gráfico 4.1). Lejos de reaccionar ante el deterioro del valor de la divisa, el banco emisor compró activamente oro en el exterior —la reserva aumentó en 200 millones de pesetas—, continuando con la estrategia de consolidación de las reservas metálicas puesta en práctica durante la Primera Guerra Mundial. Las tensiones en los mercados de cambio se redujeron durante 1919, aunque la peseta todavía perdió el 4 % de su valor con respecto al dólar entre marzo y septiembre. Tampoco este reajuste consiguió activar al Banco de España, que decidió en junio de ese año, con el acuerdo del Gobierno, reducir los tipos de interés para ayudar a la colocación de una nueva emisión de bonos del Tesoro.

Una vez colocada la emisión, sin embargo, el Gobierno comenzó a reclamar que el banco central actuase para frenar la caída de la peseta. Ante la pasiva actitud del banco emisor, el Gobierno recurrió en octubre a medidas administrativas de control de cambios para intentar paliar la depreciación de la divisa. Así, ese mismo mes se prohibieron las operaciones a plazo, y algunas operaciones financieras con el extranjero se sometieron a un régimen de autorización previa [Eguidazu (1978)]. Al propio tiempo, el Gobierno redobló las presiones para que se elevara el tipo de descuento. Finalmente, en noviembre el Banco de España aumentó el tipo de interés un 0,5 %, la mitad de lo propuesto por el Gobierno.

Obviamente, medidas tan tímidas no tuvieron ningún efecto en los convulsos mercados internacionales y la peseta siguió cayendo frente a las principales divisas, si bien estas también se encontraban en medio de un proceso de ajuste para adaptar su valor a las nuevas circunstancias. A lo largo de 1920 la peseta fue paulatinamente perdiendo posiciones con respecto al dólar, pasando de 5,278 pesetas por dólar en enero a 7,758 en noviembre, más de un 18 % de depreciación. Al propio tiempo, la peseta perdía el 14 % de su valor frente a la libra. En ese momento, tras manifestarse repetidamente en contra, el Banco de España tuvo que aceptar una elevación del tipo de interés de un punto. Su oposición, que se debía a que observaba con inquietud cómo los aumentos de tipos de interés reducían su nivel de negocio [Martín-Aceña (1984)], era una muestra clara del abandono del objetivo de mantenimiento del valor de la moneda por parte del banco emisor.

### 4.3 Lucha de poder entre el Gobierno y el Banco de España y vaciado de funciones del banco central

El conflicto entre el Estado y su banquero estaba preparado para estallar a la primera tensión. El episodio de posguerra convenció al Gobierno del escaso compromiso del Banco de España con el mantenimiento del tipo de cambio. La pasiva actitud del banco emisor reflejaba la convicción, presente en sus memorias e informes internos, de que el mantenimiento del tipo de cambio no entraba dentro de sus responsabilidades. Por el contrario, los responsables políticos estaban convencidos de que esa era una de las principales funciones del banco central. Consciente de este conflicto, y de la imagen que cundía en la opinión pública de un gobierno en manos de un banco que no se preocupaba más que de sus intereses [Galvarriato (1932) y Martínez Méndez (2005)], el Gobierno acometió un cambio legislativo para intentar obligar al Banco de España a convertirse en un verdadero banco central, actuando tanto como prestamista de última instancia como en el mantenimiento del valor de la valuta nacional [Tortella (1970); Martín-Aceña (1984)]. Aprovechando la necesidad de renovar el privilegio de emisión que expiraba a finales de 1921, el ministro de Hacienda presentó una nueva ley que sentaría las bases reguladoras del sistema financiero español durante varias décadas.

La Ley de Ordenación Bancaria (LOB) de 1921 pretendía reforzar el control del Gobierno sobre el Banco. Para ello, en primer lugar impuso la participación del Estado en los beneficios del Banco, conforme a una escala graduada progresivamente a partir de un dividendo que excediera el 10 % del valor nominal de la acción[1]. Esta medida tenía, obviamente, una clara motivación fiscal, pero, por otro lado, era un paso encaminado a incentivar en el banco emisor un comportamiento menos centrado en la función de beneficios, que ya no revertirían en su totalidad a sus accionistas privados[2]. Del mismo modo, la LOB establecía la participación en el Consejo de Gobierno de cinco consejeros representando intereses ajenos a los accionistas del Banco. Ambas medidas causaron una honda preocupación en el Banco, que, de acuerdo con lo discutido por su Consejo de Gobierno, llevaba años mostrando resistencia a los sucesivos intentos de avanzar en esa dirección. La ley establecía que la fijación del tipo de descuento correspondía exclusivamente al Banco de España. Se preveía además el establecimiento de un tipo de interés bonificado para las entidades bancarias pertenecientes al Consejo Superior Bancario, lo que suponía más del 90 % de la banca. Por el contrario, el tipo de interés aplicado a las operaciones de crédito con garantía de deuda (que suponían un porcentaje considerable de los activos nacionales remunerados) se determinaría de común acuerdo entre el Ministerio de Hacienda y el propio Banco. Por otro lado, la ley restringió notablemente la posibilidad del Banco de efectuar operaciones de mercado abierto, al limitar su cartera de títulos públicos. La LOB supuso, asimismo, una racionalización de los coeficientes de cobertura. Así, el límite de emisión se volvió a ampliar, esta vez hasta 6.000 millones de pesetas, pero se redujo la cobertura legal al 40 % hasta 4.000 millones y al 60 % para el resto.

Además de aumentar el control sobre la institución, el Gobierno estaba decidido a forzar al Banco de España a asumir sus responsabilidades en defensa de la peseta. Pero, como ya indicó Olariaga (1933, pp. 114-117), no se trató de organizar el banco emisor para convertirlo en eje de la política monetaria, ni de ajustar su funcionamiento a un patrón monetario internacional que le obligase a utilizar sus recursos —reservas, tipo de descuento e intervenciones en el mercado— para defender el cambio. Dado que el instituto emisor había demostrado su falta de interés por cumplir con esta función, el Estado se reservó la iniciativa en esta materia. El cambio se defendería, pues, mediante la intervención

1 La escala establecía que el Estado recibiría el 5 % del exceso si los dividendos se situaban entre el 10 % y el 11 %, e iba aumentando hasta una participación del 52 % cuando el dividendo superase el 20 %. Entre 1914 y 1921, el dividendo medio había sido del 21,7 % del valor de la acción.

2 Sobre los efectos de este tipo de regulación, véase Flandreau (2008), pp. 20-24.

directa. La ley facultó al Gobierno a intervenir en los mercados de cambio, si bien obligaba al Banco de España a colaborar con el Tesoro en esta materia. Por otro lado, en la misma ley se prohibía al Banco exportar oro sin el acuerdo previo del Consejo de Ministros. La decisión de reservar la iniciativa al Gobierno, sin embargo, solo consiguió reforzar la inhibición del Banco y su interpretación de que la defensa del cambio era una cuestión que solo al Estado atañía. La formulación de la ley, además, no obligaba al Banco a tomar las medidas ordenadas por el Gobierno, sino solo a colaborar con el Tesoro, que podía instrumentar su actuación a través del Banco o de cualquier otro organismo. Lejos de conseguir su objetivo, la LOB sirvió al Banco de España para fundamentar legalmente su retraimiento.

A partir de marzo de 1924 la peseta experimentó una suave apreciación frente al dólar, apenas interrumpida por algunos meses de estabilidad en 1925, de manera que en marzo de 1927 el dólar se cambiaba a 5,569 pesetas, un 27 % menos que tres años antes. Tal y como había ocurrido durante la guerra, la apreciación de la peseta impulsó nuevamente el proyecto político de adherirse al recién restaurado patrón oro [Eguidazu (1978); Martín-Aceña (1984)], lo que alentó la inversión extranjera, atraída por las perspectivas de ganancias. En el segundo trimestre de 1927 la situación en los mercados financieros españoles se revirtió, debido a un aumento de la oferta monetaria y a la rápida retirada de los inversores extranjeros, empujados por la subida de los tipos de descuento en numerosos países europeos, lo que provocó una fuerte caída en la valoración de la peseta, que, en menos de un año, sufrió un descenso de más del 6 %. Tal depreciación supuso un importante revés para la Dictadura de Primo de Rivera, que había hecho de la fortaleza de la peseta una cuestión de prestigio del régimen, de forma que, después de un año de constante caída del valor exterior de la moneda, el ministro de Economía (Calvo Sotelo) decidió actuar [Sardá (1936); Olariaga (1933)].

Los problemas creados por la ambigua redacción de la LOB quedaron claros en el momento en que el Gobierno intentó forzar al banco emisor a actuar en defensa del tipo de cambio. Dado que la ley solo obligaba al Banco de España a colaborar con el Tesoro, el banco central puso como condición que el compromiso financiero del Estado fuese idéntico al suyo propio. Esta es la razón de que se crease un organismo independiente, el Comité Interventor del Cambio (CIC), dotado con un fondo de 500 millones de pesetas en oro, que fueron aportados por el Tesoro y el Banco a partes iguales. Creado en junio de 1928, después de algunas semanas de apoyo a la divisa en el mercado de Londres, su misión consistía en intervenir en el mercado de divisas a fin de sostener la cotización de la peseta. Pero las funciones atribuidas al CIC no se limitaron a la compraventa de pesetas para estabilizar su cotización, sino que se extendieron al control de todas las operaciones de pagos exteriores[3]. La temprana existencia de un organismo independiente y único dedicado a la intervención en los mercados de divisas constituye una de las más destacables singularidades del caso español.

Por otro lado, decidido a defender a toda costa sus inmensas reservas, el Banco de España invocó a la propia LOB para aducir la imposibilidad de exportar el metal, que solo podía ser vendido previo acuerdo del Consejo de Ministros. El instituto emisor aprovechaba así la equívoca formulación de la ley para eludir su responsabilidad en el mantenimiento del tipo de cambio. Unas expresivas palabras de Olariaga (1933) ilustran el problema[4]:

> «La aplicación de la base séptima era el comienzo de una lucha intestina entre el Estado y el Banco: El Estado, queriendo defender la peseta, y el Banco procurando

3 Se desconoce de momento el modo en que se articuló exactamente esta intervención, si fue mediante operaciones al contado, a plazo o incluso con la utilización de operaciones de crédito.

4 Olariaga (1933), p. 118.

> mientras podía, la inhibición; el Estado, intentando poner en ello todos los medios, incluso la exportación de oro, y el Banco resistiendo desesperadamente a que saliera oro, y apoyado en su actitud por todos los elementos financieros nacionales y por casi todos los políticos.»

El Banco ganó también esta batalla al Gobierno, y con su numantina resistencia a utilizar su reserva áurea obligó a financiar la actividad del CIC de manera muy heterodoxa, dinamitando la posibilidad de que la intervención se saldase con éxito, ya que el oro solo fue utilizado como garantía de créditos a corto plazo. La actividad del CIC se prolongó hasta finales de 1929 y apenas consiguió frenar algo la caída de la peseta[5]. Además, cuando se disolvió el CIC, el descubierto ascendía a 18 millones de libras. La existencia de este volumen de obligaciones en pesetas-oro se convirtió en la principal batalla cambiaria a partir de ese momento. El Gobierno intentó otra vez movilizar las reservas de oro para solucionar este problema. De nuevo la negativa del Banco de España a comprometer sus reservas obligó a una acción heterodoxa. Así, en diciembre de 1929 el Tesoro emitió un empréstito interior en oro de 300 millones de pesetas, cuyas favorables condiciones de salida pretendían garantizar su colocación entre los particulares. No ocurrió así y tan solo el 17 % de la cantidad total fue cubierta por particulares. El resto fue asumido por la banca española, que acudió a empresas financieras extranjeras para hacerse con los medios de pago mediante nuevas operaciones de «dobles»[6]. De manera que la liquidación de las deudas del CIC se hizo a través de una simple transferencia de los créditos a corto plazo a la banca privada y la presión sobre la peseta continuó existiendo. La movilización de las reservas de oro habría sido la solución más coherente desde el punto de vista teórico, y en su momento fue recomendada por numerosos expertos, pero la actitud de un banco privado, el Banco de España, que consideraba el oro como el principal activo de sus accionistas, impidió la puesta en práctica de una política monetaria exitosa. Una vez liquidado el CIC, los últimos residuos del sistema de regulación de las transacciones exteriores también desaparecieron, quedando los pagos completamente liberalizados en febrero de 1930.

### 4.4 La crisis cambiaria de 1930-1931: fin de la hegemonía de la libra esterlina

La crisis cambiaria de 1930-1931 tuvo lugar en medio de esta fuerte tensión monetaria que venía produciéndose en los mercados financieros internacionales desde 1928, junto con una gran inestabilidad política interna que tendía a aumentar los recelos de los inversores. Como puede apreciarse en el gráfico 4.2, el tipo de cambio de la peseta venía deteriorándose lentamente desde finales de 1927.

Convencido defensor de la no intervención en el cambio, el nuevo ministro de Hacienda, Manuel Argüelles, creyó que su actuación en materia fiscal aumentaría la confianza en la economía española, lo que llevaría a la apreciación de la peseta. Sin embargo, la agitada situación de los mercados financieros internacionales convertía esta idea en ilusoria. La presión contra la peseta fue incrementándose a lo largo de 1930. En menos de un año, la peseta perdió aproximadamente el 15 % de su valor frente a la libra y al dólar. Aunque el marco internacional era ya en ese año bastante inestable, el factor más importante en la caída de la peseta procedía del modo en que fue financiada la intervención anterior. Como ha señalado algún autor [Martínez Méndez (2005)], es muy probable que, si el Banco no se hubiese negado a utilizar el oro, el primer intento de intervención del tipo de cambio hubiese sido también el último. La realidad fue muy otra.

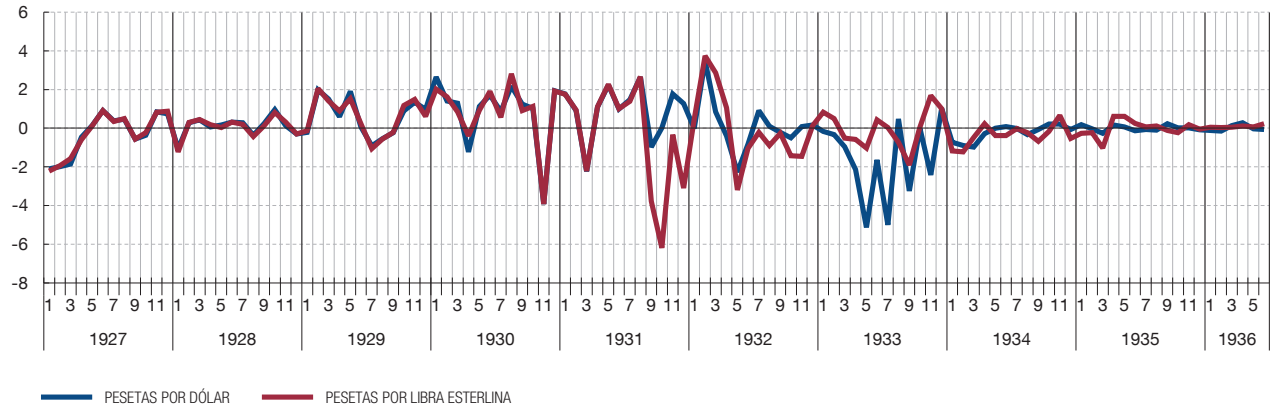
---

5 Tanto es así que, entre febrero y junio de 1929, la actuación del Comité se interrumpió a causa de su manifiesto fracaso. Véanse, además, Olariaga (1929), pp. 69 y ss.; Sardá (1936), p. 9, y Martín-Aceña (1984), p. 134.

6 Los bancos españoles vendían pesetas al contado y las compraban a plazo con un descuento. Se trataba, por tanto, de créditos a corto plazo.

TASA DE VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA FRENTE AL DÓLAR Y LA LIBRA ESTERLINA, 1927-1936 (MES A MES)

GRÁFICO 4.2




FUENTE: Martínez Méndez (2005).
NOTA: Una variación positiva refleja una depreciación de la peseta, mientras que una negativa indica una apreciación.

Acuciado por el descenso de la cotización de la peseta, Argüelles dimitió en agosto de 1930 y su sucesor, Julio Wais, emprendió inmediatamente una intensa actividad en defensa de la divisa, en la creencia de que solo así se podría asegurar su estabilidad. Una de las prioridades de este plan era la nacionalización de las operaciones dobles contraídas en el exterior por la banca española y que presionaban intensamente sobre la cotización de la peseta. La solución elegida fue el endeudamiento directo de la autoridad monetaria para proporcionar a la banca las divisas necesarias para rescatar las dobles. Con tal objeto se concertó con el Banco de Pagos Internacionales (BPI) un crédito con garantía oro por un importe de 1,5 millones de libras. A principios de 1931 la operación se había culminado con éxito: no solo se habían rescatado aproximadamente la mitad de las dobles en circulación, sino que además se había pagado un crédito pendiente a favor de la casa Rothschild y el saldo de la cuenta de crédito con el BPI quedaba reducido a cero, de manera que la garantía quedaba intacta. Hay que señalar que, a pesar de haberlo evitado durante años, estas operaciones estuvieron en el origen de las salidas de oro de España en los primeros años treinta[7]. Por una parte, en marzo de 1930 el Tesoro decidió vender una parte del oro de su propiedad para rescatar alguna de las dobles. De este modo, se vendieron 150 millones de pesetas oro (aproximadamente, 29 millones de dólares oro) en Londres. Por otra parte, salieron unos 75 millones de pesetas oro (3 millones de libras o 14,6 millones de dólares), de los que una parte debía servir como garantía del crédito concedido por el BPI y otra parte quedaba a disposición del Ministerio de Hacienda.

A partir del segundo trimestre de 1931, la cotización de la peseta volvió a descender, coincidiendo con el agravamiento de la crisis internacional y con el cambio de régimen político en España, hasta alcanzar un mínimo de 55,19 PTA/£ en agosto de 1931. Para entonces, un nuevo aparato interventor había sido puesto en funcionamiento. El Centro Regulador de Operaciones de Cambios (CROC) se había creado por Real Orden de 16 de julio de 1930, poniendo fin a la breve etapa no intervencionista. Al contrario que el CIC, el CROC dependía del Banco de España y estaba presidido por uno de sus subgobernadores. Formaban parte de él, además del subgobernador, tres representantes de la banca

7 El 22 de septiembre de 1930 se autorizó al ministro de Hacienda para que pudiera situar en el extranjero los fondos que habían de servir de garantía a los créditos extranjeros destinados a nacionalizar la deuda a corto plazo. De la primera remesa de oro español hacia Londres por un importe total de 3 millones de libras esterlinas, 1,5 millones servían como garantía de un crédito concedido por el BPI, 500.000 libras se cedían al Centro Oficial de Contratación de Moneda como masa de maniobra y el resto quedaba depositado en Londres a disposición del Ministerio de Hacienda. Real Decreto de 27 de diciembre de 1930.

privada. El Ministerio de Hacienda, por su parte, protagonizaba la toma de decisiones. Sus funciones eran las de controlar y centralizar las operaciones de cambio, fundamentalmente las compras de divisas en el extranjero, llevando a cabo lo que se ha denominado un «ensayo de vigilancia del mercado». Los pagos exteriores quedaron regulados, requiriéndose la autorización previa del CROC para todas las operaciones de compraventa de divisas, para la apertura de créditos en moneda extranjera y cualquier otra que significase el intercambio de divisas, autorización que se otorgaba en caso de que se justificase que las operaciones respondían «a necesidades de la vida de relación con el extranjero»[8]. Nótese que esta vez no se intervenía directamente en los mercados de cambio, sino que tan solo se impedían las operaciones que, en opinión de los responsables españoles, podían motivar oscilaciones injustificables del cambio.

Por otra parte, Wais adoptó a partir de agosto de 1930 una serie de disposiciones encaminadas a poner en manos del Estado todo el comercio de divisas. Así, se prohibía a los bancos españoles realizar entre sí operaciones que no respondieran estrictamente a las demandas de sus clientes y, con tal objeto, toda adquisición de divisas debía tener aplicación diaria, sin que los bancos pudieran retener otros saldos que los justificados por las necesidades de su clientela. Además, los bancos debían registrar diariamente sus operaciones y los saldos finales en unos «estados» que quedaban a disposición del Ministerio de Hacienda. Unos días después se creó el Centro Oficial de Contratación de Moneda (COCM), oficina que debía centralizar todas las operaciones de divisas, interviniendo activamente en el mercado del cambio, para detener la caída en la cotización de la moneda nacional. La organización del sistema incluía un órgano rector, que sería el Ministerio de Hacienda, del que dependían las decisiones fundamentales, y un órgano —el COCM— que ejecutaba la política decidida por el Gobierno.

Esta fue la situación que encontraron los responsables políticos al proclamarse la Segunda República en abril de 1931. Su política cambiaria continuó la línea de actuación anterior, endureciendo más el control sobre los pagos exteriores, con el objetivo de estabilizar el valor del signo monetario. Las primeras medidas adoptadas intentaron, de un lado, introducir racionalidad en el sistema de control de cambios y, de otro, contener la evasión de capital, primera obsesión de los políticos del nuevo régimen. Así, en la Orden de 21 de mayo de 1931 se decidía la absorción del CROC por el COCM, que asumía a partir de ese momento tanto las funciones de control y regulación de pagos como el monopolio de divisas, evitando un desdoblamiento institucional no justificado que mermaba eficacia al aparato de control. El Banco Exterior de España, que hasta el momento había participado en las labores de gestión y administración, desapareció, recayendo a partir de ese momento tales responsabilidades tan solo en el Tesoro y en el Banco de España. El Ministerio de Hacienda, por su parte, continuaba protagonizando la toma de decisiones. Por otro lado, un decreto de 29 de mayo establecía un nuevo régimen para las operaciones con divisas, introduciendo por primera vez en España la regulación estatal de los pagos exteriores. Según aquel, las operaciones se dividían en operaciones prohibidas (todas las que no eran necesarias para el desenvolvimiento de la economía y pudieran ocultar evasiones de capital) y operaciones que requerían autorización previa (que eran todas las que pudieran ser necesarias para la economía, aunque no fuesen de carácter comercial). Las operaciones comerciales, por otra parte, eran totalmente libres, lo que se refería tan solo al derecho a contraer una obligación de pago con el exterior, puesto que los importadores debían justificar la importación y someterse a las prescripciones del COCM para la

8 El CROC se ocupaba, además, de que se diese publicidad a los cambios máximos y mínimos a que se había operado durante el día. La ley preveía, asimismo, un mecanismo de control e inspección para la prevención de actividades prohibidas. Por lo tanto, libertad total para las operaciones al contado, autorización previa para las operaciones a plazos y control de la banca que estaba obligada a remitir información al CROC. Sardá (1936), p. 21, y Eguidazu (1978), p. 72.

obtención de divisas. Un último aspecto importante se refiere a la intensificación del aparato sancionador[9].

En todo momento, el nuevo gobernador del Banco de España, Julio Carabias, actuó como representante del Gobierno, enfrentándose a la opinión contraria del Consejo del Banco en varias ocasiones y consiguiendo vencer su resistencia en varios extremos, si bien no consiguió la movilización del oro[10]. Por el contrario, tras varias negociaciones infructuosas con distintos bancos privados, se concertó un crédito con el Banco de Francia de hasta 6 millones de libras que permitiera cerrar definitivamente el problema de las operaciones dobles concertadas por la banca privada[11]. En efecto, la intervención de 1928-1929 se demostró muy costosa, si bien en modo alguno puede calificarse de inasumible. Según los datos ofrecidos por Pedro Martínez Méndez, laboriosamente reconstruidos gracias a su excepcional conocimiento de la contabilidad del Banco, el descenso de activos netos exteriores del Banco de España entre 1929 y 1935 fue de unos 69 millones de dólares, de los que 46 correspondían al saldo dispuesto del crédito del Banco de Francia y unos 20 millones a ventas de oro. Esto suponía solamente el 14 % de la reserva de oro de España en 1929[12]. Con todo, la intervención del tipo de cambio supuso un factor contractivo de la creación de dinero en el bienio 1928-1929, algo que su principal promotor, Calvo Sotelo, había pretendido evitar. También en 1930 y 1931 el sector exterior influyó negativamente sobre la creación de liquidez, especialmente este último año, lo que sin duda resultó especialmente perjudicial en el contexto recesivo de la economía internacional. Todo ello a pesar de que, como veremos a continuación, los intentos del primer Gobierno republicano por estabilizar la peseta no cristalizaron. De otro modo, la contracción monetaria habría sido aún mayor. A partir de 1932, las operaciones de los organismos interventores tuvieron efectos expansivos sobre la oferta monetaria[13].

El crédito del Banco de Francia se utilizó también para facilitar al COCM medios para su funcionamiento, si bien quedó explícitamente excluida una posible utilización para la intervención en el mercado del cambio. Una vez solucionado el problema de la deuda a corto plazo, se comenzó a articular un plan para hacer frente a la continuada caída del valor de la divisa[14]. De manera inmediata, se decidió por parte del gobernador del Banco de España, de común acuerdo con el ministro de Hacienda, el socialista Indalecio Prieto, un aumento del tipo de descuento, que pasaba del 6 % al 6,5 % en julio de 1931. Como en ocasiones anteriores, el Consejo de Gobierno del Banco se mostró en desacuerdo, afirmando que esa elevación no sería eficaz, pues no conseguiría contener el incremento de la circulación «en período de franca expansión». Las restantes medidas del plan concebían una intervención directa en los mercados para estabilizar la cotización de la peseta en 51,9 PTA/£, la esterilización de las pesetas obtenidas en la intervención y la revalorización de las reservas de oro del Banco de España. Una vez más, los representantes del banco emisor se manifestaron en contra con todo tipo de argumentos —no todos erróneos, pero sí falaces—, pues tan solo pretendían ocultar su oposición a la previsible movilización del oro. La batalla entre Carabias y el Gobierno, por una parte, y el Consejo del Banco de España, por otra, se recrudeció en agosto, cuando una orden ministerial ordenaba al COCM utilizar el saldo disponible del crédito del Banco de Francia para

9 Más detalles, en Sardá (1936 y 1970), Olariaga (1933), Eguidazu (1978) y Martínez-Ruiz (2000).

10 Todos los detalles de la actuación en estos primeros meses y las reacciones del Banco de España en Martín-Aceña (1984), pp. 237-243.

11 Como explica Martín-Aceña, en realidad para saldar las operaciones de dobles solo eran necesarios 4 millones de libras. El crédito se amplió a 6 millones para poder dotar al COCM de un fondo de maniobra, como se indicará más adelante. Este crédito se uniría al ya existente con el BPI de 3 millones de libras esterlinas.

12 El exceso de reservas del Banco en ese año superó el 15 %.

13 Con excepción de 1934. Véase Martín-Aceña (1985a), pp. 36-40.

14 El plan se conoce como «Plan Carabias», por ser el entonces gobernador del Banco de España su inspirador. Lo que aquí se presenta se basa en Martín-Aceña (1984), pp. 244-251.

atender a las necesidades más urgentes y para intervenir en el mercado de cambios cuando el gobernador así lo indicase. Se ordenaba, además, al Banco reducir la circulación en el mismo importe que alcanzasen las pesetas conseguidas en la intervención y conceder un crédito en oro al Tesoro para poder abordar esta actuación. Como explica Martín-Aceña (1984, pp. 249 y 250), esta decisión irritó profundamente al Consejo del Banco, que llegó al extremo de argumentar que «al Banco se le imponía la responsabilidad de disminuir la circulación de billetes, pero no se le daba la dirección del mercado de cambios, siendo obvio que ambos aspectos estaban íntimamente ligados». Tras años de abstención voluntaria de la política de cambios, este argumento no puede sino causar sorpresa. La situación acabó resolviéndose por sí sola por la salida de la libra del patrón oro el 21 de septiembre, que pareció liberar a los políticos españoles de la preocupación por el tipo de cambio, aunque la peseta siguiera cayendo frente a otras divisas, como el dólar (véase gráfico 4.2)[15]. A partir de 1931, la estabilización de la peseta no descansó en la participación activa en los mercados de cambio, sino en el férreo sistema de control de cambios puesto en marcha, que permitió la reducción de las transacciones exteriores de los agentes españoles, ya fuera por la reducción progresiva de las cuotas de divisas asignadas a los importadores, ya fuera por maniobras menos claras de dilación y aplazamientos administrativos de autorizaciones y concesiones. El cambio de la peseta no sufrió graves alteraciones hasta 1936.

Pero, además, los políticos republicanos, encabezados por Prieto y Carabias, estaban decididos a obligar al Banco de España de una vez por todas a asumir su responsabilidad. Con tal objeto, en noviembre de 1931 se acometió una reforma de la LOB. En dicha reforma se encomendaba al Banco de España la regulación del tipo de cambio desde el momento en que el Gobierno decretara la entrada en el patrón oro. El anacronismo de la norma, que habla de un régimen que acababa de desaparecer, resulta evidente. En cualquier caso, lo más interesante es que, hasta que este objetivo se cumpliera, la reforma consagró el apartamiento del banco emisor de las cuestiones del cambio, si bien se estrechaba el control del Estado. Así, el Gobierno decidiría sobre el tipo de interés, mientras que la intervención del tipo de cambio seguiría también correspondiendo al Gobierno. Se modificó asimismo la constitución del Consejo de Gobierno del Banco, donde entraron tres representantes del Estado, y se implantó un servicio de inspección a cargo del Ministerio de Hacienda. Se estableció, por fin también, la obligación del Banco de proporcionar al Tesoro anticipos en oro, lo que abría la puerta a que el Gobierno dispusiera de parte de esa dorada reserva que el Banco tan celosamente había guardado. En resumen, la modificación de la ley descargó ya completamente al Banco de su función de garante del valor de la moneda, consagrando la artificial división de la política monetaria en dos vertientes, exterior e interior, encargadas a dos organismos independientes, que no compartían objetivos ni coordinaban sus actuaciones, lo que, en definitiva, hacía imposible realizar cualquier estrategia coherente de política monetaria. El control de cambios sirvió de pantalla para evitar la deflación, a la vez que se estabilizaba el cambio a un nivel demasiado alto, con el consiguiente menoscabo para la economía española.

### 4.5 Conclusiones

La historia del Sistema Monetario Internacional del período de entreguerras atravesó dos fases claramente diferenciadas. La primera fase corresponde a los años de restauración del patrón oro (1925-1931). La Primera Guerra Mundial obligó a la suspensión de la convertibilidad y a la introducción de controles de cambios. Al finalizar la guerra, hubo un consenso

15 También es cierto que, en las negociaciones con el Consejo del Banco, Carabias y el ministro de Hacienda dieron marcha atrás en su pretensión de que el Tesoro tuviera acceso automático a las reservas de oro del Banco, aspecto que preocupaba sobremanera a los consejeros.

generalizado para restablecer el sistema monetario de preguerra, a pesar de las fuertes inflaciones provocadas en los países beligerantes por la financiación de aquella. Se eliminaron los controles a los movimientos de capital y la mayoría de los países europeos sufrieron tensiones que acabaron con la depreciación de sus divisas en 1919-1920. España, al igual que la mayoría de países europeos, también sufrió un ataque especulativo en estos años. El Banco de España se mostró reacio a actuar en defensa del cambio, aludiendo que el mantenimiento de la estabilidad cambiaria no entraba dentro de sus responsabilidades. Su oposición a intervenir en defensa del cambio se debía a la preocupación que le generaba la pérdida de negocio derivada de los aumentos de los tipos de interés, por lo que solo aceptó elevaciones del tipo de interés presionado por el Gobierno.

La inhibición del Banco de España de la función de garante del valor de la divisa se resolvió con una paulatina disociación de las funciones de carácter interno y externo de la autoridad monetaria, asignándose al Banco la autonomía en el control de la emisión de billetes y trasladándose al Gobierno el objetivo de la estabilidad del tipo de cambio. La Ley de Ordenación Bancaria de 1921 facultó al Gobierno a intervenir en los mercados de cambios, si bien obligaba al Banco de España a colaborar con el Tesoro en la estabilización de la peseta. Esta división de funciones, que se mantuvo durante largo tiempo, dio como resultado una política monetaria altamente inefectiva.

Hacia el año 1925, los mercados de divisas se habían calmado y los países volvieron paulatinamente a la convertibilidad en oro, bien a la paridad de preguerra (como Inglaterra, en abril de 1925), bien a una paridad depreciada (como Francia, en 1926). España, sin embargo, no adoptará el patrón cambios-oro, al igual que no adoptó el patrón oro en el período anterior, pese a disponer de suficientes reservas en oro que el Banco de España había acumulado gracias a la posición neutral del país en la Primera Guerra Mundial.

La segunda fase del período de entreguerras corresponde a la disolución del sistema monetario de patrón cambios-oro tras el abandono de Gran Bretaña de la convertibilidad de la libra en oro en 1931, que permitió dar fin a las políticas deflacionistas y comenzar a implementar políticas expansivas que facilitaron la salida de las economías de la Gran Depresión [Eichengreen (1992)]. La cotización de la peseta se depreció notablemente entre 1930 y 1932, la intervención oficial para estabilizar los cambios fue fallida y España comenzó a aplicar mecanismos formales de control de cambios, siendo el primer país europeo en aplicar esta política.

La permanente tensión entre Gobierno y banco emisor respecto a la intervención para estabilizar la peseta se tradujo en un paulatino vaciamiento de funciones del Banco de España, que en cada cambio regulatorio se iba dejando competencias, instrumentos y funciones en favor de diferentes organismos o autoridades gubernamentales, ya existentes, ya creadas al efecto. El resultado final fue un banco reducido a su papel de banco de emisión y banquero del Estado, que, aunque a lo largo del período de entreguerras fue asumiendo su papel de prestamista de última instancia, no consiguió convertirse en verdadero ejecutor de la política monetaria en España. El Banco pasó de ser un banco central al uso en los últimos decenios del s. XIX a ser un mero banco emisor, justo en el momento en que la mayor parte de los bancos centrales en el contexto internacional estaba consolidando su estructura para cumplir las funciones de banco central. El camino elegido significaba la partición de las funciones del banco central entre diferentes organismos y tuvo como consecuencia la dilución de la política monetaria, entorpecida por la acción simultánea —y, la mayor parte de las veces, contradictoria— de diferentes organismos que perseguían objetivos incompatibles.

## 5 Las crisis cambiarias en España en el contexto internacional del sistema monetario de Bretton Woods (1944-1971)

### 5.1 Introducción: el sistema monetario de Bretton Woods

El sistema monetario de Bretton Woods se creó a partir de los acuerdos de la Conferencia Monetaria de las Naciones Unidas, realizada en 1944 para establecer las reglas de las relaciones comerciales y financieras internacionales. De esta conferencia nacieron el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) —más tarde, Banco Mundial— y el Fondo Monetario Internacional (FMI), y en ella se decidió la utilización del dólar como divisa internacional. El sistema internacional de pagos basado en el dólar era un sistema de tipos de cambio fijos, pero ajustables. Los países se comprometían a restablecer la convertibilidad de sus monedas, fijando una paridad oro, directa o indirectamente, a través del dólar. Las fluctuaciones de los tipos de cambio se limitaban a una banda estrecha de ±1 %. Solo se preveían ajustes de las paridades en aquellos casos en los que las economías sufriesen desequilibrios macroeconómicos fundamentales. Las transacciones corrientes debían ser completamente libres, aunque el sistema permitía establecer limitaciones a los movimientos de capital. En ese sentido, puede decirse que Bretton Woods significaba la elección de un tipo de cambio fijo acompañado de una cierta independencia de política monetaria, a costa de renunciar a la libertad en los movimientos de capitales.

El sistema de Bretton Woods pretendía aunar de este modo la estabilidad de los cambios fijos con una cierta flexibilidad que evitase los ajustes deflacionistas propios del patrón oro. Las eventuales reordenaciones de los tipos de cambio debían precisamente permitir a los países con desequilibrios de balanza de pagos ajustar sus economías sin necesidad de pasar por una depresión impuesta por los aumentos de tipo de interés y las restricciones monetarias. Los controles de capital, por otro lado, debían asegurar un aislamiento suficiente como para poner en marcha un ajuste ordenado. Como ha puesto de manifiesto Eichengreen (1996), sin embargo, el sistema no funcionó como estaba previsto. Por un lado, el sistema preveía el ajuste de las paridades en casos de desequilibrios fundamentales, pero no existía un procedimiento ágil para prevenir los desequilibrios mediante una devaluación. En realidad, la intención de los artífices del sistema era desalentar las modificaciones de las paridades oficiales, de modo que diseñaron un procedimiento que, en la práctica, impedía a las autoridades nacionales acudir a cambios de la paridad oficial, pues la obligación de prevenir previamente al FMI de la intención de devaluar implicaba riesgo de filtraciones que provocarían una rápida salida de capitales. Por otro lado, las pequeñas devaluaciones que podían realizarse sin acuerdo previo del Fondo podían ser interpretadas como una señal de la disposición de un determinado gobierno a sacrificar la estabilidad del cambio y, por tanto, podría dar lugar a ataques especulativos de mayor envergadura. Puesto que los controles de capitales evitaban que los movimientos de capital reaccionaran a los cambios en los tipos de interés, el proceso de ajuste pasó de estar estrictamente previsto a prácticamente no existir[1].

Con la firma de los acuerdos de Bretton Woods en julio de 1944, las prácticas que limitaban los pagos internacionales en las transacciones corrientes fueron declaradas no deseables, por lo que se recomendaba su desaparición. En todo caso, el artículo XIV, párrafo 2, preveía un período de transición durante el que se contemplaba la posibilidad de aplicar restricciones de cambios. Aunque el acuerdo preveía una rápida transición hacia la convertibilidad, la liberalización de las relaciones internacionales fue lenta. Gran parte de las naciones (entre ellas, la mayoría de los países europeos) mantuvo algún tipo de control de cambios

1 La literatura sobre Bretton Woods es extensa. Una buena perspectiva general de los aspectos más relevantes puede encontrarse en Bordo y Eichengreen (1993) y Eichengreen (1996).

durante más de una década. Este período de transición se alargó mucho más de lo inicialmente previsto y las restricciones a las transacciones internacionales, corrientes y de capital, fueron la norma más que la excepción hasta finales de la década de los cincuenta. Como se ha afirmado frecuentemente en la literatura, Bretton Woods solo comenzó a funcionar realmente en 1958 [Bordo (1993)]. Esta primera fase se conoce como la fase de «no convertibilidad», debido a que en estos años el legado de la Gran Depresión en forma de controles de cambios y de bilateralización de las relaciones internacionales siguió vigente. Cuotas, acuerdos bilaterales de pagos, acuerdos preferenciales de comercio o restricciones de pago fueron, por tanto, más la norma que la excepción durante casi quince años. Solo a partir de que en 1958 la mayor parte de los países europeos declarase sus monedas convertibles puede decirse que el sistema ideado en Bretton Woods comenzó realmente a regir en el sistema internacional de pagos.

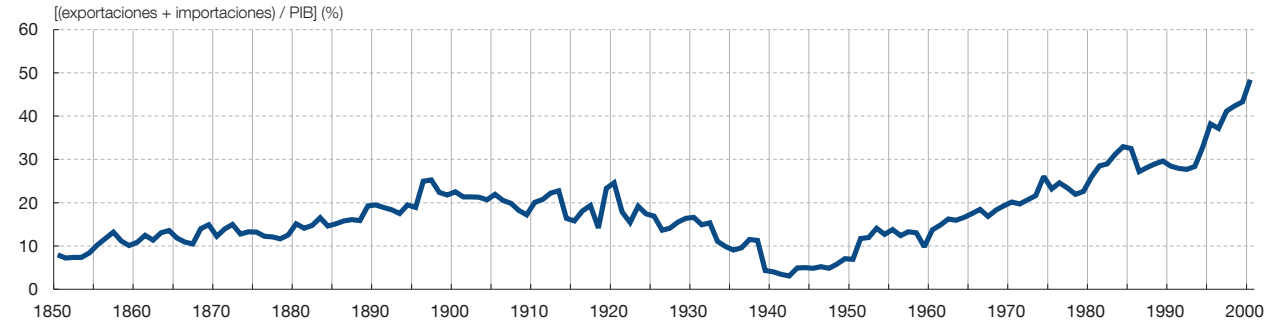
Una observación superficial podría llevar a pensar que España experimentó la misma evolución que las economías europeas, puesto que la periodificación es parecida y, como veremos, también algunas características del sistema. En efecto, entre 1939 y 1959 la peseta no gozó de convertibilidad, externa o interna, y las relaciones internacionales se articularon a través de un conjunto de acuerdos bilaterales que minimizaban el uso de las escasas divisas. Sin embargo, existe una diferencia fundamental: esta etapa no se entiende en España como una fase de transición. España no participó en el sistema internacional, pues no firmó los acuerdos de Bretton Woods. De manera que lo que en Europa son medidas provisionales y heredadas para hacer frente a una situación excepcional en España es un sistema integral que forma parte de una concepción de la economía diferente de la dominante en la economía internacional. Hasta 1959 la peseta estuvo sometida a un estricto control de cambios, por el que cualquier transacción con el exterior requería autorización previa, mientras que se mantenía por decisión gubernamental un tipo de cambio oficial muy sobrevalorado. A raíz de una profunda crisis de balanza de pagos, en 1948, a las autorizaciones previas se unió un sistema de tipos de cambio múltiples que suponía primar algunas clases de operaciones a costa del recargo impuesto a otras. Con algunas alteraciones, este fue el sistema que rigió hasta el final de la década de los cincuenta. Una nueva crisis de pagos acontecida en 1957-1958 obligó a implementar un cambio radical, que se plasmó en el Plan de Estabilización de 1959. Se devaluó la peseta, desaparecieron los cambios múltiples y se ligó la moneda al dólar, integrándose nuestra divisa en el sistema monetario de Bretton Woods. Por primera vez desde su adopción como moneda nacional, la peseta entraba a formar parte del sistema internacional de pagos dominante en la economía mundial. El tipo de cambio se mantuvo estable hasta la devaluación de la libra esterlina del año 1967, que arrastró a la devaluación de la peseta. El sistema monetario de Bretton Woods finalizaba en 1971, cuando Nixon declaró la inconvertibilidad del dólar en oro, iniciándose el actual sistema monetario mundial de tipos de cambio flexibles.

### 5.2 El apartamiento de las autoridades monetarias de la gestión de las divisas

Como se indicó en el capítulo anterior, al final del período republicano las funciones de política monetaria habían sido repartidas entre varios organismos, si bien todos ellos mantenían el nexo que significaba la común dependencia jerárquica del Ministerio de Hacienda. Esta misma situación se repitió en zona franquista durante la Guerra Civil, cuando el Banco de España de Burgos convivió con el Comité Español de Moneda, que se encargaba de la gestión de los medios de pago y de todas las cuestiones relacionadas con las relaciones monetarias exteriores. Ambos organismos dependían, en grado más o menos directo, del ministro de Hacienda, y, en ese sentido, nada cambió durante el conflicto. Por el contrario, la instauración del régimen franquista supuso un giro radical en la concepción de la política monetaria. A partir de 1939, no solo se repartieron las funciones de política

GRADO DE APERTURA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

GRÁFICO 5.1




FUENTES: Prados de la Escosura (2003) y Tena (2005).

monetaria entre varios organismos, sino que cada una de ellas se adscribió a un ministerio diferente, de acuerdo con los objetivos atribuidos en cada caso. Así, la escisión de la autoridad monetaria en sus dos vertientes —interior y exterior— se institucionalizó con la creación de un organismo, el Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME), que asumió todas las funciones relacionadas con los pagos exteriores, desde el mantenimiento de las reservas del país hasta la actuación como banquero del Estado en el extranjero, y quedó integrado en el recién creado Ministerio de Industria y Comercio.

La adscripción del IEME al Ministerio de Industria y Comercio refleja que el sistema puesto en marcha en los primeros años del franquismo tenía un claro elemento diferencial, tanto con el anterior sistema en España como en relación con el vigente en otros países europeos: la voluntad de las autoridades franquistas de dirigir la asignación de los medios de pago, hacia aquellos fines considerados prioritarios, esto es, la pretensión de poner la política monetaria exterior al servicio del proyecto de desarrollo industrial autárquico. Para garantizar la reorientación de las relaciones exteriores era necesario articular un omnipresente aparato de intervención, que tenía como pilares básicos unas exhaustivas restricciones cuantitativas y un riguroso control de cambios. Cualquier transacción con el exterior, comercial o financiera, requería autorización previa de las autoridades. Como medio para garantizar la «españolidad» de las empresas y, por tanto, su supuesta adhesión a los intereses nacionales, las inversiones extranjeras se enfrentaron a un marco legislativo claramente hostil. La propia esencia de la opción autárquica elegida por el régimen de Franco estribaba en el aislamiento de la economía española. La política puesta en marcha garantizó este aislamiento. El grado de apertura de la economía española cayó por debajo de los niveles de mediados del s. XIX. Las entradas de capital se redujeron al mínimo de la centuria (véase gráfico 5.1).

La creación del IEME acentuó la escisión de la autoridad monetaria, que había comenzado en los años treinta, ya que no tenía relación jerárquica u orgánica alguna con el Banco de España o con el Ministerio de Hacienda. La exclusión, no solo del Banco de España, sino también del Ministerio de Hacienda, de la gestión de la política monetaria exterior dificultaba aún más la puesta en marcha de una política monetaria coherente, sobre todo porque los objetivos previstos para el IEME no necesariamente coincidieron con los que se atribuyen a la autoridad monetaria[2]. La decisión de escindir en dos la autoridad monetaria no estuvo, por tanto, exenta de problemas. El más importante de ellos es que dificultaba la puesta en práctica de algún tipo de ajuste que implicase simultáneamente a la economía interna y al sector exterior. Por ello es importante señalar que el cambio fue debido a una determinada idea acerca de los objetivos que había de cumplir el control de cambios y no a las circunstancias posbélicas o a los condicionantes

2 Sardá (1970), pp. 453 y 454.

exteriores[3]. Según señaló la Confederación Española de Cajas de Ahorros en su informe sobre la reforma del Banco de España en 1961, «no es un cambio de circunstancias el que impone esta modificación [...] es, por el contrario, un cambio de criterio que se justifica con argumentos cuya endeblez doctrinal va pareja con la trascendencia de la nueva orientación que inicia»[4].

También la política monetaria interior fue puesta al servicio de la estrategia desarrollista. Los Gobiernos franquistas pusieron en práctica una política financiera expansiva que aseguraba la financiación vía inflación del deficitario sector público. En términos monetarios y financieros, los primeros lustros estuvieron marcados por las consecuencias de la Guerra Civil, en especial por la escisión de la comunidad monetaria y los efectos de la financiación del conflicto que trajo consigo la desaparición de las reservas metálicas, una notable expansión de la oferta monetaria y un aumento de la deuda en circulación[5]. Los déficits de ambas Haciendas —la gubernamental y la insurrecta— se financiaron preferentemente con recursos al Banco de España, lo que multiplicó la circulación fiduciaria y disparó los precios en las zonas nacional y republicana. Esas repercusiones inflacionistas se prolongaron en la posguerra, e incluso fueron alentadas por los «atrasos de guerra». La principal diferencia con los años de guerra residió en la vía indirecta elegida para la monetización de los déficits surgidos de las obligaciones contraídas durante el conflicto y diferidas para los años posteriores. La forma de financiación de los déficits iniciales tuvo consecuencias de largo alcance, ya que la deuda pignorable que se emitió a tal efecto estuvo en la base del proceso inflacionista de los cuarenta y fue un factor esencial del aumento en la oferta monetaria ocurrida en los cincuenta, al proporcionar a la banca liquidez casi ilimitada[6].

Excluyendo el déficit entre 1940 y 1946, que alcanzó cifras altas debido a los atrasos, las cuentas públicas se mantuvieron en el equilibrio que proclamaba la teoría más clásica. La evolución de la Hacienda pública autárquica se caracterizó por la falta de voluntad política para acometer una reforma que permitiera la asunción por parte del Estado de alguna de las funciones básicas en el fomento del crecimiento económico y el bienestar de los españoles[7]. La escasa flexibilidad de los ingresos del Estado obligó a recurrir a expedientes de financiación «complementarios», entre los que destacó el impuesto inflacionario o señoreaje. El gráfico 5.2 ilustra la evolución de la base y de la oferta monetarias.

Como puede apreciarse en el gráfico 5.2 la oferta monetaria (M1) registró una expansión ininterrumpida entre 1941 y 1958. En lo que respecta a la base monetaria, su crecimiento fue más lento —pero también continuo— hasta 1958. El ritmo de crecimiento de las variables monetarias sufrió tres notables aceleraciones en 1945, entre 1948 y 1950 y a partir de 1952. Durante el decenio de los cuarenta, los precios siguieron la evolución de la expansión monetaria. Así, el final de la Segunda Guerra Mundial coincidió con una aceleración de la oferta monetaria y con un fuerte incremento de los precios,

---

3 Lo que queda también claro por el hecho de que el IEME se creara antes del estallido de la Segunda Guerra Mundial.

4 «Informe de la CECA», en Ministerio de Hacienda (1961), p. 6. Es muy llamativo que esta escisión institucional se haya trasladado también a la literatura especializada, de forma que casi ningún estudio analiza de forma completa la política monetaria, sino que en general se limitan al análisis de los aspectos internos [véanse, por ejemplo, González (1979) y Martín-Aceña (2003)] o externos [en este caso, pueden consultarse Viñas *et al.* (1979) y Martínez-Ruiz (2003)].

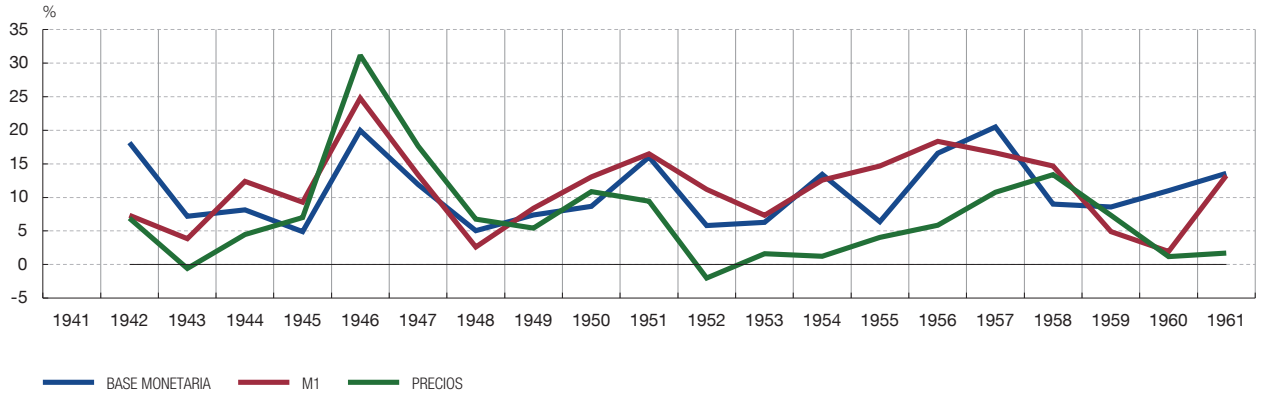
5 Martín-Aceña, Martínez-Ruiz y Pons (2012).

6 Las principales repercusiones de las medidas tomadas para normalizar la finanzas públicas —fundamentalmente, la regularización de los servicios de deuda y la regulación del mercado monetario— se derivaron de la conversión de la deuda pública acometida en los meses finales de 1939, ya que los títulos de las deudas creados (Tesoros al 3 % y Amortizable al 4 %, ambas sin impuestos) se convirtieron, junto con la Perpetua interior al 4 %, en el núcleo de la deuda pública del franquismo autárquico. Con el fin de garantizar el éxito de la conversión, además de reducir los tipos de interés legales y dar prioridad al pago de intereses de la nueva deuda, se aseguró la pignoración automática en el Banco de España de las obligaciones del Tesoro por el 90 % de su valor, estando la operación exenta del pago del timbre.

7 Véanse Comín (1996) y Comín y Martorell (2013).

TASA DE VARIACIÓN ANUAL DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MONETARIAS

GRÁFICO 5.2




FUENTES: Martín-Aceña (1988), Martín-Aceña y Pons (2005) y Maluquer de Motes (2005).

que superó el 20 % de media en dos años. El evidente desequilibrio en el mercado interno puso en alerta a las autoridades económicas, que en 1947 emprendieron un tímido ajuste. En concreto, se tomaron medidas encaminadas a reducir el gasto público, a la vez que se intentaba aumentar los ingresos con la elevación de los tipos impositivos. Por otra parte, se trató de desalentar el crecimiento de la oferta monetaria con el aumento de los tipos de referencia y, sobre todo, dando instrucciones a la banca para restringir el crédito. Como puede apreciarse en el gráfico 5.2, las medidas tuvieron un efecto drástico, reduciendo el ritmo de crecimiento de los precios hasta casi el 6 %, e inmediatamente fueron abandonadas. La aceleración del proceso de crecimiento económico a partir de 1950 trajo consigo un aumento en la demanda de liquidez y de crédito, a la que la banca respondió con un aumento en la pignoración de títulos. Como consecuencia, se abandonó toda pretensión de realizar una verdadera política monetaria, de manera que el Banco de España se limitó a atender pasivamente las necesidades de liquidez del sistema. La evolución de las magnitudes monetarias refleja la falta de preocupación por la estabilidad monetaria. El aumento en la demanda de dinero fue satisfecho por un Banco de España reducido, como puso de manifiesto Rojo (1963), «a la simple categoría de banco emisor que proporcionaba pasivamente la caja necesaria para la expansión del sistema.» Hasta 1957, la política monetaria y la inflación, por tanto, no preocuparon a los gobernantes españoles[8].

Pero con el cambio de gobierno de abril de 1957 comenzó una fase en la que se intentó una tímida estabilización. Así, desde 1957 cayeron las emisiones de valores de organismos autónomos y del Estado, pero aumentan mucho los préstamos del Banco de España a los organismos públicos[9]. La tendencia contractiva del Presupuesto del Estado se veía de este modo compensada por los gastos de los organismos públicos, y por los consiguientes aumentos de la base monetaria, que implicaban los créditos del Banco de España[10]. La amenaza inflacionista no procedía del déficit corriente del Presupuesto del Estado, sino de los créditos del Banco de España a los organismos autónomos, y también de la liquidez potencial que los bancos tenían en sus carteras en forma de títulos de la deuda pública pignorable: esta reserva podía ser utilizada por la banca en cualquier momento, y es lo que hizo en los años 1956-1958; por eso los depósitos bancarios y la oferta monetaria crecieron en 1957 y 1958, a pesar de las señales restrictivas emitidas

8 González (1979), pp. 27 y 28. Navarro Rubio llevó el primer documento sobre este problema al Consejo de Ministros en 1958.

9 De hecho, las emisiones del Estado se anularon en 1958, porque casi se consiguió equilibrar el Presupuesto, y porque se utilizaron los fondos de los bancos oficiales.

10 En ambos casos, la inversión pública se financió con métodos inflacionistas. Véase González (1979), pp. 59-63.

desde el Presupuesto[11]. Con todo, el ritmo de expansión de las principales variables monetarias se redujo y se registró una desaceleración de los aumentos de los precios.

### LA POLÍTICA MONETARIA EXTERIOR DURANTE LA ETAPA DE NO CONVERTIBILIDAD DE BRETTON WOODS: CONTROLES DE CAPITALES, ESCASEZ DE DIVISAS Y TIPOS DE CAMBIO INTERVENIDOS

La despreocupación por los aspectos monetarios internos contrastaba con la honda inquietud por todo lo concerniente al tipo de cambio de la peseta. Ya en 1939 se fijó un tipo de cambio oficial de la peseta que no reflejaba su capacidad de compra en los mercados internacionales. Como es conocido, las razones aducidas apenas estaban relacionadas con consideraciones económicas, sino más bien con aspectos políticos, en la tradición de los años veinte. La evolución de los precios, que aumentaban más rápidamente en España que en el extranjero, agudizó la sobrevaloración de la valuta española, de modo que la economía española fue perdiendo competitividad paulatinamente. Los problemas que esto acarrearía no se manifestaron, sin embargo, hasta después de la Segunda Guerra Mundial, pues durante la conflagración la demanda de importación de la economía española no pudo ser satisfecha, de manera que las compras externas se mantuvieron a niveles desacostumbradamente bajos, produciéndose de este modo un superávit comercial. La exportación también contribuyó a los números positivos con un cierto auge, muy llamativo en las ventas de servicios como fletes, si bien el posicionamiento ideológico de las autoridades franquistas impidió a la economía española aprovechar al máximo su condición de neutral, como había hecho durante la Gran Guerra[12]. Ante la falta de oportunidades para adquirir los *inputs* necesarios para la economía española, los superávits se aprovecharon para reconstruir las reservas áureas completamente agotadas tras la Guerra Civil. El gráfico 5.3 ilustra la evolución de la balanza por cuenta corriente y los movimientos registrados en las reservas monetarias de España.

Una vez acabada la guerra, la situación de la economía mundial comenzó a volver a la normalidad paulatinamente. Sin embargo, la aspiración española de reavivar el flujo de importación se vio obstaculizada, por un lado, por la incapacidad de la economía para generar divisas, dadas la falta de competitividad de las mercancías españolas y la penosa situación de sus principales clientes, que, por otro lado, procuraban ocultar cualquier colaboración con el denostado régimen español[13]. Por otro lado, las reservas españolas de oro estaban inmovilizadas por el bloqueo que los aliados decretaron sobre todo el metal de procedencia dudosa, es decir, todo aquel que procediese o pudiese proceder de la Alemania nazi[14]. A partir de 1945, por tanto, solo las reservas acumuladas en los acuerdos bilaterales y *clearings* pudieron ser utilizadas en los intercambios con el exterior, hasta el extremo de que, tras perder aproximadamente 100 millones de dólares en dos años, prácticamente se agotaron, como se verá más adelante.

Entre 1946 y 1948, las autoridades franquistas negociaron con los aliados a fin establecer la limpieza de las reservas auríferas del Estado español. En ese intervalo, el único dispuesto a financiar las operaciones exteriores españolas, exceptuando la Argentina peronista, fue un banco suizo, la Banca Nacional Suiza, que concedió a España un crédito con garantía oro de ocho millones de francos suizos, ampliados más tarde a nueve millones de dólares, agotados apenas se pudo disponer de ellos, debido a la penuria de

---

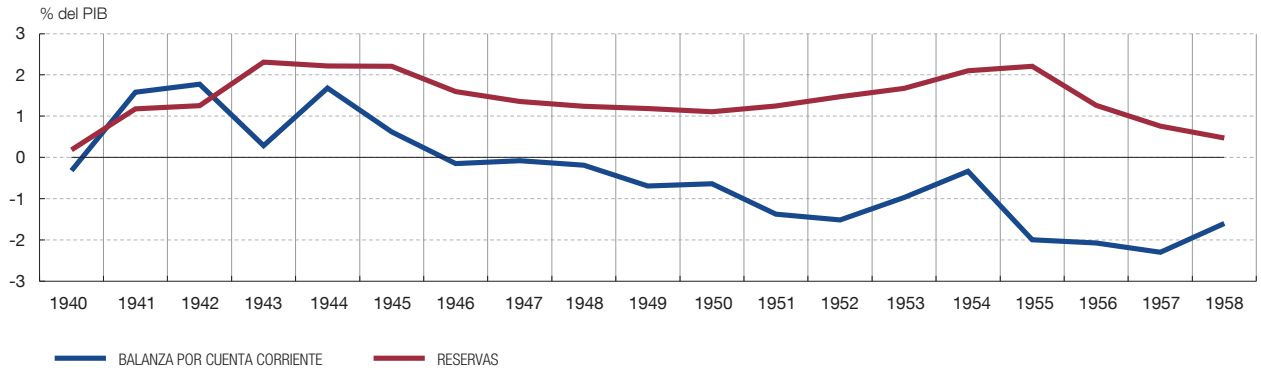
11 Y como ocurriría en 1959, en plena estabilización. La prohibición de emitir deuda pignorable no solucionó el problema, porque había grandes cantidades en circulación que servían para ese propósito. Desde febrero de 1957, Navarro Rubio se esforzó por contener el gasto y el déficit, dentro del margen que permitía el Presupuesto bianual, y logró estabilizar el déficit; pero no paró el crecimiento de la oferta monetaria. Véase González (1979), pp. 140-143.

12 Obviamente, esto está relacionado con el hecho de que no era realmente neutral.

13 Guirao (1998), Martínez-Ruiz (2008).

14 Véase Martín-Aceña *et al.* (2001).

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS Y DEL SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE GRÁFICO 5.3




FUENTES: Martínez-Ruiz (2003). Para el PIB, Prados de la Escosura (2003).

divisas libres que padecía el país[15]. Con todo, las fuertes entradas registradas en la balanza de capital fueron debidas casi en su totalidad a los diversos créditos argentinos, que permitieron financiar los déficits corrientes, de tal modo que la balanza básica registró modestos superávits durante la segunda mitad de los cuarenta. Los créditos argentinos, sin embargo, no podían remediar lo que era el gran problema de todos los países europeos del momento: la escasez de divisas libres o, más concretamente, de dólares. La falta de dólares tenía consecuencias directas sobre la composición de la importación. Con una Europa en plena reconstrucción, el único proveedor de bienes de equipo y elementos de producción era Estados Unidos[16]. Sin embargo, las compras en este país habían de efectuarse en dólares. A pesar de que, como reconoció Suanzes, el espíritu que animaba a los responsables económicos era obtener el equilibrio de la balanza de pagos por medio de la reducción de la importación, la falta de materias primas y de bienes de equipo afectaba directamente a los objetivos económicos franquistas[17].

Las devaluaciones de 1949 y el intenso *boom* de la demanda mundial provocado por la Guerra de Corea dieron un cierto respiro al sector exterior en forma de un aumento de la exportación, que, unido a la llegada de los primeros créditos privados norteamericanos, permitió reanudar el ritmo de las compras exteriores. A partir de ese momento, el ritmo de la expansión de las ventas externas (apenas el 3,5 % entre 1954 y 1958) no fue suficiente para financiar el crecimiento registrado por las importaciones (10,7 % de tasa anual media de crecimiento). El rápido proceso de crecimiento que la economía española experimentó desde 1950 hizo imposible continuar reprimiendo la demanda de importaciones por medios administrativos y el índice de cobertura cayó hasta niveles de alrededor del 60 % [Martínez-Ruiz (2003)]. La ayuda americana que comenzó a llegar a partir de 1951 apenas sirvió para retrasar un par de años la inevitable sangría de las reservas españolas. A partir de 1955, las tan preciadas divisas y el oro tan celosamente guardado comenzaron a salir de los sótanos del Banco de España a un ritmo creciente.

Este inestable equilibrio solo pudo mantenerse durante casi dos decenios a través de un exhaustivo control de las transacciones con el exterior. El control de cambios suponía una pieza fundamental en el engranaje de la política autárquica, por cuanto proporcionaba una pantalla que permitió diferir los necesarios ajustes de política fiscal y monetaria durante dos décadas. El sistema se establecía a través de restricciones que regulaban y limitaban las

15 Todos los datos, en Martínez-Ruiz (2003).

16 Esta dependencia de Estados Unidos era común a todos los países europeos. Al respecto, véase Van der Wee (1986), pp. 37 y ss. Sobre la escasez de dólares, pueden consultarse, además, Triffin (1957), pp. 31-87, Eichengreen (1993) y Yeager (1984), pp. 1076-1086.

17 Suanzes (1952), citado en Martín-Aceña y Comín (1992), p. 424.

operaciones corrientes, algunas de las cuales estaban prácticamente prohibidas, e intentaban minimizar los flujos de capital. El precio que se había de pagar era el estrangulamiento de la economía, que durante el decenio de los cuarenta evolucionó asfixiada entre la falta de capitales externos y la carencia de *inputs* necesarios para el desarrollo. Por otra parte, como en otros países, la existencia de un tipo de cambio sobrevalorado, unida al férreo sistema de restricciones cambiarias, dio lugar a la aparición de un mercado negro o paralelo, donde la peseta se negociaba a un tipo de cambio que podría considerarse de mercado, y que estaba más cercano al de equilibrio[18]. El tráfico de influencias, el contrabando y la especulación en los mercados negros se convirtieron en importantes fuentes de beneficios. La otra cara de esta nueva manera de hacer negocios eran la ineficacia, la aquiescencia o, en el peor de los casos, la corrupción en la gestión pública de los asuntos económicos, que lastraron el progreso de la economía española.

### 5.3 La crisis cambiaria de 1949-1951: devaluaciones encubiertas en un sistema intervenido

Las sucesivas crisis registradas entre 1947 y 1951 consistieron en una serie de devaluaciones del tipo de cambio oficial, ocultas tras sucesivas reformas de un sistema que, como hemos visto, partía de una valoración de la peseta muy alejada de su verdadero poder adquisitivo. La intensificación que supuso la introducción de los tipos de cambio múltiples vino precedida de tres años de grandes dificultades en la balanza por cuenta corriente[19]. Una vez acabada la Segunda Guerra Mundial, la pérdida de fuentes de ingresos extraordinarios llevó a un creciente déficit de las operaciones corrientes de España con el exterior. El fracaso de la política económica exterior de los primeros Gobiernos franquistas se puso claramente de manifiesto y quedó a la vista durante 1947, cuando la situación de la balanza de pagos española llegó a una situación cercana a la bancarrota. Como se explicó anteriormente, el problema no era tanto que las reservas se hubieran agotado, sino que buena parte de ellas no se podían utilizar porque estaban bloqueadas. Así las cosas, y ante la escasez de divisas libres, las únicas divisas disponibles eran las que se generaban en el marco de los acuerdos bilaterales vigentes. En poco más de 18 meses se perdieron 100 millones de dólares en esas divisas. En el mes de septiembre de 1947 las arcas del IEME estaban vacías, como sus responsables hicieron saber al ministro de Comercio, a la vez que proponían posibles vías de solución. En ese sentido, es interesante destacar que la propuesta del IEME partía del fracaso del sistema inaugurado en 1939 y proponía un acercamiento a un régimen más racional que hiciera desaparecer todos los heterodoxos mecanismos de fomento y situara el tipo de cambio de la peseta a un nivel más realista, con una devaluación de un 80 %[20].

La solución elegida, sin embargo, fue muy otra. En diciembre de 1948 se inauguró el sistema de tipos de cambio múltiples, que incorporaba el sistema de primas propugnado por Suanzes, lo que significó dar una vuelta de tuerca más a la armadura interventora que paralizaba la economía española[21]. Según reza el preámbulo del Decreto de

---

18 Aixalá (1999), Gadea-Rivas *et al.* (2008).

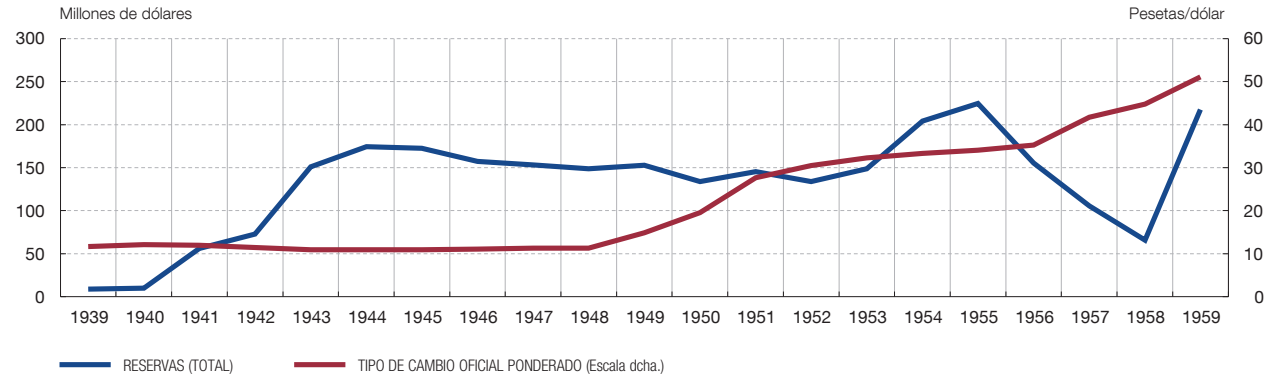
19 Martínez-Ruiz (2003).

20 En el preámbulo del Decreto de 3 de diciembre de 1948, que establecía los cambios especiales, se reconocía explícitamente el fracaso de los mecanismos anteriores.

21 Sin embargo, esta decisión se retrasó más de año a partir de que los responsables del IEME llamaran la atención del ministro sobre la grave situación del sector exterior. Probablemente la razón de este retraso haya que buscarla en las expectativas de encontrar financiación exterior. En junio de 1947, el secretario de Estado norteamericano, George Marshall, había anunciado un nuevo programa de ayuda a la reconstrucción europea, el Programa de Recuperación Europea, luego conocido como «Plan Marshall». A este plan de ayudas podrían acogerse todas las naciones europeas, con la condición de que estas se uniesen en una organización que asegurase la utilización eficiente de los fondos. El plan entró en funcionamiento en abril de 1948 y había de tener una duración de cuatro años. España intentó en vano ser incluida en tal programa, pero, una vez quedó claro que España no sería incluida en el Plan Marshall, había que dar una solución rápida a ambos problemas.

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS EXTERNAS Y DEL TIPO DE CAMBIO

GRÁFICO 5.4




FUENTE: Martínez-Ruiz (2003).

3 de diciembre de 1948, por el que quedaban constituidos, «se autoriza al Ministerio de Industria y Comercio a establecer, con carácter transitorio y circunstancial, un sistema de cambios especiales aplicables a las exportaciones o importaciones de determinadas mercancías, así como a otras operaciones de carácter comercial o financiero». Entre diciembre de 1948 y enero de 1949 se establecieron diecisiete grupos de mercancías, a cada uno de los cuales le correspondía un tipo de cambio diferente, obtenido al aplicar un porcentaje de prima sobre el cambio oficial, prima que se fijó entre un 15 % y un 150 %. Así, resultaron cambios que iban desde 13,14 hasta 27,375 PTA/$ para la importación, divida en ocho grupos, y de 12,59 a 21,9 PTA/$ para la exportación, que comprendía catorce grupos; todo ello, sin contar el tipo oficial de 10,95 PTA/$ aplicado a todas las mercancías para las que no se señalase lo contrario. Se fijaron, además, tipos de cambio especiales para la importación de capital extranjero (16,4 PTA/$) y para turismo, auxilio familiar y operaciones de carácter financiero (25 PTA/$). En este sistema se incluyeron las monedas más relevantes para las relaciones exteriores de la economía española: dólar, libra, franco suizo, franco francés, franco belga, florín, escudo, corona sueca y corona danesa.

Con la adopción de los tipos de cambio múltiples fijos en 1948 se perseguían esencialmente dos objetivos, como se desprende de las declaraciones de Suanzes y de las órdenes dadas al IEME. De un lado, se encontraba la necesidad de hacer frente a los graves problemas de balanza de pagos que habían resurgido tras la Segunda Guerra Mundial, promoviendo un aumento de la actividad exportadora. Ni las restricciones cuantitativas a la importación, ni los artificios encaminados al crecimiento de la exportación habían aliviado la situación, a pesar de sus sucesivas intensificaciones. De otro lado, se contemplaba la deseable intervención del Estado en los procesos de asignación de recursos productivos, con el fin de fomentar el desarrollo económico. En la argumentación del ministro de Industria y Comercio se traslucía claramente el afán industrializador que presidió su actuación. Si a todo ello se añade el empeño del Gobierno español en subvencionar la importación de productos de primera necesidad y la pretensión de apoyar desde la política monetaria exterior los esfuerzos antiinflacionistas del bienio 1947-1948, es fácil imaginar las profundas contradicciones en las que necesariamente habían de incurrir los responsables del sistema de cambios múltiples en España.

La aparición de los tipos de cambio múltiples dio la oportunidad al Gobierno franquista de devaluar la peseta, sin necesidad de variar su tipo de cambio oficial, aunque a costa de complicar aún más la intrincada regulación que atenazaba al sector exterior. No sería la última. En septiembre de 1949 la libra se devaluó un 30 % respecto del dólar. La devaluación de la valuta británica fue seguida por toda una ola de adaptaciones de los

tipos de cambio europeos[22]. Coincidiendo con este reajuste de las paridades, la actividad del IEME se paralizó temporalmente, suspendiéndose todas aquellas operaciones que no se efectuaran en dólares o francos suizos a partir del 19 de septiembre. A principios de octubre se procedió a una modificación del sistema de tipos de cambio, que supuso una devaluación de cuantía semejante a la de la propia libra, si bien fue algo menor para las exportaciones. La reforma se llevó a cabo en dos fases. El 2 de octubre se publicó una nueva lista de cambios con respecto a las monedas afectadas por la devaluación: libra, francos suizo, francés y belga; florín; escudo, y coronas sueca y danesa. Según dicha lista, la peseta se revaluó con respecto a estas monedas, mientras que el tipo de cambio del dólar y del peso argentino no fue modificado.

Unos días después, el 7 de octubre, se publicaron los nuevos cambios especiales, que suponían una devaluación real de la peseta con respecto al dólar, a pesar del mantenimiento del tipo de cambio oficial. Esta devaluación se consiguió a base de modificar los porcentajes de prima que se habían de aplicar a cada grupo y del traslado de mercancías de un grupo a otro. Para la importación, el tipo de cambio con respecto al dólar se situó entre las 15,76 y las 39,401 PTA/$, lo que suponía una elevación del 30,5 %. Por lo que respecta a la exportación, los cambios se situaron entre las 13,14 y las 28,47 PTA/$, lo que se correspondía con una devaluación respecto a la moneda estadounidense de entre un 7,1 % y un 41,7 %, con una media del 20,25 %[23]. También otras operaciones, relacionadas directamente con las comerciales, como las que implicaban fletes, seguros o derechos portuarios, entre otras, experimentaron una variación en el tipo de cambio, que pasó a ser de 23,64 PTA/$ [24]. A finales de 1949, el tipo de cambio promedio vigente para operaciones comerciales se había devaluado un 36,71 % respecto del año anterior, siendo la caída más acentuada para las importaciones (99,13 %) que para las exportaciones (19,33 %).

Dada la permanente sobrevaloración de la peseta, los problemas de balanza de pagos habían de presentarse de nuevo con igual crudeza que en 1947-1948. Muy posiblemente, la caída de la exportación en 1949 y 1950 estuvo en el origen de la primera reforma del casi recién estrenado régimen de cambios especiales, aunque también pesaron las dificultades creadas por las complicadas y arbitrarias decisiones administrativas requeridas. Se intentó modificar el sistema de forma tal, que se redujesen la complejidad de los trámites y la participación directa de la administración comercial. La creación, en julio de 1950, de un mercado de divisas parcialmente libre, a través del cual se decidía el tipo de cambio de las divisas, y la reducción de los grupos de mercancías en octubre de ese mismo año fueron sin duda los hitos más importante de este período[25].

Esta solución venía siendo estudiada por el ministro de Industria y Comercio desde que el fracaso de las cuentas combinadas como forma de fomentar la actividad exportadora fuera puesto de manifiesto. En el verano de 1948, Suanzes ordenó al IEME un estudio del sistema italiano de control de cambios[26]. Los aspectos del sistema italiano que centraban el interés del ministro eran precisamente los relacionados con la promoción de exportaciones, mediante la cesión al productor de una parte de las divisas obtenidas para su negociación en el mercado libre. También algunos países de Hispanoamérica (como Argentina, Chile o Nicaragua) habían dado el paso hacia un sistema de tipos de cambio múltiples flexibles. De manera que, aunque parece que el ministro prefirió en un primer

22 Este reajuste era imprescindible, dada la sobrevaloración que sufrían las divisas europeas desde la Segunda Guerra Mundial, aunque la medida fue precipitada por la recesión norteamericana del año anterior. Véase Van der Wee (1986), pp. 520-525.

23 «Cambios recientes en el sistema español de cambios extranjeros» FMI, Departamento de Investigación, 23.11.1949, Archivo Suanzes, R.552.

24 Los cambios establecidos para la importación de capital e invisibles no sufrieron modificación alguna.

25 Véanse decretos de 21 de julio de 1950 y de 26 de octubre de 1951. Véanse Eguidazu (1978), pp. 253 y ss., y Viñas *et al.* (1979), pp. 704 y 705.

26 Oficio de Vila al ministro de 27 de septiembre de 1948. ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 98.

momento un sistema de tipos de cambio múltiples fijos, pronto se decidió acometer una profunda reforma del sistema, introduciendo un elemento de flexibilidad en la determinación del tipo de cambio, como el llamado «mercado libre de divisas». Esta medida fue, al menos en su gestación y puesta en funcionamiento, obra de Suanzes, aunque suele ser señalada como ejemplo del intento de la nueva cúpula del Ministerio de Comercio para acercarse a una política ortodoxa en materia de cambios después de 1951[27].

Para evaluar los efectos de la introducción de los cambios múltiples habría que fijar la atención, en primer lugar, en el comercio exterior. El fomento de la exportación fue enunciado como uno de los principales objetivos de los cambios múltiples. Según declaraba Suanzes en el Consejo de Administración del IEME, la medida se encaminaba «a normalizar nuestro comercio exterior y en especial a hacer posible la exportación de aquellos productos españoles cuya colocación era difícil por virtud de los precios de producción en función del cambio oficial»[28]. La exportación cayó en 1950, pero aumentó considerablemente entre 1951 y 1953. En estos años las ventas exteriores aumentaron a una tasa del 28 %. La fuerte devaluación de la peseta entre 1949 y 1951 ayudó a esta reactivación. Según cálculo de Serrano Sanz y Asensio, el signo monetario español se devaluó entre 1948 y 1951 un 225 %, aunque la devaluación fue más importante para la importación (286 %) que para la exportación (174 %)[29]. Como apuntan estos autores, es evidente que las sucesivas devaluaciones permitieron compensar algo los altos costes de producción españoles, aunque no suficientemente[30].

### LA INTERVENCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN LOS MERCADOS PARALELOS

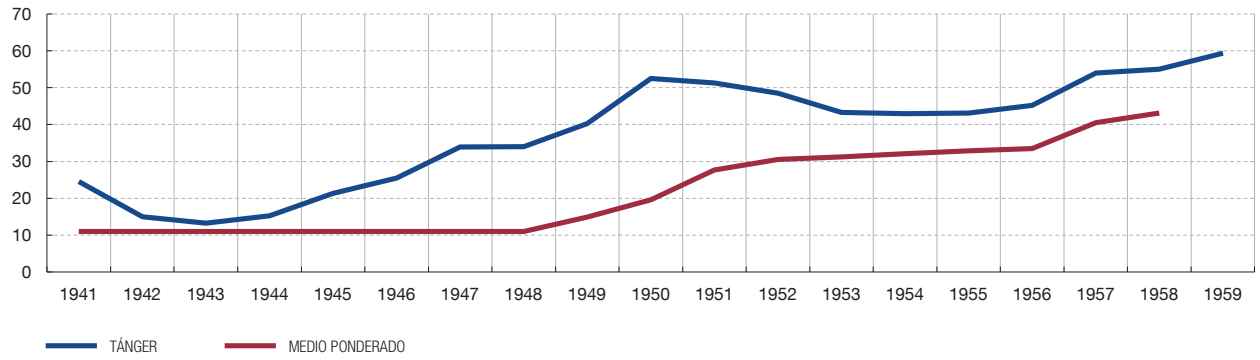
La sobrevaloración del tipo de cambio oficial de la peseta y la fuerte regulación tuvieron como consecuencia lógica la aparición de mercados paralelos o mercados negros para la divisa española. Un aspecto muchas veces ignorado de la política de cambios de la autarquía es la intensa intervención realizada por las autoridades españolas en estos mercados paralelos. La principal plaza para la negociación de la peseta se situaba en Tánger, donde la peseta circulaba y se comerciaba libremente en virtud de su especial régimen económico y monetario. Esta circunstancia fue aprovechada por los agentes para convertir el mercado de Tánger en el centro del comercio ilegal de pesetas. El gráfico 5.5 refleja la evolución del tipo de cambio vigente en Tánger al final de cada año.

El gráfico revela, en primer lugar, la especial circunstancia que supuso la Segunda Guerra Mundial para el sector exterior español. Espoleada por la demanda de bienes españoles, la peseta se revalorizó en los mercados libres, representados aquí por el de Tánger, hasta situarse en un nivel muy similar al del cambio oficial. A partir de 1945, la paulatina normalización de la economía mundial y la indisciplina monetaria en el interior supusieron una progresiva depreciación de la peseta hasta 1947, año en el que el premio al que se negociaba la peseta en la ciudad tangerina se elevó hasta el 210 %, lo que se correspondía con una situación de emergencia en el sector exterior, como se tratará más adelante. El siguiente año, 1948, fue un año de transición muy tranquilo, probablemente debido a la expectación con que se vivía la inminente toma de decisiones por parte del Gobierno español. Las subrepticias devaluaciones de 1949, los intensos rumores sobre una probable regulación del mercado monetario de Tánger y algunos cambios en la legislación que afectaba a la banca española en la plaza norteafricana desataron una huida de la peseta, que en 1950 alcanzó su cotización más baja, llegando a negociarse a finales de año a 52,52 PTA/$, lo que sin embargo solo significaba un diferencial del 168 %, gracias

27 Linde de Castro (1971), p. 40; Eguidazu (1978), p. 247, o Viñas *et al.* (1979), p. 620.
28 Acta del Consejo de Administración de 4 de enero de 1949. ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 2.
29 Serrano Sanz y Asensio (1997), pp. 561-563.
30 Serrano Sanz y Asensio (1997).

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA EN TÁNGER

GRÁFICO 5.5




FUENTES: Martínez-Ruiz (2003) y Martín-Aceña y Pons (2005).

a la caída del valor oficial de la divisa española. A partir de ese año, el premio comenzó a descender, tanto por la elevación del cambio oficial de la peseta como por la apreciación de la moneda española en el mercado libre. Como veremos a continuación, también en esta estuvieron implicadas las autoridades españolas.

La especulación a que era sometida la peseta en el mercado de Tánger era motivo de preocupación para la administración franquista, sobre todo porque ponía manifiesto la irracionalidad de la política económica del régimen. La preocupación del Gobierno de Franco y del propio jefe del Estado con el tipo de cambio de Tánger crecía al ritmo del diferencial, de manera que, a principios del decenio de los cincuenta, la llamada «especulación» de la peseta en Tánger se había convertido en un problema de primer orden. Acabar con el negocio de la peseta en el mercado negro se convirtió así en un objetivo prioritario, de manera que el ministro del ramo a partir de 1951, Manuel Arburúa, articuló una intervención que tuvo como principal ámbito de actuación ese mercado, y cuyo objetivo último era revalorizar la divisa española[31].

Para entender la actuación del Gobierno español en el mercado de Tánger es imprescindible, primero, un breve acercamiento a la personalidad y objetivos de los agentes involucrados en el comercio ilegal de divisas. En segundo lugar, es imprescindible una aproximación a la significación de ese comercio para la economía española. Como en la mayor parte de los casos, los principales agentes de este mercado eran comerciantes e industriales españoles. La existencia de un activo comercio ilegal durante los años cuarenta y cincuenta ha sido destacada por toda la literatura, e incluso admitida por las propias autoridades franquistas. Las dificultades con las que se encontraba la importación llevaban a los productores españoles a buscar vías alternativas —y en la mayoría de los casos, ilegales— para abastecer sus industrias. Las divisas necesarias para realizar este comercio se obtenían evidentemente en el mercado negro. La oferta de pesetas procedía, pues, en su mayoría de los industriales españoles, ávidos de importaciones de materias primas. Así, desde luego, parecen haber pensado las autoridades españolas, como se desprende tanto de los informes enviados desde Tánger como de sus actuaciones, que

31 La importancia que el nuevo ministro daba a la reducción del diferencial entre el tipo de cambio oficial y el vigente en Tánger se trasluce de la documentación interna generada en el momento de la negociación del programa dólar-peseta (ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 169). Así, a modo de ejemplo, puede mencionarse cómo el ministro aleccionaba a los bancos españoles participantes en la operación en una reunión mantenida a finales de 1953, donde afirmó que «dentro de la política desarrollada para mejorar la cotización de la peseta se concedió importancia primordial a conseguir el aprovisionamiento de algodón por procedimientos normales» (Acta del Consejo de Administración del IEME de 12 de enero de 1954, ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 2). Por otro lado, hay que señalar que no faltaron las propuestas de acercar el cambio oficial a un nivel más realista. Evidentemente, estas propuestas fueron sistemáticamente ignoradas. Véase ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 32.

se analizarán a continuación[32]. Otra parte de la oferta de pesetas procedía sencillamente de la evasión de capitales. Aunque apenas existen pruebas documentales, este tipo de operaciones debió evidentemente existir. Sin duda, una parte se realizaba a través de la exportación, sencillamente dejando una parte de los ingresos por las ventas de bienes al exterior en plazas y bancos extranjeros. Otra parte, sin embargo, se realizaba por canales más toscos, que significaban la llegada a Tánger, por vía marítima, correo certificado o, incluso, valija diplomática, de fajos de billetes de pesetas para ser cambiados por divisas fuertes, preferentemente dólares, en el mercado de Tánger. En cuanto a los demandantes de pesetas, eran fundamentalmente personas que deseaban, bien realizar un viaje a España, o bien enviar alguna remesa a familiares residentes en España. También habría que contar entre los demandantes con algunos exportadores españoles que desviaban parte de los ingresos de sus ventas hacia el más lucrativo mercado de Tánger para aumentar sus beneficios en pesetas[33].

¿Cuál era la magnitud de este comercio? Contamos con datos fragmentarios sobre el volumen total del comercio de pesetas en Tánger durante el decenio de los cincuenta. Así, se han localizado los partes diarios enviados al IEME por su representante en el mercado tangerino para la semana del 16 al 24 de febrero de 1950 durante la cual se realizaron operaciones por un valor total de 14,25 millones de pesetas, lo que significaba aproximadamente unos 750 millones de pesetas anuales[34]. En 1954, el ministro Arburúa presumía de que el volumen de pesetas detraído al mercado por las intervenciones del IEME ascendía a 1.250 millones en poco más de un año[35]. Cinco años y medio después, en octubre de 1959, un enviado especial del IEME encargado de examinar los efectos del Plan de Estabilización en Tánger afirmaba que el comercio de pesetas entradas de contrabando ascendía de media a 120 millones de pesetas al mes, esto es, unos 1.450 millones anuales. A juzgar por estas cifras parciales, durante el decenio el volumen de transacciones se había prácticamente doblado.

Para completar este cuadro, hemos de acudir a la estimación de los errores y/o omisiones de las estadísticas oficiales de comercio exterior, que frecuentemente se han utilizado como indicador del peso de las transacciones efectuadas a través de los mercados paralelos. El camino para cuantificar estos errores es comparar los valores declarados que contiene la estadística oficial española con los valores declarados del comercio con España reflejados en las estadísticas internacionales. Un ejercicio de este tipo fue realizado por Martínez-Ruiz (2003) en su reconstrucción de las balanzas de pagos de la autarquía[36]. La primera columna del cuadro 5.1 refleja los resultados obtenidos en ese trabajo para los años posteriores a 1948, por ser estos los que se refieren a los años donde se planteó el problema del comercio clandestino de la valuta española[37]. La columna 2 contiene una nueva estimación de los errores del registro oficial de la exportación española calculada siguiendo la metodología propuesta por Reinhart y Rogoff (2004)[38]. Como puede observarse, los resultados son muy parecidos, si bien, en general, el método utilizado por

---

32 Véase ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 32.

33 El procedimiento de registro de las exportaciones de frutas y hortalizas por «consignación» facilitaba estas actuaciones. Como se puede leer en la Balanza de Pagos de 1961, «una parte de nuestras exportaciones agrícolas se venden en consignación y alcanzan un precio muy superior al declarado con fines estadísticos a su paso por las aduanas españolas».

34 Es una aproximación muy burda, por cuanto el comercio de pesetas sufría fuertes alteraciones estacionales y febrero se contaba entre los meses de menor tráfico. ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 32.

35 Véase ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 169.

36 Los detalles sobre fuentes y metodología, en Martínez-Ruiz (2003).

37 Por otro lado, son los que ofrecen mayor fiabilidad.

38 La estimación se hace de acuerdo con la siguiente fórmula:
Errores estadística oficial = $(X_{wi}/Z)-X_i$, donde $X_{wi}$ representa las importaciones desde el país i (en este caso, España) declaradas por el resto del mundo, $X_i$ se corresponde con la exportación declarada en las estadísticas oficiales españolas y Z es un factor flete calculado como las importaciones totales del mundo en valores CIF/ las exportaciones totales del mundo en valores FOB. Para más detalles, véase Reinhart y Rogoff (2004), p. 12.

VALOR DE LA EXPORTACIÓN NO REGISTRADA EN LAS ESTADÍSTICAS OFICIALES COMO PORCENTAJE DEL TOTAL

CUADRO 5.1

| | Metodología Martínez-Ruiz | Metodología Reinhart y Rogoff |
|---|---|---|
| 1948 | 19,69 | 22,45 |
| 1949 | 27,22 | 27,27 |
| 1950 | 28,20 | 29,78 |
| 1951 | 9,29 | 11,29 |
| 1952 | 3,27 | 0,91 |
| 1953 | -9,28 | -3,18 |
| 1954 | -13,11 | -11,28 |
| 1955 | -14,38 | -26,69 |
| 1956 | -20,00 | -30,28 |
| 1957 | -13,43 | -23,10 |
| 1958 | -21,64 | -27,70 |

FUENTE: Martínez-Ruiz (2003). Véase texto.

Reinhart y Rogoff presenta errores del registro oficial de mayor magnitud. En cualquier caso, ambas estimaciones ponen de manifiesto el alto grado de omisiones o falsificaciones contenidas en las estadísticas oficiales españolas.

Los datos del cuadro ofrecen, sin embargo, un primer resultado un tanto sorprendente. Para los primeros años considerados (esto es, entre 1948 y 1952), los datos arrojan una considerable —si bien menguante— sobrevaloración de los registros españoles. A juzgar por estos números, los registros españoles no estarían infravalorados, sino que, por el contrario, reflejarían más transacciones que las realmente realizadas. Este hecho se explica porque determinadas figuras del sistema de control de cambios (en concreto, las cuentas combinadas y las operaciones especiales) vinculaban las autorizaciones de nuevas licencias de importación a las ventas realizadas anteriormente. De esta forma, y dado que el negocio más lucrativo se encontraba en la importación, algunos exportadores inflaban los ingresos por exportación con el fin de obtener nuevas licencias para importar, lo que llevaría a una sobrevaloración de la exportación. Las cuentas combinadas se transformaron en un mecanismo de promoción del contrabando y la corrupción. La consecución de una cuenta combinada prácticamente garantizaba la capacidad para importar, por lo que algunos exportadores inflaban los ingresos por exportación con el fin de obtener nuevas licencias para importar. Así lo manifiesta Manuel Ortínez, quien se ocupó de este tipo de actividades por cuenta de los empresarios textiles algodoneros de Cataluña durante la autarquía[39].

La falsificación, obviamente, ya comenzaba en la aduana. En el puerto se embarcaba una partida de tejidos, por ejemplo, y se decía: «Aquí van 300.000 metros de tela a 30 centavos de dólar el metro». En realidad, había 100.000 metros a 10 centavos el metro, con lo que la cantidad de algodón que se podía importar crecía artificialmente. La complicidad de los funcionarios, como es natural, tenía su coste.

Estos instrumentos, por tanto, no solo distorsionaban el comercio español, sino que se convirtieron en la principal fuente de alimentación del negocio ilegal de divisas. Así lo corroboran los informes enviados por los diversos representantes españoles. En 1949, el Cónsul General de España en Tánger afirmaba que la «entrada masiva de billetes españoles en Tánger se debe en su mayor parte a las llamadas operaciones comerciales combinadas»[40]. Una vez ese tipo de instrumentos comenzó a perder importancia, a partir de

39 Ortínez (1993), p. 39.

40 ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 32.

INGRESOS DEL IEME EN EL MARCO DEL PROGRAMA DÓLAR-PESETA CUADRO 5.2

Millones

| | Dólares | Cambio medio | Pesetas |
|---|---|---|---|
| 1953 | 37,67 | 45,004 | 1.695,30 |
| 1954 | 74,56 | 44,039 | 3.283,55 |
| 1955 | 86,23 | 43,375 | 3.740,23 |
| 1956 | 54,21 | 42,929 | 2.327,18 |
| 1957 | 52,08 | s.d. | |
| 1958 | 76,64 | s.d. | |
| **TOTAL** | **381,39** | | |

FUENTE: Martínez-Ruiz (2000).

1951, la dirección de los errores varió. Según los resultados contenidos en el cuadro, entre un 10 % y un 25 % de la exportación escapaba a los canales oficiales. El mercado de Tánger absorbía, pues, una parte muy significativa de las operaciones exteriores de España y, en ese sentido, como señalan Reinhart y Rogoff (2004) para el caso general, el cambio de Tánger es el mejor indicador de la política monetaria de estos años, y así ha sido considerado por numerosos estudios sobre la España franquista, igual que en la estimación de las crisis cambiarias contenidas en el capítulo 2 de este trabajo.

La acción del Estado para contener la depreciación de la valuta española en el mercado negro se basó en dos pilares fundamentales: el programa dólar-peseta y la intervención directa en el mercado de Tánger. En cuanto al primero, la idea básica era detraer volumen de negocio al mercado libre de Tánger, de manera que el diferencial entre el tipo de cambio de este mercado y el oficial se redujese. El programa consistía en una operación de compensación entre el Consorcio de Industriales Textiles Algodoneros (CITA) y el IEME, por parte española, y la World Commerce Company (WCC) por parte foránea, para facilitar, de un lado, la importación de algodón y, de otro, la captación de divisas a través de la repatriación de capital, el turismo o las remesas de emigrantes. A los agentes que canalizasen sus operaciones a través del programa se les ofrecía un tipo de cambio más favorable, como puede apreciarse en el cuadro 5.2[41]. Se trataba, pues, de ofrecer a estos agentes una vía oficial, segura y más atractiva, bien de importar materia prima, bien de obtener las pesetas requeridas para el auxilio familiar o los gastos de viaje.

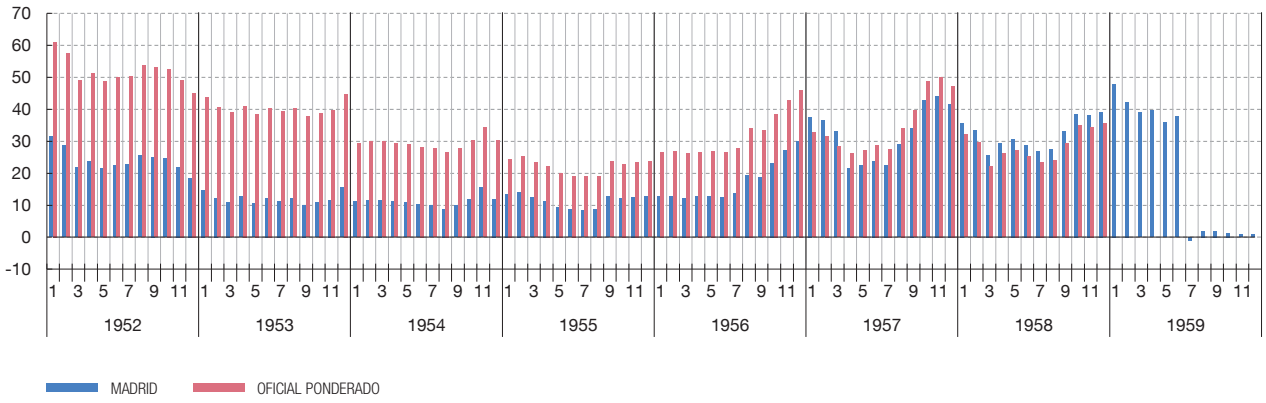
En segundo lugar, queda aludir a la estabilización del cambio en Tánger por parte del IEME. Esta intervención estaba destinada al mismo fin que el programa. Intentaba contribuir a la apreciación de la peseta; en este caso, aumentando la oferta de dólares. Como pusieron de manifiesto Viñas *et al.* (1979), en el único estudio sobre el particular de que disponemos hasta ahora, la ley de creación del IEME no había previsto una eventual intervención directa del Instituto —ni de ningún otro organismo— en los mercados para una estabilización de la peseta, de manera que fue necesaria una disposición *ad hoc* para permitir que el IEME ejecutase estas acciones[42]. La contradicción inherente a la intervención de un organismo oficial como el IEME en un mercado ilegal no pareció preocupar a las autoridades comerciales, que, no obstante, no publicitaron su actuación. Para operar en el mercado se utilizó una empresa, llamada Siaguins, que estaba situada en una oficina de la calle del mismo nombre de la ciudad de Tánger. La función de Siaguins —sociedad privada, aunque propiedad del IEME— era controlar el volumen de billetes españoles que

41 Más detalles, en Viñas *et al.* (1979) y Martínez-Ruiz (2000).

42 Se autorizó mediante un decreto reservado del que el ministro daría cuenta en el Consejo de Administración del IEME de 17 de febrero y de 19 de junio de 1953. ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 2.

PRIMA DEL CAMBIO EN TÁNGER. PORCENTAJE SOBRE EL VIGENTE EN EL MERCADO DE MADRID Y EL CAMBIO OFICIAL PONDERADO

GRÁFICO 5.6




FUENTES: Tipo de cambio oficial ponderado, en Martínez-Ruiz (2003); tipo de cambio en Tánger, en ABE, Dpto. Extranjero, IEME, Secretaría, caja 308.

circulaban por la ciudad. Para ello, aseguraban la compraventa de pesetas al cambio previsto en el programa a cualquier agente —estraperlistas, contrabandistas, banqueros y honrados comerciantes— que acudiera a sus oficinas.

No se ha podido estimar la magnitud de esta intervención. Sabemos, sin embargo, que, además de sufragar la compra de algodón en rama, y otras mercancías, las divisas conseguidas a través del programa dólar-peseta sirvieron también para financiar la intervención del propio IEME en el mercado negro de Tánger. Por ejemplo, en 1953, 9,7 de los 39 millones de dólares obtenidos a través del programa fueron utilizados para sostener la cotización de la peseta en Tánger[43]. Esto suponía aproximadamente un 25 % del total. Si damos como buena la cifra calculada por Viñas *et al.,* durante el período total de vigencia del programa al menos un 10 % de los dólares fue empleado para la intervención en el mercado de Tánger[44]. Esto habría supuesto una cota mínima de 40 millones de dólares, que a un cambio medio de 45 PTA/$ arroja una cifra de 1.800 millones de pesetas, unos 300 millones de pesetas anuales. Si damos por buena la muy fragmentaria evidencia presentada anteriormente, esto significaría que entre un 25 % y un 50 % de la oferta de pesetas era absorbida por el propio IEME a un tipo de cambio mayor que el oficial.

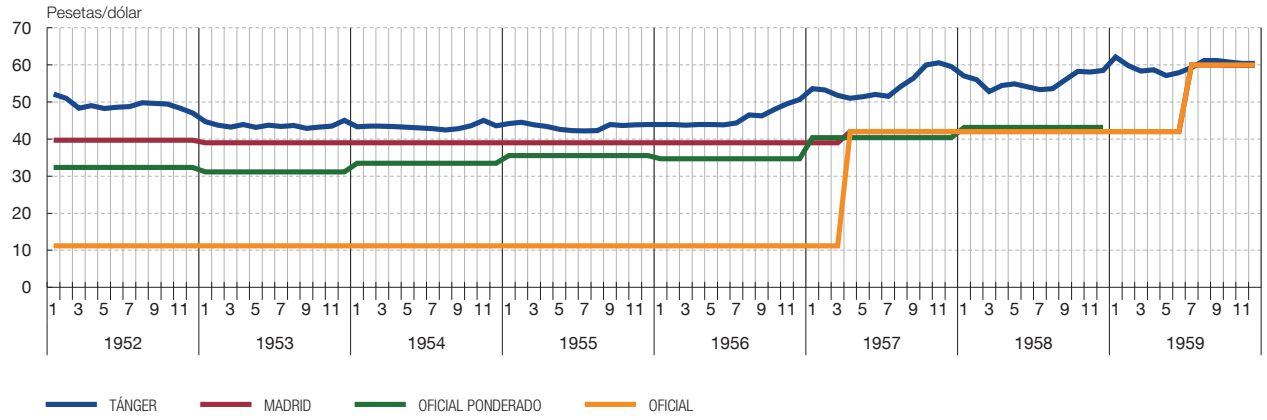
El principal fin de los responsables económicos españoles se cumpliría en la medida en que se produjese una aproximación entre el tipo de cambio vigente en Tánger y el oficial. El gráfico 5.6 refleja la evolución de la prima de cambio en Tánger, con datos mensuales.

Como puede observarse, el diferencial con el cambio oficial ponderado se redujo de manera continuada hasta 1955, si bien se registraron unas elevaciones al final de cada año, que en algunos informes vienen explicadas por una intensificación de la actividad de la banca francesa de Tánger en los mercados de cambio a la búsqueda de beneficios que permitiesen presentar una mejor imagen a cierre de año. La comparación con el tipo de cambio vigente en el llamado «mercado libre de Madrid», sin embargo, refleja otra evolución. Así, la notable reducción de este diferencial registrada en 1952 se paralizó a partir de la puesta en marcha de la actuación del IEME, para empezar a elevarse otra vez a partir de finales de 1956. Para entender qué elementos están detrás de esto,

43 Acta del Consejo de Administración del IEME de 12 de enero de 1954. ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 2.

44 Otros fines eran financiar la compra de otros productos (como azúcar o trigo) que habían de ser pagados necesariamente en dólares, mientras que se procuraba desviar las compras de algodón hacia aquellos destinos donde se permitía el pago en divisas *clearing* o no convertibles. «Particular del Acta del Consejo de Administración del IEME del día 12 de enero de 1954». ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 169.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y DEL CAMBIO VIGENTE EN EL MERCADO DE TÁNGER GRÁFICO 5.7




FUENTES: Para el cambio promedio oficial, Martínez-Ruiz (2003). Para el cambio de Tánger, ABE, Dpto. Extranjero, IEME, Secretaría, caja 308.

el gráfico 5.7 compara la evolución del tipo de cambio oficial, el tipo oficial ponderado y el cambio vigente en el mercado libre de la peseta con el tipo de cambio vigente en Tánger al final de cada mes.

Como puede apreciarse en el gráfico, el tipo de cambio del llamado «mercado libre» se mantuvo muy estable desde su creación hasta la unificación del cambio en febrero de 1957, pues apenas osciló entre 38,95 y 39,65 PTA/$. Mayores cambios experimentó el tipo de cambio medio ponderado por tipo de operación, que fue subiendo y, por tanto, devaluándose progresivamente desde 1949[45]. Durante cuatro años consecutivos, el tipo de cambio medio oficial perdió aproximadamente un 30 % cada año, pasando de 10,95 a 30,48 PTA/$. A partir de ese momento, el cambio fue estabilizándose, pero todavía perdió casi otro 10 % hasta 1956. La caída del cambio oficial se ocultó bajo el marasmo de cambios diferenciales y la nula transparencia del sistema, lo que hacía que el régimen de las operaciones exteriores fuese impenetrable y manipulable a conveniencia.

Unida a la progresiva devaluación del cambio oficial, la relativa inmovilidad en el mercado de Tánger permitió una notable reducción del diferencial. Esta evolución contrasta con la experimentada en los años anteriores. Como muestra el gráfico 5.5, entre 1950 y 1952 el diferencial entre el cambio oficial y el del mercado negro se redujo de forma apreciable a simple vista, tanto por la paulatina devaluación del valor oficial de la peseta como por su apreciación en los mercados extraoficiales. La paulatina mejoría en la cotización de la peseta en el mercado negro entre 1949 y 1952 estuvo relacionada con una cierta mejoría en las condiciones económicas internas —hay que recordar que en esos años las tensiones inflacionistas en España remitieron—, con los pequeños superávits registrados en la balanza básica y, sobre todo, con la confianza generada por el acercamiento entre el Gobierno español y la Administración norteamericana. Esta tendencia continuó hasta 1953, año en el que se firmaron los acuerdos hispano-estadounidenses. La gestión de Arburúa probablemente cosechó también los frutos del cambio en la situación internacional. A partir de 1953, la diferencia entre un precio y otro apenas se movió, lo que confirma la escasa o nula responsabilidad del programa y de la intervención «oficial» en el mercado negro. Los problemas se acentuaron a partir de 1956, cuando la inflación comenzó de nuevo a acelerarse y la balanza comercial a registrar fortísimos déficits, y el tipo de cambio de la peseta en Tánger subió de nuevo[46].

45 Sobre el método y las fuentes utilizadas, véase Martínez-Ruiz (2003).

46 Con todo, la Administración estaba tan satisfecha de los resultados que incluso se pensó en poner en marcha una operación similar con la libra. Viñas *et al.* (1979), pp. 825-830.

Por una parte, se consiguió que los pagos de invisibles se realizaran por canales oficiales y, por otra, se logró detraer oferta de pesetas en el mercado de Tánger. Viñas *et al.* (1979) consideran que el programa se saldó con relativo éxito, ya que logró ambos objetivos, a la vez que se estabilizaba el cambio en Tánger. Sin embargo, si examinamos uno a uno estos resultados, el acierto de la intervención queda muy matizado. Ya hemos visto lo que se refiere a la evolución del cambio. En cuanto a los ingresos, hay que señalar que el programa tuvo seguramente unos resultados plausibles en cuanto a apartar del mercado paralelo a los cedentes de divisas, sobre todo en los primeros momentos. El volumen de dólares ingresados por el IEME, contenidos en el cuadro 5.2, se elevó por encima de 380 millones entre 1953 y 1958. Sin embargo, para disponer de una visión completa debemos comparar la evolución de los ingresos obtenidos en el marco del programa con las entradas generales de divisas en concepto de invisibles. Los ingresos por invisibles experimentaron una tendencia al alza que no estaba relacionada con el funcionamiento del programa[47]. De hecho, el porcentaje de entradas en concepto de invisibles canalizado a través del programa dólar-peseta se fue reduciendo desde 1954, año en el que alcanzó una cota máxima del 35 %. También los datos referidos al turismo, la principal de estas partidas, permiten apuntar la parvedad de los resultados. El permanente aumento del número de turistas llegados a España a partir de 1950 no se vio acompañado de un similar aumento de los ingresos, de manera que el ingreso medio por turista cayó drásticamente a partir de 1953, lo que hace pensar en la continuada utilización de canales fraudulentos para la obtención de pesetas[48].

### 5.4 La crisis cambiaria de 1957-1959: el final de la autarquía para la peseta

La crisis final de la autarquía tuvo su origen en el mantenimiento de un tipo de cambio sobrevalorado que no respondía a las condiciones macroeconómicas del país. El progresivo desequilibrio de la balanza comercial pasó a un primer plano cuando se vieron frustradas todas las esperanzas puestas en la ayuda americana, que se demostró insuficiente para financiar las necesidades españolas. Durante 1956 las reservas sufrieron un notable deterioro, al disminuir el volumen de divisas hasta situarse en un nivel de 23 millones de dólares [Martínez-Ruiz (2003)]. A finales de ese año, las reservas de España apenas cubrían un 16 % de las importaciones. Los problemas de balanza de pagos tenían su correlato interior en forma de inflación. El mantenimiento de una Hacienda pública constreñida por la negativa a realizar una reforma fiscal impidió a las autoridades poner coto al crecimiento de la oferta monetaria, que siguió acomodando pasivamente las necesidades de liquidez del sistema. El consecuente aumento de los precios agudizaba la sobrevaloración de la peseta y, con ella, la falta de competitividad de los productos españoles en los mercados internacionales.

Esta situación forzó un cambio de gobierno en febrero de 1957. Las primeras medidas tomadas en el ámbito del control de cambios pretendieron la simplificación del sistema. Así, en abril se procedió a la unificación del tipo de cambio, pues hasta ese momento se habían aplicado paridades diferenciadas según la naturaleza de las operaciones. Esta medida vino acompañada de una fuerte devaluación del cambio oficial, que pasó de 10,95 a 42 PTA/$. Aunque en 1957 y 1958 se registró un ligero descenso de las importaciones, causado probablemente por las restricciones impuestas por el control de cambios, las compras exteriores se mantuvieron en niveles muy elevados. En 1957, la balanza por cuenta corriente registró de nuevo un considerable déficit, lo que, a falta de fuentes de financiación externas, provocó otro fuerte descenso de las reservas del

47 A pesar de la opinión de Franco, que en enero de 1957 afirmaría: «Arburúa es un hombre trabajador y ha proporcionado al Estado más divisas que ninguna otra gestión ministerial». Franco Salgado-Araujo (1976), p. 191.

48 Martínez-Ruiz (2003), pp. 91-93.

país: el *stock* de divisas se redujo hasta los 5 millones de dólares y se hizo necesaria la venta de oro. Las autoridades monetarias enajenaron oro por valor de 31,5 millones de dólares. Todo ello llevó a la resurrección, en mayo de 1958, del sistema de cambios múltiples. La única diferencia consistió en que esta vez no se fijaba un tipo de cambio diferente para cada clase de operación (o para cada bien que se había de importar o exportar), sino que se articuló un sistema de primas y recargos que se aplicaba sobre el cambio oficial, de manera que algunas transacciones resultaban subvencionadas, mientras que otras eran penalizadas [Martínez-Ruiz (2000)].

Los primeros pasos de la reforma del sistema de control de cambios autárquico se dieron, pues, en 1957. Sin embargo, estos primeros pasos no fueron consolidados. Faltó determinación en la puesta en práctica de las medidas, lo que, en buena parte, causó su fracaso. En primer lugar, la devaluación fue insuficiente. A pesar de la caída en el valor de la peseta, la moneda española continuó sobrevalorada en un 30 % [Serrano Sanz y Asensio (1997)]. En segundo lugar, no se atacó decididamente la eliminación de los instrumentos que introducían complejidad y desigualdad en el sistema, a la vez que permitían la aparición de cambios múltiples. Tal era el caso de las operaciones especiales, el programa dólar-peseta o las cuentas combinadas. La timidez de las medidas liberalizadoras dio al traste con las esperanzas puestas en ellas, fracaso que forzó una vuelta atrás, de modo que los dos años que van desde el cambio de gobierno de febrero de 1957 al Plan de Estabilización se podrían caracterizar como una fase de transición. En ella la política monetaria exterior fue dubitativa, y combinó considerables pasos hacia la liberalización con sonadas vueltas atrás, como ocurrió con la resurrección de los cambios múltiples. Sin embargo, el intento de simplificar y racionalizar el sistema fue importante, y debe señalarse que vaivenes de este tipo fueron frecuentes en las etapas previas a la liberalización de los pagos en muchos países y en buena medida anunciaron la apuesta por la total liberalización [Krueger (1978)].

La situación se tornó desesperada a lo largo de 1958, cuando se vendió la mayor parte de las reservas de oro del IEME, que pasaron de 34,88 millones de dólares a tan solo 2,57 millones. Asimismo, se enajenó buena parte del oro del Tesoro. Esas ventas redujeron las existencias de oro de estos dos organismos hasta los 10,66 millones de dólares registrados el 31 de diciembre de 1958 [Martínez-Ruiz (2003)], lo que dejaba a España al borde de la suspensión de pagos. El desequilibrio exterior hizo imposible continuar con la estrategia autárquica y forzó la adopción del conocido Plan de Estabilización en 1959. Los estímulos que llegaban de Europa (con el paso a la plena convertibilidad de las principales divisas europeas en 1958 y la implicación de las organizaciones internacionales —FMI y Banco Mundial, que, además de asesorar, se mostraron dispuestas a proporcionar ayuda financiera—) fueron también cruciales.

El Plan de Estabilización de julio de 1959 pretendió la liberalización de los intercambios y de los pagos exteriores, y supuso, por tanto, un radical viraje en la política económica española. Se estableció la paridad de la peseta en 0,01488112 gramos de oro fino por peseta o, lo que es lo mismo, 60 PTA/$. España se comprometió con su ingreso en el FMI a mantener esta paridad dentro de una banda de un ±1 %, lo que significaba intervenir cuando la cotización se acercara a los límites de 59,4 o 60,6 PTA/$. Esta decisión significó un cambio trascendental con respecto a la política anterior, puesto que se renunció definitivamente a artificios monetarios como los cambios múltiples, las primas y recargos o las operaciones especiales. Se pasó en pocos meses de un sistema caracterizado por la total inconvertibilidad de la peseta y el monopolio del Estado en la tenencia y el comercio de las divisas a un sistema algo más abierto, donde se reconoció la convertibilidad externa, pero no interna, de la peseta y se relajó el monopolio estatal. Con todo, la fijación de un tipo de cambio único y realista para la peseta fue la decisión de mayor trascendencia. La economía española se sometió, a partir de julio de 1959 y hasta la

desaparición del sistema de Bretton Woods en 1971-1973, a la disciplina de un tipo de cambio fijo. La paridad de 60 PTA/$ estaba algo por encima de la vigente en Tánger hasta un año antes, que oscilaba entre las 57 y las 58 PTA/$, lo que quiere decir que los responsables económicos se dejaron un cierto margen de seguridad a la hora de fijar el tipo de cambio. El nivel elegido, que supuso una fuerte devaluación de la peseta, resultó adecuado, evitándose así, al menos temporalmente, los gravísimos problemas que la anterior sobrevaloración había causado.

### 5.5 La integración de España en el sistema internacional de pagos: la peseta en Bretton Woods

En octubre de 1958 se dio un paso importante en el camino hacia lo que iba a ser el Plan de Estabilización. En esa fecha, España ingresó en el Fondo Monetario Internacional y en el Banco Mundial, lo que obligaba a replantear la política española para adaptarla a las exigencias de estas instituciones. En febrero de 1959 ocurría lo propio con la Organización Europea de Cooperación Económica (OECE). El ingreso de España intensificó las negociaciones con estos organismos, que se habían iniciado años antes, sucediéndose las misiones de observación y asesoramiento. El proceso culminó en el Decreto-ley de Ordenación Económica de 21 de julio de 1959, por el que se ponía en marcha el conocido como «Plan de Estabilización». Este plan tenía como líneas maestras la disciplina financiera, el freno a la inflación y la liberalización de los intercambios y los pagos con el exterior. El Plan de Estabilización incluyó medidas de ajuste en todos los ámbitos de la economía española y afectó de manera especial a la política monetaria exterior[49].

El Plan de Estabilización pretendió la liberalización de los intercambios exteriores y la multilateralización de los pagos. La unificación del tipo de cambio y su fijación a un nivel más realista, la liberalización de las importaciones, la concesión automática de las divisas para aquellos países con los que se gozaba de convertibilidad y las oportunidades brindadas a la inversión extranjera cambiaron radicalmente el panorama de la política económica exterior. Se pasó en pocos meses de un sistema caracterizado por la total inconvertibilidad de la peseta y el monopolio del Estado en la tenencia y el comercio de las divisas a un sistema algo más abierto, donde se reconoció la convertibilidad externa de la valuta y se relajó el monopolio estatal[50]. A partir de 1960, el papel del IEME quedó reducido paulatinamente al de mero supervisor de las transacciones con el exterior. El cambio de política económica significó, por tanto, variaciones en las funciones del IEME y en su propia organización. Desde ese momento, el IEME sufrió un progresivo vaciado de competencias, lo que, unido a la pérdida de influencia de la mentalidad que justificó su creación, desembocó en su desaparición en julio de 1973.

La fijación de un tipo de cambio único y realista para la peseta fue la primera decisión de importancia. En el Decreto-ley de 4 de julio de 1958 se había facultado al Consejo de Ministros a determinar, a propuesta del Ministerio de Comercio, una nueva paridad para la peseta «en los términos previstos en el Convenio Consultivo del Fondo Monetario Internacional y en la Resolución 13-5 del Consejo de Gobernadores del mismo». Esto significaba fijar la paridad de la peseta en términos de oro o de dólares de Estados Unidos «del peso y ley en vigor el 1-VII-1944». Por Decreto de 17 de julio de 1959 se estableció la paridad de la peseta en 0,01488112 gramos de oro fino por peseta o, lo que

49 Existe una amplísima literatura sobre el Plan de Estabilización y sus efectos. Entre otros, se pueden consultar Donges (1976), González (1979), Gámir (1975) o los artículos de alguno de los protagonistas, como Fuentes Quintana (1984) y Manuel Varela Parache (1989-1990).

50 Si bien la pervivencia de la Ley de Delitos Monetarios de 1938 no permitió, en opinión de algunos autores, como Eguidazu (1978), su equiparación con los sistemas vigentes en los países que asumieron los compromisos de Bretton Woods.

es lo mismo, 60 PTA/$[51]. España se comprometió con su ingreso en el FMI a mantener esta paridad dentro de una banda de un ±1 %, lo que significaba intervenir cuando la cotización se acercara a los límites de 59,4 o 60,6 PTA/$. Esta paridad estuvo vigente hasta la devaluación de noviembre de 1967, por la que el valor de la peseta bajó hasta las 70 PTA/$. En esta ocasión, la devaluación de la libra fue aprovechada para ajustar el tipo de cambio a la nueva situación de la economía española, sujeta a fuertes presiones inflacionistas. Por lo demás, la economía española se sometió, a partir de julio de 1959 y hasta la desaparición del sistema de Bretton Woods en 1973, a la disciplina de un tipo de cambio fijo.

Por otra parte, la convertibilidad exterior de la peseta fue declarada por el Gobierno español en 1961. En el Decreto-ley de Ordenación Económica se había previsto esta medida en su artículo quinto, donde se autorizaba al Gobierno a «establecer, a propuesta del ministro de Comercio, la convertibilidad de la peseta en los casos y condiciones que estime convenientes». El Decreto de 15 de julio de 1961, por el que se declaraba la convertibilidad de la peseta, vino, pues, a cumplir esta disposición. Según este decreto, «los saldos en pesetas, propiedad de personas jurídicas extranjeras o de personas físicas, españolas o extranjeras, con residencia habitual en el extranjero, que se originen según las normas que establezca el Instituto Español de Moneda Extranjera, serán libremente convertibles en dólares de los Estados Unidos o en otras monedas convertibles»[52]. Los bancos podían realizar automáticamente operaciones de crédito y de débito en este tipo de cuentas, es decir, sin autorización previa. Las operaciones que podían abonarse en estas cuentas eran el producto de la venta de divisas convertibles en el mercado español, el producto en pesetas de la importación legalmente aprobada de mercancías cuyo pago estuviera previsto en pesetas o divisas convertibles, el contravalor en pesetas de pagos de invisibles debidamente autorizados o los traspasos con cargo a otras cuentas similares y los intereses bancarios. Por otra parte, las operaciones que podían ser cargadas al débito de estas cuentas eran la compra en el mercado español de cualquiera de las divisas en él cotizadas, el pago de mercancías españolas exportadas legalmente, la realización de inversiones de capital o compra de valores mobiliarios dentro de las condiciones establecidas en la legislación al respecto, el traspaso a favor de una cuenta extranjera de cualquier naturaleza, la compra de fincas rústicas y urbanas y, por último, todo pago que se hubiera de realizar en España. Es decir, como norma general, estas operaciones eran todas las liberalizadas con carácter general o autorizadas expresamente por el IEME, ya fueran comerciales, corrientes o de capital[53].

La convertibilidad interna de la divisa no fue declarada. En principio, la prohibición general de la todavía vigente Ley de Delitos Monetarios para los pagos al extranjero por cualquier concepto, salvo expresa autorización del IEME, se mantuvo. Sin embargo, numerosas disposiciones fueron paulatinamente liberalizando las operaciones corrientes,

---

51 La paridad de 60 PTA/$ estaba algo por encima de la vigente en Tánger hasta un año antes, que oscilaba entre las 57 y las 58 PTA/$, lo que quiere decir que los responsables económicos se dejaron un cierto margen de seguridad a la hora de fijar el tipo de cambio.

52 En realidad, como destaca Eguidazu (1978, pp. 302 y 303), este tipo de cuentas solo podía interesar a los bancos extranjeros, de manera que una circular posterior del IEME (18.6.1962) intentó facilitar la actividad bancaria permitiendo a los bancos delegados abrir y mantener en sus cajas cuentas corrientes con preaviso y depósitos a plazo de hasta seis meses en favor de los bancos corresponsales extranjeros con un tipo de interés igual al del mercado interior.

53 Hay que destacar que el Decreto de 15 de julio de 1961 no derogó el anterior Decreto de 5 de julio de 1937, por el que se bloqueaban los saldos en cuentas cuyo titular fuese residente en el extranjero. Por el contrario, el artículo quinto establecía que todas aquellas cuentas extranjeras que no pudieran acogerse a la convertibilidad serían consideradas «Cuentas extranjeras de pesetas interiores» y estarían sujetas para su movilización a las normas previstas en julio de 1937, es decir, a la autorización previa del IEME, para operaciones tanto de crédito como de débito.

tanto comerciales como de invisibles, aumentando progresivamente la gama y el volumen de las operaciones permitidas. La liberalización afectó también a las operaciones de capital. Durante los dos años que siguieron al Plan de Estabilización se sucedieron las disposiciones liberalizadoras en todos los aspectos. La ola reguladora se frenó algo en los años posteriores, aunque siguieron apareciendo nuevos textos legales que ampliaban y, en parte, corregían las disposiciones anteriores. Esto hizo necesario un esfuerzo de sistematización y unificación, que tuvo como resultado un aluvión de disposiciones a finales del decenio (1968-1970).

El cambio de un rígido sistema basado en el bilateralismo a otro donde primaban la cooperación y la integración económicas exigía, por tanto, un nuevo planteamiento de la administración comercial, que tendría que hacer frente a nuevos problemas. En cierta manera, el Ministerio de Comercio perdió la autonomía de que había gozado hasta el momento para dirigir las transacciones económicas con el exterior y hubo de compartir ámbitos de decisión con otros ministerios, como Hacienda, Industria o Agricultura, que pugnaban por participar en la definición de la nueva política. El caso del IEME y el control de cambios fue paradigmático dentro de las tensiones entre los diferentes ministerios por hacerse con mayores cuotas de poder.

A mitad del decenio de los cincuenta, el Ministerio de Hacienda saltó a la palestra, proponiendo la incorporación del Instituto al Banco de España. Los años siguientes fueron escenario de un continuo forcejeo entre Hacienda y Comercio por obtener o mantener el poder sobre un área por la que necesariamente pasaban buena parte de los esfuerzos liberalizadores, como era el del control de cambios. La postura de Hacienda tenía sin duda una base teórica firme: el paso del control de cambios al banco central no haría sino subsanar uno de los mayores problemas causados con la creación del IEME, la escisión de la autoridad monetaria, poniendo en manos del Banco de España todos los instrumentos necesarios para realizar una política monetaria coherente. Hay que recordar, además, la coincidencia temporal de estas pugnas interministeriales con la realización de los estudios que conducirían a nacionalización del Banco de España.

El proceso de vaciado de atribuciones del IEME en favor del Banco de España comenzó con la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, de 14 de abril de 1962, en cuya base segunda del artículo 1.º se disponía el traspaso al banco central de todas aquellas funciones que afectasen al «movimiento de pagos exteriores y la centralización de las reservas metálicas y de divisas». Esto suponía, sin duda, una victoria de los responsables de Hacienda, matizada, sin embargo, por el resto del propio artículo, que continuaba diciendo: «no obstante, las funciones que la legislación vigente atribuye al Instituto Español de Moneda Extranjera continuarán siendo desempeñadas en su actual adscripción ministerial, quedando a determinación del Gobierno el momento en que deba efectuarse aquel traspaso». Esta posposición del traspaso de competencias no privó a Navarro Rubio de proclamar su victoria política, aunque esta no tuviera efectos prácticos inmediatos[54].

Tan salomónica decisión es interpretada por Viñas como un intento de mantener el control de cambios dentro del Ministerio más proclive a la liberalización, esto es, el de Comercio, habida cuenta de la posición obstaculizadora de que hacía gala el departamento de Hacienda[55]. Sea como fuere, el resultado fue que las fricciones entre ambos ministerios y, por supuesto, sus respectivos responsables no cejaron durante los años siguientes, a pesar de la paulatina pérdida de influencia de los sucesivos ministros de Comercio frente a los cada vez más potentes responsables de Hacienda[56].

---

54 Viñas (1980), p. 212.

55 Viñas (1980), pp. 213 y 214.

56 Seguramente, estas fricciones tuvieron otros hitos, que por ahora no han sido documentados.

Fue el caso MATESA el que precipitó los acontecimientos. Hasta 1969, el Instituto siguió desempeñando sus funciones, dependiendo del Ministerio de Comercio y teniendo como directores generales a varios técnicos comerciales[57]. Tras el cambio de gobierno de finales del 1969, se tomó la decisión de llevar a cabo el traspaso. El Decreto de 14 de noviembre de 1969 establecía que el Banco de España desempeñaría todas las funciones de carácter operativo del IEME, entre las que se contaban el movimiento de los pagos exteriores y la centralización de las reservas metálicas y de divisas, conservando el Instituto las de carácter administrativo[58]. Las funciones traspasadas eran las más técnicas, es decir, las relacionadas con el control de las operaciones bancarias o la ordenación y clasificación estadística de las operaciones; mientras que las administrativas implicaban la potestad de autorizar, denegar o regular las operaciones que los particulares quisieran efectuar con el exterior. En la práctica, sin embargo, la distinción era mucho menos evidente, pues, como indica Eguidazu, «el control de cambios es [...] una cuestión de control bancario. Y precisamente por esta razón el IEME siguió tradicionalmente la táctica de imponer una u otra mecánica bancaria, de forma que dicha mecánica posibilitase o imposibilitase determinadas transacciones, o las condicionase de forma determinada»[59]. De manera que la distinción no resultaba tan clara y era previsible que menudearan dudas y conflictos. La situación del IEME se había hecho muy precaria, por cuanto habían sido precisamente «las funciones de carácter técnico operativo» las que justificaron su creación[60]. Perdidas estas, su existencia carecía ya de sentido.

A pesar de que siguieron las disputas, la situación permitió alcanzar un acuerdo que garantizó al menos el normal funcionamiento de la institución. En cualquier caso, la pugna continuó en los años siguientes, pues se trataba sobre todo de una lucha política entre los responsables de los dos departamentos para ver si «el Instituto se escindía o si, por el contrario, gravitaba hacia la órbita del Ministerio de Haciendo y/o el Banco de España»[61]. De hecho, el Ministerio de Hacienda fue ganando prerrogativas en el ámbito del control de cambios, como demuestra el hecho de que a partir de 1970 el director general del IEME fuera nombrado conjuntamente por los ministros de Hacienda y de Comercio o que se crease una comisión interministerial para entender de los asuntos relacionados con la política de divisas, de la que formaban parte, además de los ministros de Comercio y de Hacienda, los de Industria, Agricultura y Asuntos Exteriores y el comisario del Plan de Desarrollo, así como el gobernador del Banco de España y el director del IEME, bajo la presidencia del vicepresidente del Gobierno, Luis Carrero Blanco.

En esta situación se llegó a 1973. Después de casi cuatro años de fricciones, el IEME se extinguía por Decreto-ley de 17 de julio de 1973[62]. Sus competencias eran traspasadas al Ministerio de Comercio, que recibió no solo las competencias que venía ejerciendo el IEME desde 1969, sino también las relacionadas con las inversiones extranjeras, que había desarrollado la OCYPE[63]. Tras decenios, el Banco de España volvió a reunir todas las funciones propias de un banco central.

---

57 Véase, Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca, de 14 de abril de 1962, base segunda. Viñas explica el progresivo desmantelamiento del IEME en el marco de la pugna entre el Ministerio de Comercio y el de Hacienda por controlar la política monetaria exterior, conflicto que justificaría también los retrasos en la aplicación de las disposiciones oficiales. Viñas (1980), pp. 206-220.

58 Según indica Eguidazu (1978, p. 376), aunque la división era teóricamente sencilla, en la práctica la cuestión era de difícil solución y los conflictos entre ambos organismos fueron continuos.

59 Eguidazu (1978), p. 376.

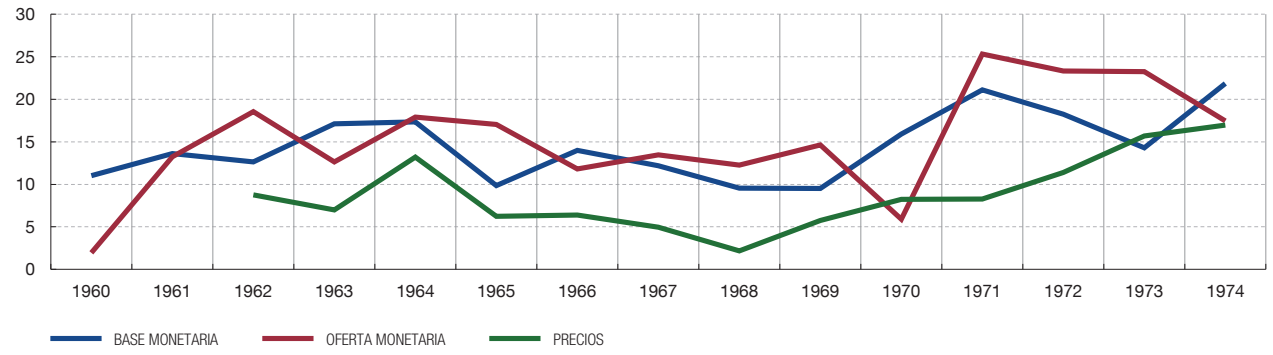
60 Eguidazu (1978), p. 377.

61 Eguidazu (1978), p. 377.

62 En el mismo decreto-ley desapareció también la OCYPE.

63 Una semana después, el Decreto de 26 de julio, que siguió las pautas marcadas en 1969, vino a aclarar las funciones que correspondía desempeñar a cada organismo implicado, esto es, al Banco de España y al Ministerio de Comercio. Por otra parte, el patrimonio del Instituto se traspasó al Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MONETARIAS (TASA DE VARIACIÓN) GRÁFICO 5.8




FUENTES: Martín-Aceña y Pons (2005) y Maluquer de Motes (2005).

EL LENTO DESPERTAR DE LA POLÍTICA MONETARIA

El Plan de Estabilización supuso la activación de la política monetaria, reducida a la inexistencia durante los años de dinero barato de la autarquía. No quiere decirse con esto, sin embargo, que la política monetaria pasara a primer término, ni que se desarrollaran todavía los mecanismos necesarios para su correcta instrumentación. El Plan de Estabilización, en términos monetarios, descansó en medidas simples y de acción directa, como la restricción directa del crédito o los depósitos previos a la importación. De acuerdo con Poveda, esto se debió a «la carencia total de experiencia en el manejo de otros mecanismos»[64]. Los tipos de interés (descuento, redescuento y pignoración) también se elevaron con el plan, si bien las elevaciones no fueron de importancia. Por tanto, en estos años en España (como en casi todos los países europeos) no se practicó todavía una política monetaria moderna, caracterizada por el manejo continuo de la cantidad de dinero, sino que la evolución monetaria continuó estando al servicio de la estrategia desarrollista, y solo en casos de fuertes desequilibrios externos se acudía a medidas que frenaban bruscamente la expansión monetaria [Aríztegui (1993)]. Como consecuencia, la oferta monetaria creció rápidamente, una vez superada la depresión posestabilización. El gráfico 5.8 recoge la expansión monetaria, base monetaria y M1.

La continuada expansión monetaria desde 1962 venía provocada por el fuerte crecimiento del crédito privado, apoyado hasta 1964 por el aumento de reservas producido por el superávit de la balanza básica [Poveda (1972)]. En diciembre de ese año, la tasa de inflación superó el 12 %. La bonanza producida por la estabilización había hecho peligrar la estabilidad de precios, y en 1963 la autoridad monetaria introdujo un nuevo instrumento, el coeficiente de liquidez, que fijó en enero en un 10 %, para elevarlo al 12 % y al 13 % en marzo y mayo. La medida tuvo un apreciable impacto, logrando una rápida desaceleración de la expansión monetaria y del crédito hasta 1964. Sin embargo, nunca volvió a utilizarse y se mantuvo en el nivel del 13 % hasta 1971.

EL MERCADO DE DIVISAS Y LA INTERVENCIÓN DEL CAMBIO

Un importante elemento del Plan de Estabilización fue la reforma del mercado de divisas. Es evidente que tamaños cambios requerían una actualización no solo de las normas que regían el funcionamiento del mercado, sino de la propia concepción de su naturaleza. Era imprescindible, por una parte, apartar al IEME de la compraventa directa de divisas, ampliando las funciones de la banca delegada, que hasta entonces había sido un mero intermediario. Se trataba de fijar una serie de procedimientos por los que los residentes en España efectuarían sus operaciones en divisas, evitando en lo posible el trámite de la

64 Poveda (1975), p. 34.

autorización previa por parte del IEME y flexibilizando la actuación de la banca, lo que agilizaría las operaciones[65]. Por otra parte, era necesario articular un verdadero mercado interbancario de divisas, donde las paridades se fijaran de acuerdo con la oferta y la demanda, interviniendo el IEME solo en caso de que se rebasasen los límites establecidos por el FMI.

Algunos de los principios que inspiraron la reforma estaban contenidos en el Decreto-ley de Ordenación Económica, que decía que los residentes en España, fueran personas físicas o jurídicas, que estuvieran en posesión de divisas cotizadas en el mercado, cualesquiera que fueran su origen o título de pertenencia, estaban obligados a venderlas en aquel a través de un banco delegado. Por lo que respecta a las divisas no cotizadas en el mercado, debían ser cedidas al Estado a través del IEME. Por tanto, la norma cambió solo en lo referente a las divisas cotizadas en el mercado, y solamente en lo que afecta a la mecánica de la venta, porque las personas físicas y jurídicas residentes en España continuaron estando obligadas a vender o ceder en el plazo de ocho días cualquier divisa que entrara en su poder, fuera cual fuere su origen. En lo que respecta a las compras, sin embargo, los cambios fueron mayores, aunque se debieron principalmente a la progresiva liberalización de la economía. En principio, las compras de divisas solo podían realizarse cuando su destino estuviese autorizado, con carácter general o especial, por las autoridades monetarias. La cada vez mayor liberalización de operaciones comerciales, de invisibles o de capital hizo que una parte creciente de las operaciones de compra pudiera realizarse automáticamente.

Pero la verdadera novedad residió en que, a partir de 1959, se permitió a los bancos delegados mantener permanentemente saldos en divisas hasta un cierto límite, a fin de atender con ellos las operaciones de sus clientes, la llamada «posición»[66]. Esta decisión relajó tímidamente el rígido monopolio de tenencia y comercio de divisas que había poseído el IEME, al permitir el mantenimiento de saldos en divisas a los bancos, que, sin embargo, no podía rebasar unos límites mínimos y máximos. Además, solo podía estar compuesta por divisas que cotizaran en el mercado español. Esas divisas debían estar siempre a disposición del IEME, que podía en cualquier momento comprarlas contra pesetas al cambio oficial. Precisamente para cumplir con los mínimos y máximos autorizados para la posición, los bancos acudían al mercado oficial, donde intentaban ajustar los movimientos que las operaciones de sus clientes habían originado en sus posiciones. Eso no quiere decir, sin embargo, que el mercado oficial fuera el único lugar donde se efectuaban operaciones interbancarias con divisas. En cuanto al funcionamiento, en el mercado oficial se fijaba el tipo de cambio del día y se encajaban las posiciones finales de los bancos. La contratación se efectuaba en sesiones que tenían lugar todos los días hábiles a partir de las 11.30 de la mañana y que estaban presididas por un representante del IEME, asistido por dos anotadores de cambios. Los únicos autorizados para contratar eran los bancos delegados, a través de sus representantes[67]. La representación del IEME, además de presidir la sesión, desempeñaba una función interventora para evitar que los tipos de cambio superasen los límites establecidos[68]. Las divisas cotizadas eran: dólar estadounidense, dólar canadiense, libra esterlina, marco alemán, franco francés, franco suizo, franco belga, florín holandés, lira italiana, corona noruega, corona sueca, corona danesa y chelín austríaco, a las que se añadieron en 1969 el marco finlandés y el escudo portugués,

---

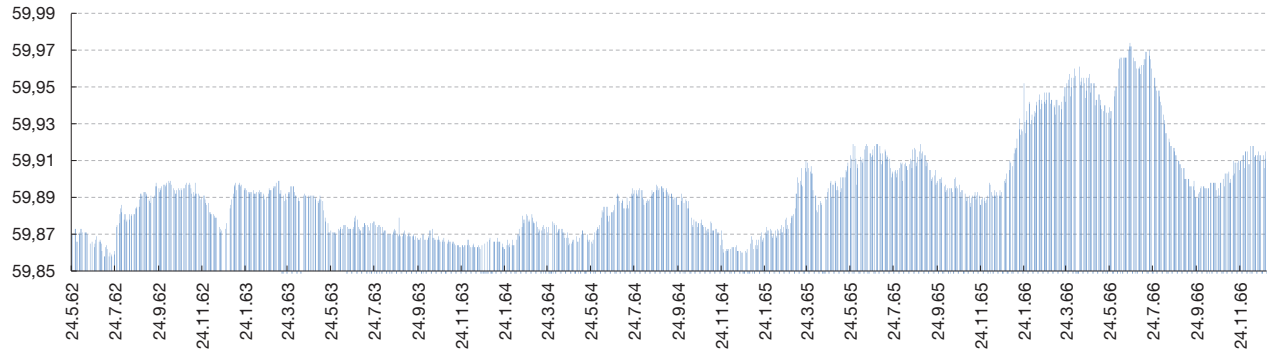
65 Viñas *et al.* (1979), p. 1180.

66 Orden de 25 de agosto de 1959.

67 Circular 256 del IEME, de marzo de 1969. En realidad, hay disposiciones anteriores que regulan las operaciones del mercado de divisas. Sin embargo, esta circular reúne y sistematiza todas las disposiciones anteriores en cuanto a organización del mercado, mecánica de las transacciones y normas de comunicación y control, por lo que es imprescindible fijar la atención en ella.

68 Eguidazu (1978), pp. 314 y 315.

CAMBIO DIARIO DE LA PESETA EN EL MERCADO DE MADRID, 1962-1966 GRÁFICO 5.9




FUENTE: *Boletín Estadístico* del Banco de España.

y en 1972, el yen japonés. El orden de contratación de las divisas, así como los mínimos que se habían de contratar, también estaba expresamente establecido, y los bancos delegados estaban obligados a comprar o vender al menos el mínimo fijado.

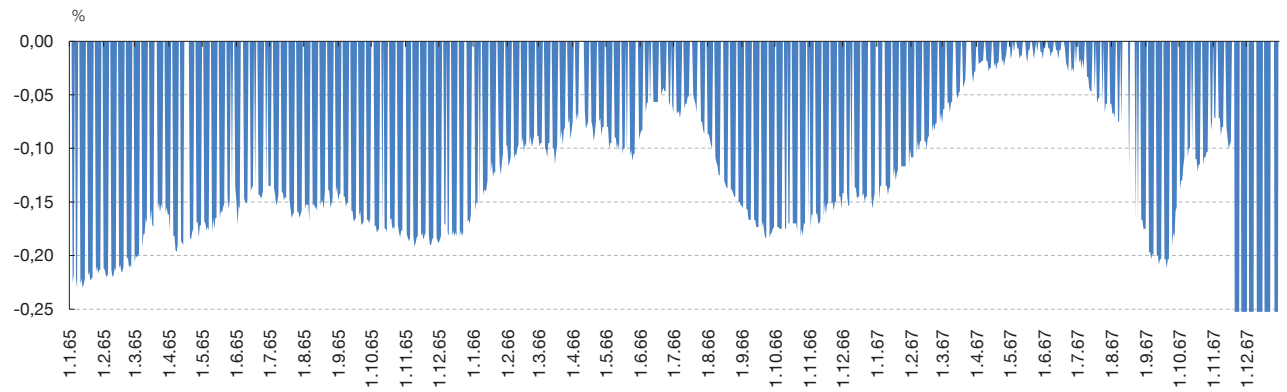
Cada día a primera hora, el Instituto comenzaba fijando los cambios de intervención para el dólar estadounidense, que serían comunicados a un banco de guardia. Desde mayo de 1962, estos cambios se fijaban según un procedimiento automático que permitía reajustar diariamente la cotización en función de las oscilaciones que el dólar experimentara en los mercados de Londres, París, Zúrich y Fráncfort, y con las modificaciones estacionales que se juzgase oportuno. El Instituto compraría y vendería a dichos cambios los importes en dólares que la banca le solicitase, y el banco de guardia estaría obligado a hacer lo propio en caso de así exigirlo el IEME. Normalmente, estos cambios de intervención tendrían validez hasta día siguiente, aunque en ocasiones se modificaban durante la sesión. Al final de la sesión, el representante del IEME y los anotadores de cambios fijaban el cambio base de cada divisa en razón de lo contratado[69]. Este era el tipo de cambio que debía aplicarse por la banca a las operaciones del día siguiente con sus clientes, a los que se cargaría una comisión del 1,5‰ a cada lado del referido cambio medio. Por su parte, el IEME se reservaba el control de las operaciones, ya que dictaba las normas acerca de la forma de operar e influía decisivamente en las cotizaciones. A pesar de todo, la posibilidad de mantener una posición de divisas y de realizar operaciones interbancarias de arbitraje supuso un importante cambio, que acercaba el mercado español a los existentes en los países más desarrollados.

Con la incorporación de la peseta a Bretton Woods, las autoridades españolas adquirieron la obligación de intervenir en los mercados de cambio para impedir que la cotización rebasase los límites establecidos, un 1 % por encima y por debajo de la paridad. De hecho, la banda de fluctuación era todavía más estrecha, por cuanto las autoridades tendían a intervenir cuando la cotización se acercaba a una cierta distancia del límite (por ejemplo, el ±0,75 %), con el fin de facilitar el mantenimiento de la cotización dentro de la zona de fluctuación. El gráfico 5.9 refleja la cotización diaria de la peseta con respecto al dólar en el mercado de Madrid en los primeros años de funcionamiento del sistema. Como puede apreciarse, la peseta se mantuvo durante todo el período ligeramente apreciada —entre un 0,17 % y un 0,23 %— y las oscilaciones de la cotización fueron muy pequeñas, de apenas 56 céntimos entre el máximo y el mínimo hasta el 31 de diciembre de 1965. De hecho, al comenzar el funcionamiento del mercado de divisas el margen entre los cambios de intervención era apenas de 0,04 pesetas, margen que en febrero de 1963 se redujo a la mitad. Poveda (1975) afirma que las autoridades españolas exageraron su

69 Eguidazu (1978), p. 316.

APRECIACIÓN RESPECTO DE LA PARIDAD OFICIAL

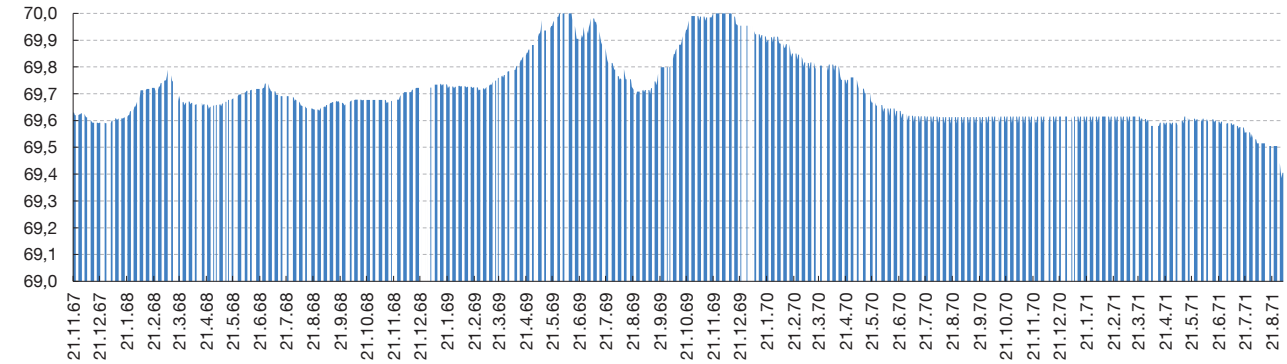
GRÁFICO 5.10




FUENTE: *Boletín Estadístico* del Banco de España.

CAMBIO DIARIO DE LA PESETA EN EL MERCADO DE MADRID, 1967-1971

GRÁFICO 5.11




FUENTE: *Boletín Estadístico* del Banco de España.

«actitud intervencionista», limitando el margen entre los tipos comprador y vendedor, lo que, en su opinión, «daba mínimo juego al mercado entre terceras personas, obligando al IEME a intervenir continuamente»[70].

El devenir de la balanza de pagos y la evolución de las variables monetarias en España obligaron a flexibilizar esta postura, si bien la peseta continuó manteniéndose en la par o algo por encima (hasta 10 céntimos), y el margen comprador y vendedor solo se elevó hasta 4 céntimos en julio de 1967, frente a un máximo de 90 céntimos permitidos por la banda.

Como indica Poveda, la devaluación de noviembre de 1967, que se tratará más tarde, varió algo la estrategia de las autoridades españolas, que fijaron el cambio de intervención un 0,53 % por debajo de la paridad, lo que de hecho suponía una revaluación, que se mantuvo, como refleja el gráfico 5.11, hasta que en 1969 retornaron los problemas de balanza de pagos. La cotización volvió entonces a acercarse a la paridad, sin que las autoridades se decidiesen a impedirlo. A partir de diciembre de 1969, la mejora de las cuentas exteriores españolas permitió una nueva apreciación de la peseta, que se situó en alrededor de las 69,6 PTA/$ hasta el otoño de 1971. Las turbulencias internacionales, que a la postre llevarían a la desaparición del sistema, provocaron una nueva apreciación de la valuta española, cuya cotización se salió de la banda del ±1 % en septiembre y experimentó un continuado ascenso hasta finales de año.

70 Poveda (1975), p. 73.

Además de este estrecho control al que se sometía a la peseta en el mercado de Madrid, el IEME intervino en los mercados de divisas extranjeros a través de diversas instituciones, entre las que destacan el Banco de Bilbao en París y en Londres, el Banco Español en Alemania, en París y en Londres y, especialmente, Siaguins, que era, sin duda, la más importante de todas ellas. La diferente significación de cada institución puede ilustrarse con el siguiente dato: del total de 1.544 millones de pesetas empleados en la intervención de los mercados exteriores durante el verano de 1963, 1.165 —esto es, el 77 %— se dirigieron a la empresa suiza, mientras que el resto se repartió los 379 millones restantes.

Trasladada desde Tánger a Zúrich en el verano de 1960, la empresa norteafricana se convirtió en Siaguins AG, esto es, una compañía por acciones, de las que el IEME poseía el 99 %, y tenía como objeto «toda clase de operaciones financieras, así como las de importación y exportación entre diferentes países y principalmente las que permitieran un aumento en el intercambio comercial hispano-suizo»[71]. En lo que se refiere a la peseta, la actuación de Siaguins se centraba en regular la oferta y la demanda de pesetas en el importante mercado suizo, de manera que las fuertes fluctuaciones estacionales del comercio de pesetas no se tradujesen en oscilaciones indeseadas de la cotización. Así, como explicaba el responsable de la empresa en Zúrich, en el período invernal, cuando la demanda de pesetas procedente del turismo remitía, Siaguins compraba pesetas contra dólares, que eran enviados desde Madrid a la cuenta de Siaguins en el First National City Bank de Nueva York, al precio fijado desde las oficinas del IEME. En el invierno de 1960, la cotización no bajó en Zúrich de 60,5 PTA/$, y en otoño de 1961 se cotizaba a 60,35 PTA/$. Solo en esos dos años, Siaguins vendió casi 85 millones de dólares —unos 5.180 millones de pesetas— a corresponsales en plazas suizas y extranjeras, entre los que pueden destacarse la Société de Banque Suisse de Basilea, la que menor volumen aportaba; la Compagnie Parisienne de Réescompte de París, único cliente en Francia; el Crèdit Andorrà y la Societat de Banca Andorrana y de Gibraltar, con The City Bank Ltd. y con la Banque Nicolas Rosenbaum. Como puede apreciarse a través de esta relación, el empeño de luchar contra el contrabando seguía en la mente de los directivos de Siaguins, que eran funcionarios del Estado español, pues los nuevos centros del contrabando —Andorra y Gibraltar— estaban entre sus plazas de influencia.

El objetivo de estabilizar la cotización de la peseta en los mercados internacionales exigió en 1961 ampliar la llamada «operación peseta» a la venta de pesetas. La gran demanda de billetes de pesetas durante la temporada turística amenazaba con provocar una excesiva apreciación de la valuta española. Así, de mayo a septiembre Siaguins se convertía en vendedora de pesetas. El gráfico 5.12 refleja la magnitud de las operaciones de Siaguins hasta 1968.

La empresa suiza se ocupaba también de otros asuntos por cuenta del IEME. Así, por ejemplo, en los primeros años en Zúrich, buena parte de las operaciones de Siaguins consistían en la venta de billetes extranjeros —fundamentalmente, francos franceses y canadienses, pero también otras monedas, como liras, escudos y, en menor cantidad, dólares estadounidenses y canadienses, francos suizos, etc.—. Los billetes recibidos se vendían, bien directamente, bien a través de corresponsales, y los cambios obtenidos en el más activo y potente mercado de Zúrich reportaban a Siaguins y, por ende, al IEME considerables beneficios, que los responsables de Siaguins explicaban de la siguiente manera[72]:

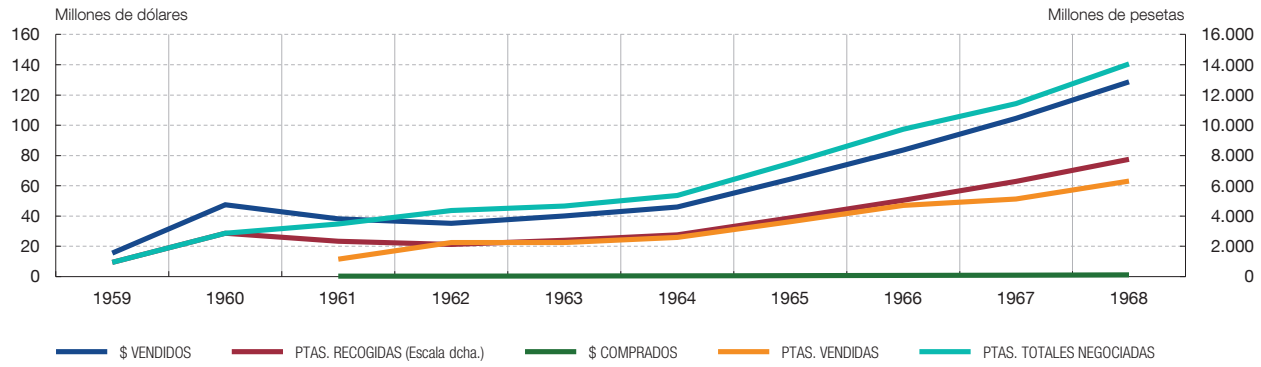
> «El cambio tan favorable a que suele resultarle al IEME la divisa que le abona Siaguins por la venta de sus billetes procede en primer término de los precios tan

71 La elección de Zúrich estuvo probablemente relacionada con el hecho de que esa plaza formaba ya en los años cincuenta parte del triángulo en el que se centraba la especulación en pesetas, en cuyos vértices estaban la plaza helvética, Tánger y Lisboa.

72 ABE, Extranjero, IEME, Secretaría, caja 375.

INTERVENCIÓN EN EL MERCADO DE LA PESETA POR PARTE DE SIAGUINS

GRÁFICO 5.12




FUENTES: 1959-1963: «La intervención de cambios de la peseta durante el quinquenio 1959-1963», ABE, Extranjero, Secretaría, caja 308. 1964-1968: estimación propia, a partir de los datos de las memorias anuales de Siaguins.

favorables de compra fijados por ese organismo muy favorables para el mismo, y en segundo lugar el precio máximo que se puede obtener al realizar su venta en un mercado que se conoce al detalle, por estar al tanto siempre de sus incidencias y tendencias.»

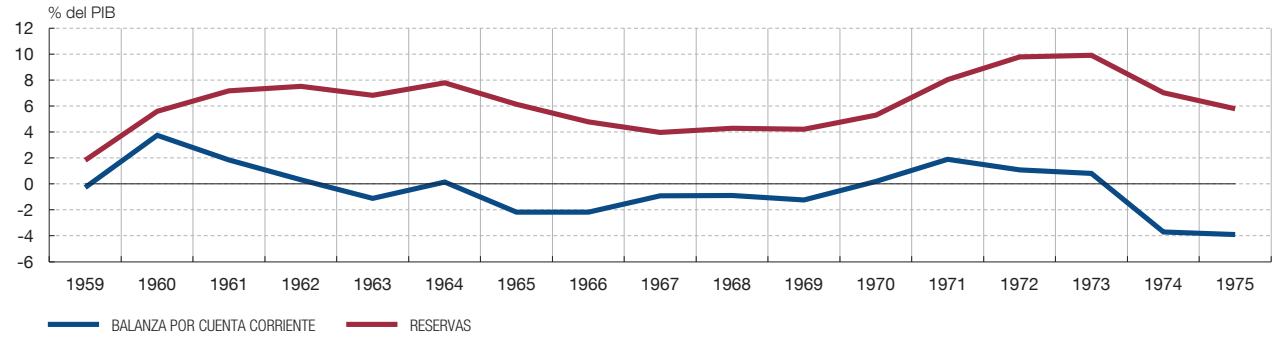
Con el paso de los años, el IEME redujo paulatinamente sus envíos de billetes extranjeros a Siaguins, aunque esos envíos fueron reemplazados por los que comenzó a efectuar la banca privada española. Mucha mayor significación tendría, sin embargo, el papel de Siaguins en el surgimiento de un mercado a plazo para la peseta. En 1961, la Circular 203 del IEME autorizaba a la banca a realizar operaciones a plazo con sus clientes para cubrir operaciones de exportación e importación ya autorizadas con un plazo máximo de 180 días. Con esto se pretendía acercar el modo de funcionamiento del mercado español a la norma en el mercado internacional, donde las operaciones a plazo se utilizaban a modo de seguro contra el riesgo de oscilaciones en el cambio. La falta de costumbre y de preparación de la banca española y el desincentivo que la extremada estabilidad del cambio significaba son dos de los factores mencionados por Mercadé (1971) para explicar por qué el mercado a plazo no despegó en España en un primer momento. Pero, según nos explica el propio autor, el problema fundamental estaba en la ausencia de una contrapartida posible que permitiera a los bancos cubrirse a la vez del riesgo. En efecto, la circular no autorizaba las operaciones interbancarias, de manera que la banca española habría tenido que asumir todo el riesgo. La situación cambió cuando la peseta convertible fue igualada en Zúrich al resto de las divisas convertibles, de forma que Siaguins, como cualquier entidad asentada en esa plaza, comenzó a poder realizar operaciones de compraventa de pesetas a plazo contra divisas. Como reflejan eufóricas las memorias anuales de la empresa, la posibilidad abierta a la banca española de operar con la empresa suizo-española para cubrir sus posiciones desatascó el mercado a plazo de la peseta, que, además, con la devaluación de 1967 se vivificó intensamente. De manera tal, que las operaciones de este tipo se multiplicaron por dos entre 1967 y 1968, llegando a rebasarse la cifra de 16.000 millones en las transacciones con pesetas convertibles.

### 5.6 La devaluación de 1967: ataque especulativo a la divisa de un país con fundamentos débiles

La devaluación de 1967 es un buen ejemplo de un ataque especulativo motivado por el mantenimiento de un tipo de cambio incompatible con la evolución de las variables macroeconómicas fundamentales de un país. Los problemas de la economía española, comunes a otros países, tenían dos caras: el desequilibrio externo y las tensiones inflacionistas.

RESERVAS Y CUENTA CORRIENTE

GRAFICO 5.13




FUENTES: Tena (2005) y *Boletín Estadístico* del Banco de España. Para el PIB, Prados de la Escosura (2003).

Como refleja el gráfico 5.13, entre enero de 1965 y julio de 1966 las reservas internacionales de España cayeron ininterrumpidamente. La pérdida total registrada en esos meses fue de 346 millones de dólares, más de un 22 % desde el máximo registrado en diciembre de 1964. Por el contrario, la presión sobre el cambio prácticamente era imperceptible. Durante todo 1965 el dólar se cambió por alrededor de 59,89 PTA, lo que suponía de hecho una desviación positiva respecto al cambio central de aproximadamente el 0,180 %.

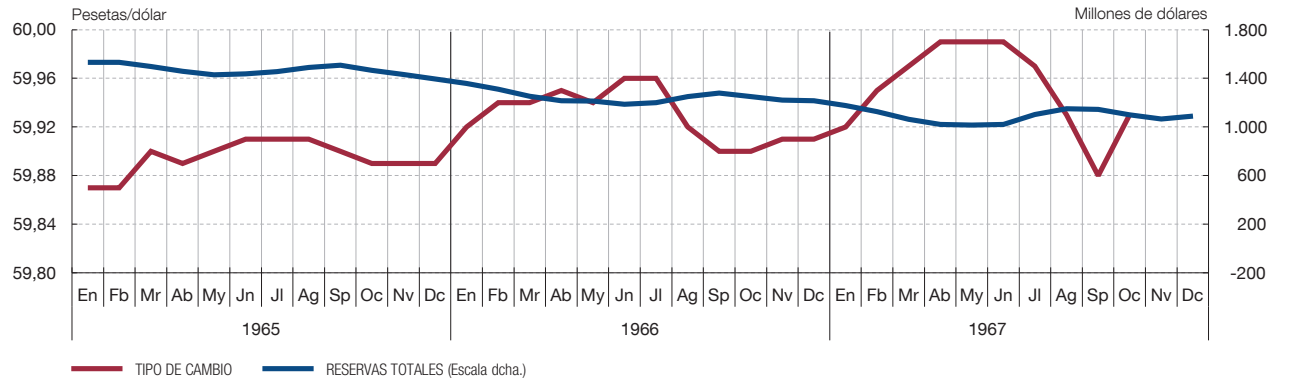
Durante 1965, la pérdida de reservas tuvo un efecto contractivo sobre la oferta monetaria, si bien la expansión del crédito bancario que financiaba el crecimiento del consumo y del gasto público compensó con creces este efecto. La tasa de inflación superó de nuevo los dos dígitos y, aunque el tipo de cambio nominal apenas varió, el proceso inflacionista hizo que, en términos reales, la peseta se apreciara frente a la moneda de los países más desarrollados. El alza de los precios, pues, restaba competitividad a las exportaciones españolas y agravaba el problema que suponía el déficit comercial, que había vuelto a presentarse con fuerza a partir de 1964. En efecto, una vez disipados los efectos de la devaluación de 1959, las importaciones volvieron a crecer con mayor rapidez que las exportaciones, y el déficit comercial pasó de 892 millones de dólares en 1962 a 1.963 millones en 1966. Las partidas compensatorias —turismo y remesas de emigrantes— contribuyeron notablemente a la reducción del déficit por cuenta corriente en este período; con todo, la economía española nunca dejó de necesitar capital extranjero para financiar su proceso de crecimiento. El saldo de la cuenta de capital, sin embargo, empeoró a partir de 1964, lo que dio origen a los primeros déficits de la balanza básica, que tuvieron que ser compensados con la disminución de las reservas. La situación de las reservas preocupaba mucho a las autoridades monetarias, que consideraban el nivel de reservas demasiado bajo, a pesar de los fuertes incrementos registrados entre 1959 y 1964.

A principios de 1966, para hacer frente a la situación, el Gobierno español aplicó un conjunto de medidas estabilizadoras, como fueron el aumento del tipo de interés (el tipo de pignoración aumentó del 5,5 % al 6 %, el de descuento del 5 % al 5,6 % y el de redescuento del 4 % al 4,5 %) y la imposición de un límite cuantitativo al crecimiento del crédito bancario (el 17 %). Sin embargo, poco después se daría marcha atrás. El intento estabilizador coincidió con la ralentización del ritmo de crecimiento. En abril, la banca bordea la crisis de liquidez y el temor a causar una deflación lleva al Gobierno a relajar de nuevo la política monetaria. Por tanto, estas medidas tuvieron un impacto muy limitado y apenas consiguieron frenar la caída de las reservas y el crecimiento de los precios.

Mientras tanto, en los mercados internacionales crecía la desconfianza frente a la estructura de tipos de cambio vigente. Una de las divisas más vulnerables fue la libra esterlina, que padeció numerosos ataques desde 1964 hasta su definitiva devaluación en noviembre de 1967. Las dudas sobre la libra tenían su origen en la precaria situación de la

RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO PESETA/DÓLAR, 1965-1967

GRAFICO 5.14




FUENTE: *Boletín Estadístico* del Banco de España (Tipo de cambio medio mensual. Reservas totales).

balanza corriente británica, que reflejaba la falta de competitividad de su economía. La resistencia de los sucesivos Gobiernos a tomar medidas deflacionistas que comprometieran el ritmo de crecimiento y el nivel de empleo provocó situaciones críticas para la divisa en los mercados de cambio, que hasta 1967 fueron salvados gracias a la ayuda internacional [Cairncross y Eichengreen (2003); Bordo *et al.* (2009)]. La tardanza de esa ayuda ante un nuevo ataque, en otoño de 1967, forzó la decisión del Gobierno británico, que el 16 de noviembre anunció su intención de devaluar la libra. El 18 de noviembre, la paridad de la libra pasó de 2,80$ a 2,40$.

Por lo que respecta a la economía española, a partir de octubre de 1966 la situación de la peseta en los mercados volvió a deteriorarse. En enero, el Gobierno español decidió utilizar parte de sus facilidades en el FMI (166 millones de dólares) para apoyar la peseta [Muns (1986)]. Además, se produjo una fuerte reducción de las reservas, que en los cinco primeros meses del año 1967 cayeron en otros 158 millones de dólares. La cotización de la divisa española se mantenía, pero la reducción de las reservas preocupaba a las autoridades monetarias, que consideraban que la expansión se construía sobre una base de reservas demasiado endeble. La llegada del verano, con el aumento de las entradas de divisas en concepto de turismo, alivió la situación y, entre junio y septiembre, la peseta se apreció algo en los mercados, mientras que las reservas se recuperaron, si bien mínimamente. Pasada la temporada turística, la peseta volvió a caer rápidamente y se reanudó la pérdida de reservas internacionales.

Así las cosas, la devaluación de la libra fue aprovechada para ajustar el tipo de cambio a la nueva situación de la economía española. El 19 de noviembre se solicitó el cambio de la paridad de la peseta de 60 a 70 PTA/$, esto es, una devaluación del 16,7 %. Como en el caso de otros países, el Gobierno español interpretó el ajuste del valor de la libra, una divisa de gran significación internacional, como una oportunidad de reajustar la paridad de la peseta para facilitar el «restablecimiento de la posición competitiva española en los mercados internacionales», según afirmaba la comunicación oficial enviada al FMI [Muns (1986)]. En ella se aprovechaba para asegurar que la devaluación iría acompañada de un conjunto de medidas internas restrictivas, como aumentos de impuestos, tipos de interés o reducciones del gasto público. Tras el acuerdo del FMI, la nueva paridad de la peseta entró en vigor el lunes 20 de noviembre y continuó vigente hasta agosto de 1971, cuando el cierre de la ventanilla de oro en Estados Unidos dio al traste con el sistema establecido en Bretton Woods.

Las autoridades monetarias apenas estuvieron activas hasta finales de 1968, cuando empezó a preocupar de nuevo la situación de las reservas. En esta ocasión, la respuesta se articuló a través de una reducción del límite de redescuento ordinario impuesta

en diciembre de 1968, seguida en marzo de una emisión de títulos a seis y a doce meses destinada a drenar liquidez del sistema. A partir de ese momento, la política monetaria comenzaría a dar una serie de pasos dispersos y limitados hacia la articulación de una política monetaria moderna, que empezó a realizarse en España a partir de 1973. Así, en julio de 1969 se revisó el sistema de tipos de interés, dando mayor flexibilidad al manejo del precio del dinero por parte del banco central, en 1970 se implantó el coeficiente de caja y en 1971 se reformó el crédito oficial y se suprimieron los títulos directamente redescontables. Con todo, los primeros años de la década de los setenta son años de fuerte expansión monetaria, como reflejan los gráficos, en buena parte debido a la intensa acumulación de reservas iniciada en 1970. La inestabilidad del entorno mundial se transmitió de manera clara a un país que todavía no estaba preparado para gestionar este tipo de situaciones y carecía de los instrumentos monetarios esenciales para realizar una política monetaria efectiva.

### 5.7 Conclusiones

Las funciones de política monetaria se repartieron entre dos organismos al inicio del régimen franquista, consolidando la escisión de la autoridad monetaria en su vertiente exterior e interior. En 1939 se creó el IEME para hacerse cargo en exclusiva de las funciones relacionadas con los pagos exteriores: definición del tipo de cambio oficial de la peseta, mantenimiento de las reservas del país y banquero del Estado en el exterior. Así, el papel del Banco de España se vio relegado a la ejecución de la política monetaria interior.

La política monetaria exterior se sometió al proyecto de desarrollo industrial autárquico mediante la implementación de un estricto control de cambios y unas exhaustivas restricciones cuantitativas. La política de aislamiento redujo al mínimo la entrada de capitales e hizo descender el grado de apertura de la economía española en la década de los cuarenta a niveles inferiores a los registrados a mediados del siglo XIX. Del mismo modo, la política monetaria interior también estuvo orientada al objetivo desarrollista. Los Gobiernos franquistas pusieron en práctica una política financiera expansiva, que aseguraba la financiación vía inflación del deficitario sector público. Como consecuencia, la oferta monetaria registró una expansión ininterrumpida entre 1941 y 1958.

El tipo de cambio de la peseta se definió en 1939 a un nivel sobrevalorado. El incremento de los precios agudizaba la sobrevaloración de la peseta y, con ella, la falta de competitividad de los bienes españoles en los mercados exteriores. La economía española se vio estrangulada durante la década de los cuarenta por la falta de capital extranjero y la carencia de *inputs* necesarios para el desarrollo. En 1947, la balanza de pagos española llegó a una situación próxima a la bancarrota, por lo que el Gobierno decidió adoptar un sistema de tipos de cambio múltiples, que suponían una devaluación de la peseta sin necesidad de cambiar el valor del tipo de cambio oficial. El sistema aplicaba paridades diferenciadas según la naturaleza de las operaciones, lo que facilitaba la intervención del Estado en los procesos de asignación de recursos productivos para fomentar el desarrollo económico. Este sistema de cambios múltiples distorsionó profundamente el comercio español y originó un lucrativo negocio ilegal de divisas.

El crecimiento que la economía española experimentó desde inicios de la década de los cincuenta impidió que la demanda de importaciones pudiese continuar reprimiéndose por medios administrativos, por lo que a partir de mediados de dicha década la autoridad monetaria comenzó a perder a ritmo creciente las reservas en oro y divisas. El progresivo desequilibrio de la balanza comercial llegó a nivel de tensión en 1956, cuando las reservas de España apenas cubrían un 16 % de las importaciones. En 1957 el *stock* de reservas se redujo hasta los 5 millones de dólares y se hizo necesaria la venta de oro por valor de más de 30 millones de dólares. A lo largo de 1958 la situación se tornó desesperada, ya que se tuvo que vender la mayor parte de las reservas de oro del IEME y buena

parte del oro del Tesoro, quedando España al borde de la suspensión de pagos. El desequilibrio exterior hizo imposible mantener la estrategia autárquica y forzó la adopción del Plan de Estabilización en 1959.

El Plan de Estabilización tuvo como líneas maestras la disciplina financiera, el freno de la inflación y la liberalización de los intercambios y pagos exteriores. Se estableció la paridad del cambio en 60 PTA/$. España ingresó en el FMI con el compromiso del mantenimiento de la paridad dentro de la banda de fluctuación del ±1 %, haciendo que la economía española se sometiese desde 1959 a la disciplina de Bretton Woods, obligándose a intervenir en los mercados de cambio para impedir que la cotización rebasase los límites establecidos. Esta paridad estuvo vigente hasta la devaluación de 1967, momento en el que España aprovechó la devaluación de la libra para fijar una nueva paridad de 70 PTA/$, más acorde con la situación de la economía española del momento. Esta nueva paridad se mantuvo hasta 1971, cuando el sistema monetario de Bretton Woods vio su fin.

Con la liberalización marcada en el Plan de Estabilización, el IEME sufrió un proceso de vaciado de funciones en favor del Banco de España. La Ley de Bases de Ordenación del Crédito y Banca de 1962 dispuso la centralización de las reservas metálicas y en divisas y el traspaso al banco central de todas las funciones que afectasen al movimiento de los pagos exteriores. El IEME se extinguió en 1973, volviendo el Banco de España a reunir todas las funciones propias de un banco central.

España siguió en el período de Bretton Woods un modelo de régimen cambiario que distó del sistema europeo hasta la adopción del Plan de Estabilización de 1959. La política monetaria exterior se sometió al proyecto de desarrollo industrial autárquico mediante la implementación de un estricto control de cambios. El tipo de cambio oficial sobrevaloraba la peseta e hizo perder competitividad paulatinamente a la economía española. El agotamiento de las reservas en 1958 obligó a los dirigentes franquistas a renunciar al estricto control de cambios e integró la peseta en el sistema internacional de pagos de Bretton Woods.

## Reflexiones finales

Las crisis cambiarias son ataques especulativos contra una divisa, que pueden resultar en una depreciación del tipo de cambio. La reacción de las autoridades ante estos ataques depende de los objetivos prioritarios de la política monetaria. De este modo, el análisis de la actuación de las autoridades monetarias en los episodios de crisis es de gran interés, en primer lugar, porque revela la elección de las autoridades con respecto a los objetivos de política económica y, en segundo, porque a menudo estas crisis suponen un punto de inflexión en las preferencias de las autoridades. Con el fin de determinar la estrategia seguida en el caso español, hemos comenzado por determinar los episodios concretos en los que la peseta estuvo sometida a presiones especulativas *(Exchange Market Pressure).* Una vez identificadas las crisis, hemos examinado las intervenciones de los responsables económicos en cada caso. De esta manera, el estudio de las crisis cambiarias nos ha proporcionado una nueva perspectiva para observar la evolución de la política monetaria en España entre 1874 y 1973.

Para ello, hemos dividido el período en tres grandes etapas, que coinciden con los regímenes monetarios internacionales: etapa del patrón oro clásico (1880-1913), etapa de patrón cambios-oro en entreguerras (1919-1936) y etapa de Bretton Woods (1944-1971). Durante buena parte de su existencia, la peseta se mantuvo al margen del Sistema Monetario Internacional. No fue hasta el Plan de Estabilización de 1959 cuando España se unió a un marco institucional de disciplina exterior. En este sentido, la historia de la peseta resulta útil para ilustrar aspectos muy debatidos en la literatura, como la influencia del régimen de tipo de cambio elegido y la frecuencia de las crisis o la relación entre la adopción de un sistema monetario al margen del sistema internacional, las políticas adoptadas y sus efectos sobre las variables macroeconómicas fundamentales.

La comparación del caso español con la experiencia internacional nos lleva a una primera conclusión: a juzgar por el caso de la peseta, la frecuencia de las crisis cambiarias no es muy diferente en un país con tipos de cambio flexibles. En este sentido, parece confirmarse que la flotación del tipo de cambio no protege de los ataques especulativos en determinadas situaciones, fundamentalmente en el caso de una fuerte dependencia de la financiación exterior. Por otro lado, tampoco parece que los episodios de presiones en los mercados cambiarios fueran más frecuentes en España que en los países de su entorno, a pesar de la presunta pérdida de credibilidad derivada del hecho de permanecer ajeno al sistema internacional de pagos. La principal demostración es el hecho de que, hasta 1936, la única crisis cambiaria provocada por factores estrictamente internos fue la de 1898, asociada a la Guerra de Cuba. Por el contrario, todas las demás crisis registradas por la economía española coinciden en el tiempo con crisis financieras y cambiarias en los principales mercados internacionales.

Esto, a su vez, abre la cuestión de cuál fue el origen de las dificultades sufridas por la peseta: ¿fueron los episodios de crisis cambiarias meros contagios de los problemas registrados en los mercados internacionales o, por el contrario, hay que atribuir apuros de la peseta a causas enteramente internas? En efecto, tanto la crisis de 1882 como la de 1891-1892 coinciden con episodios de graves problemas en los principales centros financieros mundiales —París y Londres— que provocan la retirada de capitales extranjeros de los países periféricos, que se ven así sumidos en graves turbulencias en los mercados cambiarios. Al propio tiempo, sin embargo, existían también graves problemas internos (fundamentalmente, relacionados con el déficit público y/o el déficit de balanza de pagos) que pudieron provocar dichas crisis. Lo mismo puede decirse de las crisis registradas en el período de entreguerras. Las tensiones del bienio posbélico (1919-1920) se experimentaron en un

contexto general de reajuste que afectó a todas las divisas y, por tanto, podría pensarse que fue ajeno a los problemas económicos del país, si bien los fuertes desequilibrios internos no permiten descartar que el origen último de las dificultades se encontrara dentro de las fronteras. En cuanto a la crisis de 1929-1931, evidentemente la coincidencia con el inicio de la Gran Depresión hace pensar que fueron más bien los problemas exteriores los que agravaron la situación de la peseta. Sin embargo, nuestra divisa ya venía estando sometida a tensiones por el empecinamiento de las autoridades por impedir la necesaria devaluación, sin acometer las medidas necesarias para la deflación.

El objetivo de este trabajo, sin embargo, no se centraba tanto en determinar las causas de las crisis cambiarias como en analizar las decisiones de política monetaria asociadas a esos episodios de crisis, con el objetivo último de obtener una visión más completa tanto de los objetivos de la política monetaria como de los instrumentos utilizados a lo largo de los cien años estudiados. Las actuaciones en materia cambiaria toman una significación más relevante cuando se interpretan en el marco de limitaciones impuestas por el llamado «trilema» de las finanzas internacionales [Mundell (1963)]. Este trilema sostiene que un país no puede simultáneamente mantener un tipo de cambio fijo, gozar de una política monetaria independiente y permitir movimientos libres del capital. Así, a pesar de que *a priori* los tres objetivos son deseables, a lo sumo, solo dos de los tres son factibles. En cada momento histórico, ese «triángulo de la imposibilidad» ha exigido a los responsables de la política económica que renuncien a una de las tres dimensiones. Y esa renuncia ponía de manifiesto cuál era el objetivo prioritario de la política económica de un país. En efecto, lo que plantea el trilema es el hecho de que la política monetaria solo puede orientarse a fines relacionados con el crecimiento económico y la defensa del empleo, a costa de renunciar, bien a la integración plena en los mercados internacionales de capital, o bien a la estabilidad cambiaria o de precios. La razón es que una política monetaria que busca activamente objetivos diferentes de la estabilidad cambiaria inducirá una desviación de los tipos de interés nacionales con respecto a los vigentes en el mercado internacional. Si los flujos de capital son libres, esta divergencia provocará movimientos hacia o desde el país en cuestión que afectarán a su nivel de reservas y, por lo tanto, a su oferta monetaria, y, finalmente, al tipo de cambio de su divisa. Por consiguiente, o bien no se podrá mantener la paridad fijada oficialmente, o bien habrá que limitar los movimientos de capital para que la reacción ante la política activa no afecte tanto al nivel de reservas.

Durante la etapa del patrón oro clásico (1880-1913), la solución más frecuente para hacer frente al trilema fue la renuncia a las políticas monetarias independientes en favor de un tipo de cambio fijo y de libertad de movimientos de capital. España se desvió de esta pauta. Sabido es que España nunca llegó a entrar en el patrón oro, a pesar de los repetidos intentos y de las públicas declaraciones al respecto. En el presente estudio ha quedado establecido cuándo y hasta qué punto la política española siguió la estela del oro. Así, al contrario de lo que afirma la literatura, que data el abandono de la preocupación por la convertibilidad oro en 1883, aquí demostramos cómo la política monetaria estuvo orientada a mantener la estabilidad del tipo de cambio al menos hasta principios de los años noventa del s. XIX. Esta conclusión se ha alcanzado gracias al estudio detallado de las primeras medidas de intervención del cambio, que nos ha permitido avanzar en el conocimiento de la propia práctica de la política de tipo de cambio realizada en España antes de la Primera Guerra Mundial, hasta el momento un elemento marginal en la literatura española. Por otro lado, este acercamiento a la implementación efectiva de la política nos ha permitido comprender qué elementos determinaban la credibilidad de la política realizada y, por tanto, explicar sus resultados finales.

En cuanto a los objetivos de la política monetaria, teóricamente la adopción de un tipo de cambio flotante dio autonomía a la política monetaria. Esta decisión ha sido objeto de una larga controversia. Nuestro análisis permite avanzar en este debate, pues, por una

parte, matiza en cierta medida la pretendida independencia de la política monetaria y, por tanto, también el grado de aislamiento de la economía española. Por otra parte, a lo largo de las páginas de este trabajo se ha puesto de manifiesto que esta autonomía no siempre se orientó al crecimiento, sino que, por ser la banca central privada, se orientó más hacia los intereses del banco que hacia el objetivo del «bien común». En este sentido, el estudio de un caso concreto como el de España ha resultado interesante, porque ha permitido acercarse a los condicionantes microeconómicos e institucionales de cada decisión. Los efectos sobre el crecimiento económico de las decisiones de política monetaria dependen de las políticas efectivamente aplicadas, pero también del diseño institucional y de las relaciones entre los organismos más relevantes; en este caso, el Banco de España y el Tesoro.

En el período entreguerras, la historia del sistema internacional de pagos atravesó dos fases claramente diferenciadas: los años de restauración del patrón oro (1925-1931) y el período posterior al abandono de Gran Bretaña del sistema, en septiembre de 1931. La Primera Guerra Mundial acabó con el patrón oro clásico, poniendo fin a un período de creciente integración financiera en los mercados internacionales. Las circunstancias bélicas hicieron que el objetivo de la estabilidad del cambio pasase a un segundo plano, pero, una vez acabada la guerra, la vuelta a la normalidad se tradujo en un paulatino retorno al compromiso con los tipos de cambio fijos. Con la vuelta de la libra a la convertibilidad, en 1925, se inauguró el llamado «patrón cambios-oro». España no participó tampoco del patrón cambios-oro de los años veinte, si bien la adopción del sistema de cambios-oro ocupó un papel central en las declaraciones de intenciones de los principales responsables políticos.

Si la entrada de la libra marcó el principio del patrón cambios-oro, su inesperada salida, en septiembre de 1931, significó el final del sistema. La Gran Depresión obligó a muchos países, incluso a los más reticentes, como la propia Gran Bretaña, a dar prioridad a los objetivos vinculados al crecimiento y al empleo. Esto dio paso a una nueva etapa en las preferencias internacionales con respecto al trilema, si bien la característica más llamativa en este período es precisamente la falta de acuerdo en la arena internacional acerca del camino que se había de seguir. De modo tal, que mientras que algunas divisas flotaban casi libremente (flotación que se combinaba con una política monetaria orientada a garantizar la recuperación) otros países optaron por mantener sus monedas férreamente ancladas al oro, lo que imponía evidentes sacrificios en términos de crecimiento. En cualquiera de los casos, la libertad en el movimiento de capitales fue muy limitada y se generalizaron las restricciones comerciales, las devaluaciones competitivas y demás políticas de empobrecer al vecino. La intervención de las autoridades en los mercados de cambio se generalizó en este período y florecieron los organismos dedicados a la administración y regulación de los cambios, incluso en países tradicionalmente poco dados a la intervención, como Gran Bretaña [Howson (1980)][1]. El problema fundamental de esta fase era el desajuste de las paridades bilaterales, y este asunto nunca llegó a abordarse. La clave probablemente esté en la falta de consenso sobre qué rumbo seguir. No se tomó ninguna determinación para solucionar el trilema, sino que cada país intentó sortearlo por medio de controles administrativos e intervenciones *ad hoc*.

Las conclusiones más relevantes del estudio de las tensiones cambiarias sufridas por la peseta en este período se refieren a la necesidad de analizar los efectos del marco regulatorio e institucional en que se desarrolla la política monetaria a la hora de evaluar su implementación y sus efectos. En este sentido, el estudio del período de entreguerras ha puesto de manifiesto cómo la falta de definición de los objetivos prioritarios de la acción

1 Mientras que en Gran Bretaña se creaba el Exchange Equalization Account [Howson (1980)], en Estados Unidos la intervención de los cambios se encomendó a un nuevo organismo, el Fondo de Estabilización Cambiaria, cuya creación es atribuida por Bordo *et al.* (2006) al temor de las autoridades estadounidenses a que Gran Bretaña intentara manipular los tipos de cambio para obtener una ventaja competitiva.

pública y el abierto conflicto de intereses entre los agentes implicados impidieron la puesta en práctica de una estrategia coherente de política monetaria. La permanente tensión entre Gobierno y banco emisor a este respecto se tradujo en un paulatino vaciamiento de funciones del Banco de España, que en cada cambio regulatorio se iba dejando competencias, instrumentos y funciones en favor de diferentes organismos o autoridades gubernamentales, ya existentes, ya creados al efecto. El resultado final fue un banco reducido a su papel de banco de emisión y banquero del Estado, que, aunque a lo largo del período de entreguerras fue asumiendo su papel de prestamista de última instancia, no consiguió convertirse en verdadero ejecutor de la política monetaria en España. El Banco pasó de ser un banco central al uso en los últimos decenios del s. XIX a ser un mero banco emisor, justo en el momento en que la mayor parte de los bancos centrales en el contexto internacional estaba consolidando su estructura para cumplir las funciones de banco central. El camino elegido significaba la partición de las funciones del banco central entre diferentes organismos y tuvo como consecuencia la dilución de la política monetaria, entorpecida por la acción simultánea —y, la mayor parte de las veces, contradictoria— de diferentes organismos que perseguían objetivos incompatibles.

La experiencia del turbulento período de entreguerras estuvo presente en la planificación de un nuevo sistema que había de regir las relaciones económicas internacionales tras la Segunda Guerra Mundial. En julio de 1944 se aprobaba un plan conjunto —el Acuerdo de Bretton Woods— que dio nombre a un nuevo sistema internacional de pagos basado en tipos de cambio fijos, pero ajustables. Los países se comprometían a restablecer la convertibilidad de sus monedas, fijando una paridad oro, directa o indirectamente, a través del dólar. Ajustes de estas paridades se preveían solo para el caso de que la economía sufriese algún «desequilibrio fundamental». Mientras tanto, las fluctuaciones de los tipos de cambio se limitaban a una banda del ±1 %. Las transacciones corrientes debían ser completamente libres, mientras que el Acuerdo permitía limitaciones a los movimientos de capital.

El FMI comenzó a funcionar a partir de marzo de 1947. Sin embargo, la liberalización de las relaciones internacionales fue lenta y la mayor parte de las naciones (entre ellas, la mayoría de los países europeos) mantuvieron algún tipo de control de cambios antes de acceder a la convertibilidad. Este período se alargó mucho más de lo inicialmente previsto y, hasta finales de la década de los cincuenta, las restricciones a las transacciones internacionales fueron la norma, más que la excepción. Como se ha afirmado frecuentemente en la literatura, Bretton Woods solo comenzó a funcionar realmente en 1958 [Bordo y Eichengreen (1993)]. Durante década y media, buena parte de las divisas mundiales no fueron convertibles, lo que en este caso significaba que los agentes no podían efectuar pagos con esas monedas libremente[2]. Los controles de cambio se aplicaron a los movimientos de capital, pero también a las operaciones corrientes, y proliferaron los acuerdos preferenciales (los más significativos de ellos, en Europa). Una vez más, los medios administrativos evitaron a las autoridades tomar una decisión con respecto al trilema. A partir de 1958, el sistema previsto en Bretton Woods entró en su fase de apogeo. En este caso, la renuncia a la libertad de movimientos de capital debía garantizar una cierta autonomía de política monetaria que permitiera a los Gobiernos la conquista del pleno empleo, objetivo prioritario a partir de la Segunda Guerra Mundial. Los tipos de cambio, por otro lado, eran fijos, pero se preveía un ajuste en caso de desequilibrio, lo que en realidad

2 Según el FMI, una moneda es convertible cuando las autoridades monetarias del país en cuestión no imponen restricciones a los pagos derivados de transacciones corrientes ni discriminan tales pagos en función de su destino, y si los saldos de moneda nacional acumulados por otro son comprados por el país emisor cuando este así lo solicite. Este concepto de convertibilidad difiere del vigente durante el patrón oro, cuando la convertibilidad se entiende como la potestad de los agentes privados de convertir libremente cualquier cantidad de moneda nacional en oro al precio oficial.

trataba de afrontar los problemas causados por las deflaciones experimentadas durante el período de entreguerras.

En este contexto general, España tomó un camino particular, ya que su régimen cambiario se distanció de la pauta europea hasta 1958. En el mismo período, en España se ponía en práctica una política de desarrollo hacia adentro, que incluía entre sus instrumentos más poderosos un riguroso control de cambios. El radical sistema de control de las relaciones con el exterior sirvió de pantalla a una política monetaria laxa, que se limitó a acomodar las necesidades de la Hacienda pública, además de hacer posible el mantenimiento de un tipo de cambio artificialmente bajo que lastraba la capacidad de la economía española para aprovechar las oportunidades del rápido crecimiento de la economía mundial. Por otro lado, puede afirmarse que la elección entre los tres pilares del trilema estuvo muy clara, pues los movimientos de capital en ningún momento fueron libres, más aun, estuvieron prácticamente prohibidos. De la indefinición de objetivos de las etapas anteriores, que otorgaba un carácter singular a la experiencia española, se pasó, por tanto, a un régimen que, de manera inequívoca, colocaba la política monetaria al servicio del proyecto de desarrollo, decisión muy ampliamente compartida en el contexto internacional.

No significa esto, sin embargo, que la política monetaria autárquica fuera homologable a la practicada en el entorno europeo, al menos después de 1948. La pretensión de utilizar el sistema de restricciones cambiarias como instrumento de planificación económica confería al régimen monetario español unas características peculiares que la acercaban más a las prácticas de los países en vías de desarrollo —fundamentalmente, latinoamericanos— que a las de los países europeos. En cualquier caso, la política monetaria seguía lastrada tanto por su deficiente organización institucional, que repartía entre dos organismos diferentes la responsabilidad de velar por la estabilidad monetaria, como, sobre todo, por las incoherentes decisiones sobre el tipo de cambio. A este respecto, es importante destacar cómo, durante la autarquía, cada tensión en los mercados cambiarios se saldó con la progresiva intensificación del aparato regulador y la aparición de nuevas formas de intervención, que incluyeron la participación activa de las autoridades monetarias en el mercado negro de la peseta. De este modo, se fueron introduciendo nuevas fuentes de distorsiones, que no hacían sino acentuar los grandes desequilibrios que soportaba la economía española.

Solo la amenaza de la suspensión de pagos, con el agotamiento de las reservas en 1958, convenció a los dirigentes franquistas de renunciar al complicado entramado de restricciones cambiarias y condujo a la integración final de la peseta en el sistema internacional de pagos imperante. El gran volumen de reservas acumulado durante los tres primeros años de la estabilización permitió a España un cumplimiento bastante desahogado de las obligaciones contraídas con la entrada de la peseta en Bretton Woods. Con todo, la experiencia de los años de aislamiento impregnó la puesta en práctica de la política monetaria en estos años. Así, la obsesión por el sostenimiento del tipo de cambio se reflejó en la rígida aplicación de las bandas de fluctuación de una peseta que apenas variaba de precio en los mercados, tanto nacional como extranjeros. La experiencia de intervención encubierta en el mercado paralelo fue aprovechada en los sesenta para articular la intervención de las autoridades en los mercados exteriores —fundamentalmente, en Zúrich—, con la que se intentó minimizar la fluctuación de la valuta. En ese contexto, el único momento de tensión sobre la peseta se tradujo en pérdidas de reservas, que, aun no siendo dramáticas, desembocaron en una notable devaluación de la peseta aprovechando el reajuste iniciado por la devaluación de la libra.

A principios de los años setenta, el Sistema Monetario Internacional se desancló del dólar-oro y las divisas comenzaron a flotar. España se alineó con el nuevo sistema monetario dominante a escala internacional, un estándar monetario que se definía por primera vez con tipos de cambio flotantes. Y, siguiendo la pauta europea, España se integró en el Sistema Monetario Europeo de tipo de cambio fijo en 1989, para acabar renunciando a la

peseta en favor del euro y entrar a formar parte de la moneda única, que en la actualidad funciona en los países de la eurozona. La actual crisis financiera, la pertinaz amenaza de una eventual «guerra de divisas» y los recientes ataques especulativos al euro han vuelto a poner de manifiesto las restricciones que la globalización financiera impone sobre la política económica, que el estudio de la historia de la peseta ha confirmado ampliamente.

## FUENTES PRIMARIAS


Archivo del Banco de España, Actas de la Comisión de Caja y Contabilidad, 1849-1894.

Archivo del Banco de España, Actas del Consejo de Gobierno, 1874-1936.

Archivo del Banco de España, Actas de la Junta Ejecutiva, 1874-1914.

Archivo del Banco de España, Departamento Extranjero, IEME, Secretaría, Oro, cajas 2, 7, 32, 68, 86, 87, 98, 129 y 169.

Archivo del Banco de España, Departamento Extranjero, IEME, Intervención y Contabilidad, Divisas y posición de la banca, Balances y pormenores, cajas 10131-10150.

Archivo del Banco de España, Memorias de la Junta General de Accionistas, 1874-1936.

Archivo del Banco de España, Registro de Acuerdos del Consejo General, 1874-1914.

Archivo del Banco de España, Registro de Operaciones, Comisión Ejecutiva, 1874-1913.

Archivo del Banco de España, Libros de Contabilidad, Inventarios, 1919-1936.

Archivo del Banco de España, Leyes Orgánicas, Estatutos y Reglamento del Banco de España (1876), Madrid, Imprenta de Miguel Ginesta.

Archivo del Banco de España, Leyes Orgánicas, Estatutos y Reglamento del Banco de España (1897), Madrid, Imprenta del Asilo de Huérfanos del S. C. de Jesús.

Archivo del Banco de España, Leyes Orgánicas, Estatutos y Reglamento del Banco de España (1912), Madrid, Imprenta de Bernardo Rodríguez.

Archivo del Ministerio de Hacienda, Actas de la Junta Consultiva de la Moneda, 1876-1880, libro 22859.

Arxiu Nacional de Catalunya, Memorias de la Junta General de Accionistas, Banco de Barcelona, 1898.

Biblioteca de la Bolsa de Madrid, Boletín de Cotización Oficial del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid.

## BIBLIOGRAFÍA


ACCOMINOTTI, O. (2012). «London Merchant Banks, the Central European Panic, and the Sterling Crisis of 1931», *Journal of Economic History,* 72 (1), pp. 1-43.

AIXALÁ, J. (1999). *La peseta y los precios. Un análisis de largo plazo (1868-1995),* Zaragoza, Prensas Universitarias de Zaragoza.

ALDCROFT, D. H., y M. J. OLIVER (1998). *Exchange rate regimes in the twentieth century,* Cheltenham, UK - Northampton, MA, USA, Edward Elgar.

ALESINA, A., y L. H. SUMMERS (1993). «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence», *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 25 (2), pp. 151-162.

ANES, R. (1974a). «Estimación de la moneda de plata existente en España entre 1874 y 1915», en G. Tortella (ed.), *La Banca Española en la Restauración,* Madrid, Banco de España, vol. II, pp. 99-116.

— (1974b). «Balances sectorizados del Banco de España», en G. Tortella (ed.), *La Banca Española en la Restauración,* Madrid, Banco de España, vol. II, pp. 141-198.

— (1974c). «Una serie de base monetaria», en G. Tortella (ed.), *La Banca Española en la Restauración,* Madrid, Banco de España, vol. II, pp. 200-211.

ANES, R., y P. TEDDE DE LORCA (1976). «La Deuda Pública y el Banco de España (1874-1900)», *Hacienda Pública Española,* n.º 38, p. 50.

ANNUAIRE STATISTIQUE (1946). *Annuaire Statistique. Cinquante-septième volume. Résumé Rétrospectif,* Institut National de la Statistique et des Études Économiques, Direction de la Statistique Générale, pp. 140-144.

ARÍZTEGUI, A. (1993). «La política monetaria», en J. L. García Delgado (dir.), *España, Economía,* Madrid, Espasa Calpe, pp.1123-1147.

BALDWIN, R., y C. WYPLOSZ (2012). *The Economics of European Integration* (4.ª edición), Maidenhead, McGraw-Hill.

BANCO DE ESPAÑA (1978). *Boletín Estadístico*, series históricas, XIII-sector exterior, noviembre.

BARTHE, A. (1905). *Estudio crítico de la crisis monetaria,* Madrid, Jaime Ratés.

BERGER, H., J. DE HAAN y S. C. W. EIJFFINGER (2001). «Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence», *Journal of Economic Surveys,* 15 (1), pp. 3-40.

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (U. S.) (1976). *Banking and Monetary Statistics, 1914-1941*, Washington, D. C.

— (1976). *Banking and Monetary Statistics, 1941-1970*, Washington, D. C.

BORDO, M. D. (1993). «The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview», en M. D. Bordo y B. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform,* Chicago y Londres, The University of Chicago Press, pp. 3-108.

— (1998). *Currency Crises and Banking Crises in Historical Perspective,* Stockholm School of Economic Research Report n.º 10, EHF - Institute for Research in Economic History.

BORDO, M. D., y B. EICHENGREEN (1993). *A Retrospective on the Bretton Woods System. Lessons for International Monetary Reform,* Chicago y Londres, The University of Chicago Press.

BORDO, M. D., B. EICHENGREEN, D. KLINGEBIEL y M. S. MARTÍNEZ PERIA (2001). «Is the crisis problem growing more severe?», *Economic Policy,* vol. 16 (32), pp. 51-82.

BORDO, M. D., y M. FLANDREAU (2003). «Core, Periphery, Exchange Rate Regimes and Globalization», en M. D. Bordo, A. M. Taylor y J. G. Williamson (eds.), *Globalization in Historical Perspective,* Chicago, Chicago University Press.

BORDO, M. D., O. HUMPAGE y A. SCHWARTZ (2006). *The historical origins of U. S. Exchange Market Intervention Policy,* NBER Working Paper 12662.

BORDO, M. D., R. MACDONALD y M. J. OLIVER (2009). «Sterling in crisis, 1964-1967», *European Review of Economic History,* 13, pp. 437-459.

BURNSIDE, C., M. EICHENBAUM y S. REBELO (2004). «Government guarantees and selffulfilling speculative attacks», *Journal of Economic Theory,* 119, pp. 31-63.

BUSH, O., K. FARRANT y M. WRIGHT (2011). *Reform of the International Monetary and Financial System*, Financial Stability Paper, n.º 13 (diciembre), Banco de Inglaterra.

CABALLERO, R., y A. KRISHNAMURTHY (2001). «International and domestic collateral constraints in a model of emerging market crises», *Journal of Monetary Economics,* 48, pp. 513-548.

CAIRNCROSS, A., y B. EICHENGREEN (2003). *Sterling in Decline; the Devaluations of 1931, 1949 and 1967,* Basingstoke, Palgrave Macmillan.

CALVO, G. (1987). «Balance of payments crises in a cash-in-advance economy», *Journal of Money Credit and Banking,* 19, pp. 19-32.

CASTAÑO, F. (1887). *Guía Manual del Comercio y de la Banca,* Madrid, Imprenta de la Viuda e Hija de Gómez Fuentenerro, 18.ª edición.

CHANG, R., y A. VELASCO (2001). «A model of financial crises in emerging markets», *Quarterly Journal of Economics,* 116, pp. 489-517.

COMÍN, F. (1996). *Historia de la Hacienda Pública, II. España (1808-1995),* Barcelona, Crítica.

COMÍN, F., y M. MARTORELL (2013). *La Hacienda Pública en el franquismo. Guerra y Autarquía (1936-1959),* Madrid, IEF.

CONANT, C. A. (1915). *A history of modern banks of issue*, Nueva York y Londres, G. P. Putnam's Sons (5.ª edición).

CUKIERMAN, A. (1992). *Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence,* Cambridge, MA, The MIT Press.

DE GRAUWE, P. (2012). *Economics of Monetary Union* (9.ª edición), Oxford, Oxford University Press.

DONGES, J. (1976). *La industrialización en España,* Oikos-Tau, Barcelona.

DRAZEN, A., y E. HELPMAN (1987). «Stabilization with exchange rate management», *Quarterly Journal of Economics,* 102, pp. 835-855.
EGUIDAZU, F. (1978). *Intervención monetaria y control de cambios en España, 1900-1977,* Madrid, ICE Libros-Ministerio de Comercio y Turismo.
EICHENGREEN, B. (1992). *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939,* Nueva York-Oxford, Oxford University Press.
— (1993). *Reconstructing Europe's trade and payments. The European Payments Union,* Manchester, Manchester University Press.
— (1996). *Globalizing capital. A history of the International Monetary System,* Princeton, Princeton University Press.
— (2010). «The Breakup of the Euro Area», en A. Alesina y F. Giavazzi (eds.), *Europe and the Euro,* Chicago, University of Chicago Press, pp. 11-51.
EICHENGREEN, B., y CH. WYPLOSZ (1993). «The unstable EMS», en B. Eichengreen, Ch. Wyplosz, W. H. Branson y R. Dornbusch (eds.), *Brookings Papers on Economic Activity,* 1, pp. 51-143.
EICHENGREEN, B., y R. HAUSMANN (1999). «Exchange Rates and Financial Fragility», *New Challenges for Monetary Policy,* Kansas City, MO, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 329-368.
EICHENGREEN, B., A. ROSE y CH. WYPLOSZ (1994). «Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System», en M. Canzoneri, P. Masson y V. Grilli (eds.), *The New Transatlantic Economy,* Cambridge, Cambridge University Press.
— (1995). «Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermaths of Speculative Attacks», *Economic Policy,* 21 (octubre), pp. 249-312.
— (1996). «Contagious Currency Crises: First Tests», *Scandinavian Journal of Economics,* 98 (4), pp. 463-484.
EICHENGREEN, B., y M. FLANDREAU (2009). «The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)», *European Review of Economic History,* vol.13, n.º 3, pp. 377-411.
EIJFFINGENR, S. C. W., y J. DE HAAN (1996). *The Political Economy of Central-Bank Independence,* Special Papers in International Economics, 19, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
ESTEVADEORDAL, A., B. FRANTZ y A. M. TAYLOR (2003). «The Rise and Fall of World Trade, 1870-1939», *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 118 (2), pp. 359-407.
ESTEVES, R. P., J. REIS y F. FERRAMOSCA (2009). «Market Integration in the Golden Periphery: The Lisbon/London Exchange, 1854-1891», *Explorations in Economic History,* 46 (3), pp. 324-345.
FARIÑA, B. (1901). «Los cambios internacionales», *Anuario de la Bolsa, del Comercio y de la Banca,* X, pp. 263- 294.
FERNÁNDEZ BAÑOS, O. (1930). «Cambio y estabilización de la peseta», *Revista Nacional de Economía,* vols. 93 y 94, pp. 363-385.
FERNÁNDEZ PULGAR, C., y R. ANES ÁLVAREZ (1970). «La creación de la peseta en la evolución del sistema monetario de 1847 a 1868», en P. Schwartz (coord.), *Ensayos sobre la economía española a mediados del siglo XIX,* Madrid, Banco de España.
FISCHER, S. (1995). «Central-Bank Independence Revisited», *American Economic Review,* Papers and Proceedings, 85 (2), pp. 201-211.
FLANDREAU, M. (2004). *The Glitter of Gold: France, Bimetallism, and the Emergence of the International Gold Standard, 1848-1873,* Oxford, Oxford University Press.
— (2008). «Pillars of Globalization: A History of Monetary Policy Targets 1797-1997», en A. Beyer y L. Reichlin, (eds.), *The Role of Money - Money and Monetary Policy in the Twenty First Century,* Fráncfort, BCE, pp. 208-243.
FLANDREAU, M., y F. ZUMER (2004). *The Making of Global Finance 1880-1913,* París, OCDE.
FLANDREAU, M., C. GALIMARD, C. JOBST y P. NOGUES-MARCO (2009). «The Bell Jar: Commercial Interest Rates between Two Revolutions, 1688-1789», en J. Atack y L. Neal (eds.), *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present,* Cambridge, CUP, pp. 161-208.
FLOOD, R., y P. GARBER (1984). «Collapsing exchange rate regimes: some linear examples», *Journal of International Economics*,17, pp. 1-13.
FLOOD, R., y N. MARION (1999). «Perspectives on the recent currency crisis literature», *International Journal of Finance and Economics,* 4, pp. 1-26.
FMI (1998). *Financial Crises. Causes and Indicators,* World Economic Outlook, mayo.
— (varios años). *Annual Report on Exchange Restrictions,* Washington.
FRANCO SALGADO-ARAUJO , F. (1976). *Mis conversaciones privadas con Franco,* Barcelona, Planeta.
FRANKEL, J. A., y A. K. ROSE (1996). «Currency Crashes in Emerging Markets: An em pirical Treatment», *Journal of International Economics,* 41 (3/4), pp. 351-366.
FRIEDMAN, M., y A. J. SCHWARTZ (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960,* Princeton, Princeton University Press.
FUENTES QUINTANA, E. (1984). «El Plan de Estabilización económica de 1959, veinticinco años después», *Información Comercial Española,* agosto/septiembre, pp. 25-40.
GADEA-RIVAS, M. D., M. SABATÉ-SORT y J. M. SERRANO-SANZ (2008). «PPP and Black Market Exchange Rates (1939-1959). The Experience of the Spanish Peseta», en M.Tauline (ed.), *Exchange Rates: Dynamics, Expectations and Adjustment,* Nueva York, Nova Science Publ., pp. 81-108.
GALVARRIATO, J. A. (1932). *El Banco de España, su historia en la centuria, 1829-1929*, Madrid, Banco de España.
GÁMIR, L. (1975). «El período 1939-1959, la autarquía y la política de estabilización», en L. Gámir (coord.) *Política económica de España,* Madrid, Biblioteca Universitaria Guadiana, pp.13-30.
GIRTON, L., y D. ROPER (1977). «A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience», *The American Economic Review,* vol. 67, n.º 4, pp. 537-548.
GLICK, R., y M. HUTCHISON (2011). *Currency Crises,* Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, 2011-22.
GONZÁLEZ, M. J. (1979). *La economía política del franquismo (1940-1970). Dirigismo, mercado y planificación,* Tecnos, Madrid.
GOODHART, C. A. E. (1988). *The evolution of central banks,* Cambridge, MA, The MIT Press.

GUIRAO, F. (1998). *Spain and the Reconstruction of Western Europe, 1945-57. Challenge and Response,* Basingstoke-Hampshire-Londres, Macmillan Press Ltd.
HENDERSON, D., y S. SALANT (1978). «Market anticipations of government policies and the price of gold», *Journal of Political Economy,* 86, pp. 627-648.
HOWSON, S. (1975). *Domestic monetary management in Britain, 1919-38,* Cambridge, Cambridge University Press.
— (1980). «The Management of Sterling, 1932-1939», *The Journal of Economic History*, vol. 40, n.º 1, pp. 53-60.
JEANNE, O. (2000). *Currency crises: a perspective on recent theoretical developments,* Special Papers in International Economics, International Finance Section, Princeton University, n.º 20.
JIMÉNEZ Y RODRÍGUEZ, J. M. (1905). *Estudio crítico de la crisis monetaria*, Madrid, Establecimiento Tipográfico de Jaime Ratés.
KAMINSKY, G., y C. REINHART (1999). «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems», *American Economic Review,* 89, 3, pp. 473-500.
KAMINSKY, G., S. LIZONDO y C. REINHART (1998). *Leading indicators of currency crises,* IMF Staff Papers, 45, 1, pp. 1-48.
KINDLEBERGER, CH. P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crises,* Basic Books, Nueva Jersey, Willey.
KRUEGER, A. O. (1978). *Liberalization Attempts and Consequences*, vol. X de *Foreign Trade Regimes and Economic Development,* NBER, Cambridge, MA.
KRUGMAN, P. (1979). «A Model of Balance of Payments Crises», *Journal of Money Credit and Banking,* 11, pp. 311-325.
— (1999). «Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises», *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood, Jr.,* Bosten, Kluwer Academic, pp. 31-44.
LINDE DE CASTRO, L. M. (1971). «El control de cambios en España, evolución y situación actual», *Información Comercial Española,* n.os 456-457, pp. 35-48.
MACROHISTORY DATABASE. NBER, http://www.nber.org/databases/macrohistory.
MALUQUER DE MOTES, J. (2005). «Consumo y precios», en A. Carreras y X. Tafunell (coords.), *Estadísticas históricas de España, siglos XIX y XX,* Bilbao, Fundación BBVA.
— (2008). «La crisis económica española de 1898 y sus repercusiones en la Hacienda del Estado y en el Banco de España», en I. Roldán de Montaud (ed.), *Las Haciendas públicas en el Caribe hispano durante el siglo XIX,* Madrid, CSIC.
MARTÍN-ACEÑA, P. (1981). «España y el patrón oro», *Hacienda Pública Española,* 69, pp. 267-290.
— (1984). *La política monetaria en España, 1919-1935,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.
— (1985a). *La cantidad de dinero en España, 1900-1935,* Madrid, Banco de España.
— (1985b). «Déficit público y política monetaria en la Restauración, 1874-1923», en P. Martín-Aceña y L. Prados de la Escosura (eds.), *La Nueva Historia Económica de España,* Madrid, Tecnos, pp. 262-284.
— (1988). *Una estimación de los principales agregados monetarios en España, 1940-1962,* Madrid, Banco de España.
— (1993). «Spain during the Classical Gold Standard Years, 1880-1914», en M. Bordo y F. Capie (eds.), *Monetary Regimes in Transition,* Cambridge, Cambridge University Press.
— (1994). «Los problemas monetarios al término de la Guerra Civil», en *El sector público español: una panorámica actual,* Homenaje al Profesor D. Enrique Fuentes Quintana, Hacienda Pública Española, Monografías, n.º 2, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales, pp. 63-88.
— (2000). «The Spanish Monetary Experience, 1848-1914», en P. Martín-Aceña y J. Reis (eds.), *Monetary Standards in the Periphery. Paper, Silver and Gold, 1854-1933,* Bankingstoke-Hampshire-Londres, Macmillan Press Ltd..
— (2003). «La política monetaria: el Banco de España durante la autarquía, 1939-1956», en C. Barciela (ed.), *Autarquía y mercado negro. El fracaso económico del primer franquismo, 1939-1959,* Barcelona, Crítica, pp. 273-298.
MARTÍN-ACEÑA, P., y F. COMÍN (1992). «El Estado en la industrialización española de posguerra: el Instituto Nacional de Industria», en L. Prados de la Escosura y V. Zamagni (eds.), *El desarrollo económico en la Europa del Sur: España e Italia en perspectiva histórica,* Madrid, Alianza Editorial.
MARTÍN-ACEÑA, P., E. MARTÍNEZ-RUIZ, M. MARTORELL LINARES y B. MORENO (2001). *Los movimientos de oro en España durante la Segunda Guerra Mundial,* Madrid, Ministerio de Asuntos Exteriores.
MARTÍN-ACEÑA, P., y M. A. PONS (2005). «Sistema monetario y financiero», en A. Carreras y X. Tafunell (coords.), *Estadísticas históricas de España, siglos XIX y XX,* Bilbao, Fundación BBVA.
MARTÍN-ACEÑA, P., E. MARTÍNEZ-RUIZ y P. NOGUES-MARCO (2011). «Floating against the Tide: Spanish Monetary Policy, 1870-1931», en A. Ögren y L. F. Øksendal (eds.), *The Gold Standard Peripheries: Monetary Policy, Adjustment and Flexibility in a Global Setting,* Basingstoke, Palgrave Macmillan, pp. 145-173.
MARTÍN-ACEÑA, P., E. MARTÍNEZ-RUIZ y M. A. PONS (2012). «War and Economics, Spanish Civil War Finances Revisited», *European Review of Economic History,* 16, 2, pp. 144-165.
MARTÍNEZ MÉNDEZ, P. (1961). «Las reservas internacionales españolas», *Información Comercial Española,* n.º 338, octubre, pp. 93-99.
— (2005). *Tesoro y Banco de España (1900-1936),* Madrid, Banco de España (inédito).
MARTÍNEZ-RUIZ, E. (2000). *El control de cambios en la España franquista. El Instituto Español de Moneda Extranjera, 1939-1973,* tesis doctoral, Universidad de Alcalá.
— (2003). *El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España (1940-1958),* Madrid, Banco de España, Estudios de Historia Económica, n.º 43.
— (2008). «Las consecuencias de la Guerra Civil en el sector exterior: de la deuda alemana a los Pactos de Septiembre», en E. Fuentes Quintana y F. Comín, *Economía y Guerra Civil,* Madrid, Galaxia Guttemberg-Círculo de Lectores, pp. 439-470.
— (En prensa). «El proceso económico», en J. Canal y E. González Calleja (coords.), *Mirando hacia adentro, 1930-1960,* Serie España, Madrid, Fundación Mapfre.
MERCADÉ, J. (1971). «El mercado de divisas a término en España», *Información Comercial Española,* n.os 456-457, pp. 29-33.
MIKESELL, R. F. (1954). *Foreign Exchange in the Postwar World,* Twentieth Century Fund, Nueva York.

MINISTERIO DE COMERCIO (1962). *Balanza de pagos de 1961,* Madrid, Ministerio de Comercio.
MINISTERIO DE HACIENDA. DIRECCIÓN GENERAL DE BANCA. SERVICIO DE INFORMACIÓN (1961). *Memorándum del Ministerio de Hacienda sobre el sistema bancario y crediticio e informes sobre el mismo de los siguientes organismos: Banco de España, Consejo Superior Bancario, Organización Sindical, Instituto de Estudios Políticos, Consejo Superior de Cámaras de Comercio, Industria y Navegación, Confederación Española de Cajas de Ahorros y Consejo de Economía Nacional,* Madrid, Ministerio de Hacienda.
MITCHELL, B. R. (1987). *British Historical Statistics,* Cambridge, CUP.
MITJAVILE, H. (1904). *La crise du change en Espagne,* Burdeos, Imprimerie G. Gounouilhou.
MORGENSTERN, O. (1959). *International Financial Transactions and Business Cycles,* Princeton, NJ, Princeton University Press.
MUNDELL, R. A. (1963). «Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates», *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne d'Économique et de Science Politique,* vol. 29, n.º 4 (noviembre), pp. 475-485.
MUNS, J. (1986). *Historia de las relaciones entre España y el Fondo Monetario Internacional, 1958-1982. Veinticinco años de economía española,* Madrid, Alianza Editorial.
NOGUES-MARCO, P. (2011). *Tipos de cambio y tipos de interés en Cádiz en el siglo XVIII (1729-1788),* Banco de España, Estudios de Historia Económica, 58.
— (2013). «Competing Bimetallic Ratios: Amsterdam, London and Bullion Arbitrage in mid-18th century», *Journal of Economic History,* 73 (2), pp. 445-476.
NURKSE, R. (1944). *International Currency Experiences*, Ginebra, Liga de Naciones.
OBSTFELD, M. (1986). «Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises», *The American Economic Review,* 76, 1, pp. 72-81.
— (1994). «The logic of currency crises», *Cahiers Économiques et Monétaires,* 43, pp. 189-213.
— (1996). «Models of currency crises with self-fulfilling features», *European Economic Review*, n.º 40, pp. 1037-1047.
OBSTFELD, M., y A. TAYLOR (2003). «Globalization and Capital Markets», *Globalization in Historical Perspective,* Chicago, NBER, pp. 121-187.
OFFICER, L. H. (1996). *Between the Dollar-Sterling Gold Points: Exchange Rates, Parity, and Market Behaviour,* Cambridge, Cambridge University Press.
— (2008). «Gold Standard», *EH. Net Encyclopedia,* editado por Robert Whaples, URL http://eh.net/encyclopedia/article/officer.gold.standard.
OLARIAGA, L. (1929). *La intervención de los cambios en España,* Madrid, Biblioteca Nueva.
— (1933), *La política monetaria en España,* Madrid, Biblioteca de Ciencias Jurídicas.
ORTÍNEZ, M. (1993) *Una vida entre burgesos. Memòries,* Barcelona, Edicions 62.
PONTINES, V., y R. SIRNEGAR (2008). «Fundamental pitfalls of exchange market pressure-based approaches to identification of currency crises», *International Review of Economics and Finance,* 17 (3), pp. 345-365.
POVEDA, R. (1972). *La creación de dinero en España, 1956-1970,* Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.
— (1975). «Política monetaria y financiera», en L. Gámir (coord.), *Política económica de España,* Madrid, Biblioteca Universitaria Guadiana, pp. 33-75.
PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2003), *El progreso económico de España, 1850-2000,* Madrid, Fundación BBVA.
REINHART, C. M., y K. S. ROGOFF (2004). «The Modern History of Exchange Arrangements: A Reinterpretation», *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 119-1, pp.1-48.
— (2009). *This time is different. Eight centuries of financial folly,* Princeton and Oxford, Princeton University Press.
RÓDENAS, C., y S. BRU (2006). «La convertibilidad de la peseta en el siglo XIX», *Revista de Historia Económica,* 24 (3), pp. 555-578.
ROJO, L. Á. (1963). «Política monetaria», *El desarrollo económico de España,* Madrid, Revista de Occidente, pp. 97-120.
ROLDÁN DE MONTAUD, I. (2008). «Las Haciendas públicas de Cuba y Puerto Rico desde el grito de independencia hasta el final de la colonia», en I. Roldán de Montaud (ed.), *Las Haciendas públicas en el Caribe hispano durante el siglo XIX,* Madrid, CSIC, pp. 273-330.
ROULLEAU, G. (1914). *Les règlements par effets de commerce en France et à l'étranger,* París, Dubreuil.
SABATÉ, M., y J. M. SERRANO (eds.) (2006). *Escritos monetarios,* estudio preliminar de Raimundo Fernández Villaverde, Madrid, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.
SACHS, J. D., A. TORNEL y A. VELASCO (1996). «Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995», *Brooking Papers on Economic Activity,* 1, pp. 147-215.
SAINT MARC, M. (1983). *Histoire Monétaire de la France,* París, PUF.
SANZ Y ESCARTÍN, E. (1905). *La moneda y el cambio en España,* Madrid, Imprenta de los Hijos de J. A. García.
SARDÁ, J. (1936). *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España,* Barcelona, Bosch.
— (1970). «El Banco de España, 1931-1962», en VV. AA., *El Banco de España. Una historia económica,* Banco de España, Madrid.
— [1948] (1998). *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX,* Barcelona, Alta Fulla.
SARNO, L., y M. P. TAYLOR (2001). «Official Intervention in the Foreign Exchange Markets: Is it Effective and, If So, How Does It Work?», *Journal of Economic Literature,* vol. XXXIX, pp. 839-868.
SAUVAIRE-JOURDAN, F. (1905). «La crise du change en Espagne», *Bulletin Hispanique,* tomo 7, n.º 3, pp. 293-304.
SCHNEIDER, J., O. SCHWARZER y F. ZELLFELDER (1991). *Währungen der Welt I. Europäische und nordamerikanische Devisenkurse, 1777-1914,* Stuttgart, Franz Steiner Verlag (teilband II).
SERRANO SANZ, J. M. (2004). *El Oro en la Restauración,* Madrid, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.
SERRANO SANZ, J. M., y M. J. ASENSIO (1997). «El ingenierismo cambiario. La peseta en los años del cambio múltiple, 1948-1959», *Revista de Historia Económica,* año XV, n.º 3, pp. 545-573.
SERRANO SANZ, J. M., M. D. GADEA y M. SABATÉ (1998). «Tipo de cambios y protección. La peseta al margen del patrón oro, 1883-1931», *Revista de Historia Industrial,* n.º 13, pp. 83-112.

STRAUMANN, T. (2010). *Fixed Ideas of Money. Small States and Exchange Rate Regimes in Twentieth-Century Europe,* Cambridge, Cambridge University Press.
TEDDE DE LORCA, P. (1974). «La banca española privada durante la Restauración (1874-1913)», en G. Tortella (ed.), *La Banca Española en la Restauración,* Madrid, Banco de España, vol. I, pp. 217-455.
— (1985). «El gasto público en España, 1875-1906: un análisis comparativo con las economías europeas», en P. Martín-Aceña y L. Prados de la Escosura (eds.), *La Nueva Historia Económica de España,* Madrid, Tecnos, pp. 233-261.
TENA, A. (2005). «Sector exterior», en X. Tafunell y A. Carreras (coords.), *Estadísticas históricas de España, siglos XIX y XX,* Madrid, Fundación BBVA, pp. 573-644.
TORTELLA, G. (1970). «El Banco de España entre 1829 y 1929. La formación de un banco central», *El Banco de España. Una historia económica,* Madrid, Banco de España, pp. 261-313.
— (1974). «La oferta monetaria. Su evolución», en G. Tortella (ed.), *La Banca Española en la Restauración,* Madrid, Banco de España, vol. I, pp. 465-521.
— (2006). «The Bank of Spain: a new financial power, 1874-1914», *150 years in the history of the Bank of Spain,* Madrid, Banco de España, pp. 109-134.
TOUTAIN, J. C. (1997). «Le produit intérieur brut de la France, 1789-1990», *Économies et Sociétés,* 11, pp. 5-136.
TRIFFIN, R. (1957). *Europe and the Money Muddle,* Yale University Press, New Haven.
VAN DER WEE, H. (1986). *Prosperidad y crisis. Reconstrucción, crecimiento y cambio, 1945-1980,* Crítica, Barcelona.
VAN WIJNBERGEN, S. (1991). «Fiscal deficits, exchange rate crises and inflation», *Review of Economic Studies,* 58, pp. 81-92.
VANDELLÓS, J. A. (1974). *El porvenir del cambio de la peseta,* Barcelona, Banca Mas-Sardá.
VARELA PARACHE, M. (1989-1990). «El Plan de Estabilización como yo lo recuerdo», *Información Comercial Española*, n.os 676 y 677, pp. 41-56.
VIÑAS, A. (1980). «La administración de la política económica exterior en España, 1936-1979», *Cuadernos Económicos del ICE*, 1980/13, pp. 159-272.
VIÑAS, A., J. VIÑUELA, F. EGUIDAZU, C. FERNÁNDEZ PULGAR y S. FLORENSA (1979). *Política comercial exterior en España (1931-1975),* Madrid, BEX.
WHITE, H. D. (1933). *The French International Accounts, 1880-1913,* Cambridge, Harvard University Press.
YEAGER, L. B. (1984). *Relaciones monetarias internacionales,* 2 volúmenes, Alianza Universidad, Madrid.

# APÉNDICES

## A.1 Fuentes para el cálculo del *Exchange Market Pressure*

### FUENTES PARA EL CÁLCULO DEL *EXCHANGE MARKET PRESSURE*

**APÉNDICE A.1**

| | España | | | País de referencia: Gran Bretaña | | | | País de referencia: Francia | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Período | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) | Tipo de cambio nominal | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) | Tipo de cambio nominal | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) |
| 1880-1913 | **Serie 1**<br>Tipo de descuento del banco central. Promedio anual (%).<br>Flandreau y Zumer (2004), p. 126, y Roulleau (1914). | **Serie 2a**<br>Reservas de oro del banco central. *Stock* a final de año.<br>Anes (1974a), p. 114.<br>**Serie 2b**<br>Reservas de oro y plata del banco central. *Stock* a final de año.<br>Anes (1974a), p. 114. | **Serie 3a**<br>M1 *(stock* a final de año).<br>Martín-Aceña y Pons (2005), p. 698.<br>**Serie 3b**<br>Base monetaria. *Stock* a final de año.<br>Anes (1974c), p. 208. | **Serie 4**<br>Madrid sobre Londres (promedio anual de las cotizaciones mensuales del primer dato de mes, PTA/£).<br>1880-1886: Elaboración propia (véase el apéndice A.2, «Cálculo del tipo de cambio *spot*»).<br>1887-1913: Schneider *et al.* (1991), II, pp. 386-388. | **Serie 5**<br>Tipo de descuento del banco central. Promedio anual (%).<br>Flandreau y Zumer (2004), p. 126. | **Serie 6**<br>Reservas del banco central. *Stock* a final de año.<br>Flandreau y Zumer (2004), p. 119. | **Serie 7**<br>Base monetaria *(stock* a final de año).<br>Mitchell (1987), p. 674. | **Serie 8**<br>Madrid sobre París (promedio anual de las cotizaciones mensuales del primer dato de mes, PTA/FF).<br>1880-1886: Elaboración propia (véase el apéndice A.2, «Cálculo del tipo de cambio *spot*»).<br>1887-1913: Schneider *et al.* (1991), II, pp. 386-388. | **Serie 9**<br>Tipo de descuento del banco central. Promedio anual (%).<br>Flandreau y Zumer (2004), p. 126. | **Serie 10**<br>Reservas del banco central. *Stock* a final de año.<br>Flandreau y Zumer (2004), p. 119. | **Serie 11**<br>M1 *(stock* a final de año).<br>Saint Marc (1983), pp. 36 y 37. |

FUENTE: Elaboración propia (datos de las series, disponibles en el apéndice A.4).

FUENTES PARA EL CÁLCULO DEL *EXCHANGE MARKET PRESSURE* (cont.)

| | España | | | País de referencia: Estados Unidos | | | | País de referencia: Gran Bretaña | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Período | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) | Tipo de cambio nominal | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) | Tipo de cambio nominal | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) |
| 1914-1936 | **Serie 12**<br><br>Tipo de descuento del banco central. Promedio anual (%).<br><br>Martínez Méndez (2005), anexo 24, cuadro 1. | **Serie 13**<br><br>Reservas del banco central (oro y plata, incluye divisas en la partida «oro en poder de corresponsales») (datos a final de año).<br><br>Elaboración propia, con datos de las memorias de la Junta General de Accionistas.<br><br>**Serie 13a**<br><br>Incluye oro, plata y divisas.<br><br>**Serie 13b**<br><br>Considera solo oro y divisas. | **Serie 14a**<br><br>M1 *(stock* a final de año).<br><br>Martín-Aceña y Pons (2005), p. 698.<br><br>**Serie 14b**<br><br>Base monetaria *(stock* a final de año).<br><br>Martín-Aceña y Pons (2005), p. 698. | **Serie 15**<br><br>PTA/$ (promedio anual).<br><br>Martínez Méndez (2005), anexo 26, cuadro 1. | **Serie 16**<br><br>Tipo de descuento, FED NYC (promedio anual).<br><br>NBER Macrohistory: Serie m13009. | **Serie 17**<br><br>Reservas de oro, Federal Reserve Banks (datos a final de año).<br><br>NBER Macrohistory: Serie m14062. | **Serie 18**<br><br>M1: datos procesados por NBER Macrohistory de la suma de las series 14125 (efectivo en manos del público) y 14145 (demanda de depósitos ajustada y depósitos a plazo de todos los bancos comerciales) (datos a final de año). | **Serie 19**<br><br>PTA/£ (promedio anual).<br><br>Martínez Méndez (2005), anexo 26, cuadro 1. | **Serie 20**<br><br>Tipo de descuento del Banco de Inglaterra (promedio anual).<br><br>NBER Macrohistory: Serie m1301.3 | **Serie 21a**<br><br>Reservas de oro del Banco de Inglaterra (datos a final de año).<br><br>Banking and Monetary Statistics, 1914-1941 (1976), pp. 534, 551 y 553.<br><br>**Serie 21b**<br><br>Período 1914-1930 serie 21a y período 1931-1936 serie 21a más las reservas de British Exchange Equalization Account (dato final año) [reservas en Howson (1980), cuadro 3]. | **Serie 22**<br><br>Base monetaria.<br><br>Mitchell (1987), p. 674. |

FUENTE: Elaboración propia (datos de las series, disponibles en el apéndice A.4).

FUENTES PARA EL CÁLCULO DEL *EXCHANGE MARKET PRESSURE* (cont.)

| | España | | | País de referencia: Estados Unidos | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Período | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) | Tipo de cambio nominal | Tipo de interés | Reservas | Base monetaria (o M1) |
| 1939-1975 | **Serie 23**<br><br>Tipo de descuento del banco central. Promedio anual (%).<br><br>Elaboración propia con datos de las memorias de la Junta General de Accionistas, *Boletín Estadístico* y Registro de Acuerdos del Consejo General. | **Serie 24**<br><br>Reservas totales país *(stock* a final de año).<br><br>1939-1951: Elaboración propia (véase el apéndice A.3, «Reconstrucción de las reservas internacionales de España entre 1939 y 1951», para el detalle de la elaboración de la serie).<br><br>1952-1953: Martínez Méndez (1961).<br><br>1954-1962: Banco de España (1967, enero), *Boletín Estadístico,* Sector Exterior, Madrid, Banco de España, p. 113.<br><br>1962-1975: Banco de España (1978, noviembre), *Boletín Estadístico,* Series Históricas. Vol. XIII, Sector Exterior, Madrid, Banco de España, pp. 138 y 139. | **Serie 25**<br><br>M1: *Stock* a final de año (millones pesetas).<br><br>Martín-Aceña y Pons (2005), p. 698. | **Serie 26a**<br><br>PTA/$. Tipo de cambio oficial (promedios anuales).<br><br>Martín-Aceña y Pons (2005), p. 705 (1939-1956, 1960-1961), *BOE* (1957-1959) y *Boletín Estadístico* (1978), pp. 140-143 (de 1962 a 1975).<br><br>**Serie 26b**<br><br>PTA/$. Tipo de cambio oficial ponderado. Martínez-Ruiz (2003), cuadro 1.14, p. 59.<br><br>**Serie 26c**<br><br>PTA/$. Tipo de cambio de mercado (promedios anuales).<br><br>Martín-Aceña y Pons (2005), p. 705 (de 1939 a 1961, mercado de Tánger), y *Boletín Estadístico* (1978), pp. 140-143 (de 1962 a 1975). | **Serie 27**<br><br>Tipo de descuento FED NYC (promedio anual).<br><br>(NBER Macrohistory: Serie m13009). | **Serie 28**<br><br>Reservas totales del país *(stock* final año).<br><br>Banking and Monetary Statistics, 1941-1970 (1976), pp. 899-901. | **Serie 29**<br><br>M1: *Stock* a final de año.<br>Banking and Monetary Statistics, 1941-1970 (1976), pp. 5 y 17-19. |

FUENTE: Elaboración propia (datos de las series, disponibles en el apéndice A.4).

## A.2 Cálculo del tipo de cambio *spot,* Madrid, 1880-1886

Los cambios de Madrid con Londres y París cotizaron a plazo hasta 1887. El tipo de cambio entre Madrid y Londres cotizaba a 90 días-fecha y el tipo de cambio entre Madrid y París cotizaba a 8 días-vista hasta 1887, momento en el que los cambios comenzaron a cotizar a la vista (véase el *Boletín de Cotización Oficial del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid).*

La cotización de las letras de cambio a plazo recogía dos componentes: el tipo de cambio *spot* de la transferencia y el tipo de interés del crédito. Así, la cotización de las letras *spot* diferiría de la cotización de las letras a plazo en el tipo de interés implícito a la operación de crédito vinculada al pago aplazado. Es un interés implícito porque no se expresa explícitamente en la letra, pero se recoge implícitamente en la cotización a plazo de la letra.

Matemáticamente se puede expresar la relación entre el tipo de cambio a plazo, el tipo de cambio *spot* y el tipo de interés implícito. Supongamos que sabemos el tipo de cambio a un plazo concreto de una letra comprada en el centro A sobre el centro B ($\alpha_{AB}$). El tipo de cambio a plazo ($\alpha_{AB}$) es el número de unidades de la moneda del centro A que se dan en el centro A para obtener en el plazo estipulado una unidad de la moneda B en el centro B. Supongamos, además, que sabemos el precio de una letra de cambio similar a la letra anterior, es decir, con los mismos riesgos y rentabilidad, comprada en el centro A y pagadera en el centro B, pero con la diferencia de que no es pagadera a plazo, sino instantáneamente —tipo de cambio spot ($x_{AB}$)—. La relación entre el precio de la letra a plazo y el precio de la letra *spot* está definida por el tipo de interés implícito del préstamo comercial generado en el período entre el momento actual de la letra *spot* y el plazo definido en la letra a plazo ($r_B^A$):

$$x_{AB} = \alpha_{AB} \cdot (1 + r_B^A)$$

(medido en unidades de la moneda del centro A/unidad de la moneda del centro B).

Este tipo de interés ($r_B^A$) es el tipo de interés comercial en el centro de destino B (desde el centro de origen A). Es decir, la letra emitida en el centro A sobre el B supone un crédito en B porque es equivalente, por arbitraje, a transferir fondos desde el centro A al centro B al tipo de cambio *spot* y a depositar estos fondos en el centro B al tipo de interés del centro B [Flandreau *et al.* (2009), Nogues-Marco (2011)].

La literatura ha usado recurrentemente esta simple fórmula para calcular una de las tres variables cuando se conocen las otras dos. Nosotras la empleamos para estimar el tipo de cambio *spot* entre 1880 y 1886. Para ello consideramos los datos de tipo de cambio a plazo de Madrid sobre Londres y de Madrid sobre París —tomados de Schneider *et al.* (1991, II, pp. 386-388)— y el tipo de descuento del Banco de Londres y del Banco de París —disponible en Flandreau y Zumer (2004)—. El tipo de cambio *spot* puede consultarse en el apéndice A.4.

## A.3 Reconstrucción de las reservas internacionales de España entre 1939 y 1951

Aunque contábamos con datos sobre las reservas españolas desde 1952 [Martínez Méndez (1961) y *Boletín Estadístico* del Banco de España], la evolución de esta variable fundamental para analizar la política monetaria española no era conocida para el período inmediatamente posterior a la Guerra Civil. Lo que se ha realizado aquí es una primera aproximación partiendo de datos primarios y de algunas publicaciones.

El principal componente de las reservas españolas en este período fue el oro. Hay que señalar que, siguiendo la práctica anterior a la Guerra Civil, las autoridades franquistas comenzaron a reconstruir en cuanto fue posible la reserva de oro, consumida casi completamente durante la contienda en España. El metal amarillo constituyó hasta 1959 la parte del león de las reservas internacionales del país. Por lo tanto, la parte fundamental de la reconstrucción había de centrarse en las reservas de oro. Afortunadamente, contamos con dos estudios previos que aportan datos precisos sobre la evolución de la reserva de oro de España a partir de 1939. Por un lado, el informe sobre las transacciones de oro durante la Segunda Guerra Mundial proporciona los datos de la posición de oro en 1939, así como de las compras efectuadas por las autoridades españolas entre 1942 y 1945 y de la evolución de la posición de metal hasta 1948 (Oro, AHBE, Dpto. Extranjero, IEME, Secretaría, caja 87). Por otro, la reconstrucción de las balanzas de pagos de la autarquía efectuada por Martínez-Ruiz (2003) da cuenta de los movimientos registrados en la posición de oro entre 1949 y 1951. A partir, por tanto, de estas dos fuentes, pueden reconstruirse las reservas de oro a 31 de diciembre de cada año.

Además del oro, las reservas se componen de divisas. Esta ha sido sin duda la parte más problemática de la reconstrucción. En la escasa literatura que se ha ocupado de estos asuntos, la posición en divisas de España en un determinado momento del tiempo se ha asimilado a la posición de lo que el IEME, organismo encargado del mantenimiento y gestión de las reservas desde 1939, denominaba «Moneda extranjera. Propiedad». Un estudio detallado de la contabilidad del Instituto revela, sin embargo, que el saldo final de la cuenta «Moneda extranjera. Propiedad» (que el IEME interpreta en diferentes documentos como existencia de divisas o disponibilidad de divisas) englobaba conceptos muy diversos, que poco o nada tienen que ver con las reservas monetarias del país, según se entienden en la teoría económica. Así, aspectos del control de cambios como las disponibilidades reservadas para cuentas combinadas, las autorizaciones de compra en Bolsa o los saldos disponibles para su venta en Bolsa eran incluidos en el cálculo que el IEME hacía de sus disponibilidades. También lo eran conceptos que más bien pertenecen a otros capítulos de la balanza de pagos, como las rentas y amortizaciones de valores o los créditos autorizados en moneda extranjera que se han de liquidar al Export-Import Bank. Por lo tanto, la evolución de lo que el IEME interpretaba como su posición en divisas dista mucho de poder ser asimilada a las reservas en divisas del país.

Afortunadamente, existe una detallada contabilidad que permite elegir, entre las diversas cuentas, aquellas que se consideren idóneas para la reconstrucción de las reservas. Así, en esta reconstrucción se ha decidido recoger los datos correspondientes a billetes en moneda extranjera tanto del IEME como del Banco de España, corresponsales y las divisas en poder de la banca delegada. Como pasivos a corto plazo solo se han tomado las operaciones de moneda extranjera a plazo en dobles. Una vez elegidos los conceptos, se ha intentado en lo posible limpiar estas cuentas de cualquier anotación que no se correspondiese con un movimiento de reservas. Por ejemplo, las cuentas de corresponsales incluyen tanto anotaciones correspondientes a créditos a largo plazo como apuntes de créditos comerciales (créditos documentarios) y sus coberturas que han sido

deducidas de los totales. En otro orden de cosas, hay que señalar que la fuente, esto es, los pormenores a 31 de diciembre de las cuentas elegidas, no incluye totales, de manera que la reconstrucción debe comenzar por tomar los datos en cada una de las divisas y convertirlas a dólares (Divisas y posición banca, AHBE, Dpto. Extranjero, IEME, Intervención y Contabilidad, cajas 10130 a 10150, Balances y pormenores). Los tipos de cambio elegidos para realizar esta operación han sido los oficiales a 31 de diciembre de cada año, por considerar que estos mismos eran los que utilizaba el IEME para el resto de su contabilidad. Por último, se ha decidido excluir todos los saldos denominados en *Reichsmark,* que suponían unos 40 millones de dólares aproximadamente a tipo de cambio oficial de 1945. La razón es que estos saldos ni estaban disponibles en ese momento ni lo estuvieron después, ya que las negociaciones llevadas a cabo con la Alemania nazi, primero, y con la RFA, después, no supusieron la recuperación de ese montante.

## A.4 Datos para el cálculo del *Exchange Market Pressure*

### DATOS PARA EL CÁLCULO DEL *EXCHANGE MARKET PRESSURE*

APÉNDICE A.4

| | Serie 1 | Serie 2a | Serie 2b | Serie 3a | Serie 3b | Serie 4 | Serie 5 | Serie 6 | Serie 7 | Serie 8 | Serie 9 | Serie 10 | Serie 11 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año | Tipo de descuento (Banco de España). Promedio anual (%) | Reservas de oro (Banco de España). Millones de pesetas | Reservas (Banco de España). Millones de pesetas | M1 (Banco de España). Millones de pesetas | Base monetaria (Banco de España). Millones de pesetas | Tipo de cambio *spot* Madrid sobre Londres (PTA/£) | Tipo de descuento (BoE). Promedio anual (%) | Reservas (BoE). Millones de libras | Base monetaria (BoE). Millones de libras | Tipo de cambio *spot* Madrid sobre París (PTA/FF) | Tipo de descuento (Banco de Francia). Promedio anual (%) | Reservas (Banco de Francia). Millones de francos | M1. Millones de francos |
| 1880 | 4,00 | | 236,0 | 1.880 | 1.807,8 | 25,013 | 2,79 | 24,2 | 146 | 0,9906 | 2,81 | 1.787 | 13.400 |
| 1881 | 4,00 | 125,2 | 225,9 | 1.960 | 1.909,0 | 25,142 | 3,48 | 20,3 | 145 | 0,9963 | 3,84 | 1.817 | 13.700 |
| 1882 | 4,54 | 49,9 | 124,7 | 1.968 | 1.941,4 | 25,676 | 4,18 | 20,4 | 146 | 1,0193 | 3,80 | 2.056 | 13.700 |
| 1883 | 4,81 | 51,1 | 111,0 | 1.997 | 1.959,4 | 25,627 | 3,58 | 21,6 | 144 | 1,0172 | 3,08 | 1.963 | 13.600 |
| 1884 | 4,75 | 70,2 | 167,9 | 2.008 | 1.981,2 | 25,480 | 2,93 | 20,7 | 144 | 1,0132 | 3,00 | 2.049 | 13.500 |
| 1885 | 4,19 | 79,9 | 152,0 | 2.118 | 2.092,5 | 25,827 | 2,99 | 20,1 | 146 | 1,0212 | 3,00 | 2.243 | 13.400 |
| 1886 | 4,00 | 109,5 | 238,2 | 2.101 | 2.079,5 | 25,924 | 3,02 | 18,8 | 140 | 1,0287 | 3,00 | 2.385 | 13.800 |
| 1887 | 4,00 | 90,6 | 309,9 | 2.096 | 2.102,9 | 25,717 | 3,33 | 19,9 | 139 | 1,0171 | 3,00 | 2.310 | 13.500 |
| 1888 | 4,00 | 105,2 | 324,1 | 2.199 | 2.185,3 | 25,602 | 3,30 | 19,3 | 139 | 1,0162 | 3,10 | 2.251 | 14.500 |
| 1889 | 4,00 | 152,8 | 275,4 | 2.273 | 2.222,1 | 25,957 | 3,58 | 17,8 | 139 | 1,0310 | 3,09 | 2.521 | 13.300 |
| 1890 | 4,00 | 168,4 | 247,5 | 2.287 | 2.283,3 | 26,159 | 4,52 | 23,4 | 148 | 1,0426 | 3,00 | 2.372 | 13.500 |
| 1891 | 4,06 | 201,1 | 320,6 | 2.317 | 2.334,3 | 26,562 | 3,28 | 22,3 | 154 | 1,0599 | 3,00 | 2.592 | 13.800 |
| 1892 | 5,43 | 243,3 | 376,1 | 2.222 | 2.227,2 | 28,941 | 2,51 | 24,4 | 160 | 1,1489 | 2,70 | 2.979 | 14.400 |
| 1893 | 5,50 | 249,8 | 426,5 | 2.178 | 2.189,4 | 29,865 | 3,05 | 24,5 | 160 | 1,1848 | 2,50 | 2.974 | 15.200 |
| 1894 | 5,50 | 256,7 | 535,9 | 1.994 | 1.986,8 | 30,280 | 2,10 | 32,5 | 165 | 1,2066 | 2,50 | 3.312 | 15.000 |
| 1895 | 4,63 | 240,5 | 500,4 | 2.137 | 2.142,5 | 28,862 | 2,00 | 43,6 | 174 | 1,1465 | 2,10 | 3.185 | 14.700 |
| 1896 | 4,78 | 240,8 | 494,5 | 2.199 | 2.259,1 | 30,383 | 2,48 | 33,8 | 182 | 1,2066 | 2,00 | 3.143 | 15.000 |
| 1897 | 5,00 | 278,9 | 537,9 | 2.395 | 2.384,4 | 32,604 | 2,63 | 30,4 | 178 | 1,2945 | 2,00 | 3.159 | 15.200 |
| 1898 | 5,00 | 341,6 | 539,0 | 3.286 | 3.271,3 | 39,508 | 3,25 | 29,3 | 178 | 1,5242 | 2,20 | 3.030 | 15.400 |
| 1899 | 4,58 | 405,7 | 769,1 | 3.243 | 3.298,6 | 31,480 | 3,74 | 29,3 | 188 | 1,2440 | 3,06 | 3.031 | 15.600 |
| 1900 | 3,69 | 395,0 | 805,9 | 3.112 | 3.273,9 | 32,551 | 3,94 | 28,5 | 195 | 1,2955 | 3,21 | 3.447 | 16.600 |
| 1901 | 3,68 | 369,7 | 801,2 | 3.173 | 3.228,8 | 34,793 | 3,72 | 32,1 | 199 | 1,3862 | 3,00 | 3.567 | 17.400 |
| 1902 | 4,00 | 394,6 | 889,1 | 2.975 | 3.118,5 | 34,008 | 3,33 | 28,8 | 201 | 1,3575 | 3,00 | 3.650 | 17.100 |
| 1903 | 4,16 | 409,8 | 887,7 | 3.061 | 3.163,4 | 34,008 | 3,75 | 28,3 | 201 | 1,3499 | 3,00 | 3.462 | 18.000 |
| 1904 | 4,50 | 419,1 | 916,7 | 3.012 | 3.120,1 | 34,703 | 3,30 | 29,9 | 197 | 1,3777 | 3,00 | 3.761 | 19.300 |
| 1905 | 4,50 | 453,0 | 1.023,9 | 2.859 | 2.964,5 | 33,000 | 3,01 | 28,5 | 195 | 1,3102 | 3,00 | 3.953 | 19.900 |
| 1906 | 4,50 | 471,0 | 1.075,7 | 2.808 | 2.878,6 | 28,700 | 4,27 | 29,1 | 201 | 1,1441 | 3,00 | 3.704 | 20.800 |
| 1907 | 4,50 | 453,4 | 1.095,5 | 2.795 | 2.860,4 | 28,051 | 4,88 | 30,7 | 209 | 1,1137 | 3,46 | 3.615 | 21.000 |
| 1908 | 4,50 | 472,3 | 1.283,0 | 2.701 | 2.790,2 | 28,385 | 3,00 | 31,0 | 208 | 1,1298 | 3,04 | 4.371 | 22.800 |
| 1909 | 4,50 | 534,8 | 1.304,7 | 2.828 | 2.886,8 | 27,758 | 3,10 | 33,4 | 213 | 1,1028 | 3,00 | 4.371 | 23.700 |
| 1910 | 4,50 | 553,5 | 1.321,2 | 2.877 | 2.907,2 | 27,044 | 3,72 | 32,9 | 217 | 1,0716 | 3,00 | 4.106 | 24.300 |
| 1911 | 4,50 | 560,7 | 1.314,6 | 2.946 | 2.959,4 | 27,408 | 3,47 | 32,4 | 223 | 1,0833 | 3,12 | 4.011 | 25.000 |
| 1912 | 4,50 | 640,9 | 1.378,1 | 3.067 | 3.096,1 | 26,914 | 3,78 | 30,3 | 227 | 1,0666 | 3,38 | 3.896 | 25.300 |
| 1913 | 4,50 | 674,1 | 1.390,3 | 3.152 | 3.189,5 | 27,078 | 4,77 | 33,1 | 237 | 1,0760 | 4,00 | 4.158 | 27.100 |

FUENTE: Véase apéndice A.1.

## DATOS PARA EL CÁLCULO DEL *EXCHANGE MARKET PRESSURE* (cont.)

| | Serie 12 | Serie 13a | Serie 13b | Serie 14a | Serie 14b | Serie 15 | Serie 16 | Serie 17 | Serie 18 | Serie 19 | Serie 20 | Serie 21a | Serie 21b | Serie 22 (a) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año | Tipo de descuento (Banco de España). Promedio anual (%) | Reservas de oro y plata (Banco de España). Millones de pesetas | Reservas de oro (Banco de España). Millones de pesetas | M1 (Banco de España). Millones de pesetas | Base monetaria (Banco de España). Millones de pesetas | Tipo de cambio *spot* (PTA/$) | Tipo de descuento (FED NYC). Promedio anual (%) | Reservas de oro (FED). Millones de dólares | M1 (EEUU). Millones de dólares | Tipo de cambio *spot* (PTA/£) | Tipo de descuento (BoE). Promedio anual (%) | Reservas de oro (BoE). Millones de libras | Reservas de oro (BoE + BEEA) Millones de libras | Base monetaria (BoE). Millones de libras |
| 1914 | 4,62 | 1.429,2 | 720,3 | 3.272 | 3.378 | 4,9497 | — | 240 | 16.320 | 26,2348 | 4,03 | 87,5 | 87,5 | 288 |
| 1915 | 4,50 | 1.723,3 | 970,4 | 3.567 | 3.518 | 5,2467 | 3,95 | 540 | 18.980 | 24,8972 | 5,00 | 79,8 | 79,8 | 336 |
| 1916 | 4,50 | 2.082,1 | 1.341,1 | 4.046 | 3.835 | 5,0320 | 3,75 | 740 | 22.500 | 23,9291 | 5,47 | 81,3 | 81,3 | 385 |
| 1917 | 4,50 | 2.765,1 | 2.055,9 | 4.998 | 4.592 | 4,4388 | 3,77 | 1.670 | 25.740 | 21,1656 | 5,15 | 85,6 | 85,6 | 421 |
| 1918 | 4,50 | 2.956,4 | 2.315,0 | 6.450 | 5.472 | 4,1713 | 4,48 | 2.090 | 28.950 | 19,8617 | 5,00 | 107,1 | 107,1 | 531 |
| 1919 | 4,58 | 3.136,2 | 2.506,3 | 7.238 | 6.000 | 5,0327 | 4,59 | 2.080 | 33.510 | 22,4001 | 5,15 | 118,8 | 118,8 | 631 |
| 1920 | 5,15 | 3.113,2 | 2.539,7 | 8.163 | 6.702 | 6,3670 | 6,51 | 2.060 | 34.520 | 23,2947 | 6,71 | 155,0 | 155,0 | 659 |
| 1921 | 6,00 | 3.179,7 | 2.554,6 | 7.923 | 6.520 | 7,4019 | 5,96 | 2.870 | 31.900 | 28,5053 | 6,10 | 155,1 | 155,1 | 620 |
| 1922 | 5,69 | 3.126,1 | 2.480,5 | 8.155 | 6.536 | 6,4459 | 4,24 | 3.050 | 35.700 | 28,6059 | 3,70 | 152,6 | 152,6 | 585 |
| 1923 | 5,12 | 3.206,8 | 2.558,1 | 8.314 | 6.667 | 6,9555 | 4,43 | 3.080 | 37.070 | 31,7688 | 3,49 | 153,2 | 153,2 | 556 |
| 1924 | 5,00 | 3.220,3 | 2.569,1 | 8.063 | 6.997 | 7,5086 | 3,69 | 2.940 | 39.960 | 33,1537 | 4,00 | 153,7 | 153,7 | 558 |
| 1925 | 5,00 | 3.219,0 | 2.566,6 | 8.212 | 7.169 | 6,9684 | 3,42 | 2.700 | 43.030 | 33,6604 | 4,57 | 142,8 | 142,8 | 564 |
| 1926 | 5,00 | 3.267,1 | 2.592,0 | 7.933 | 6.812 | 6,7239 | 3,84 | 2.820 | 43.010 | 32,6658 | 5,00 | 149,9 | 149,9 | 557 |
| 1927 | 5,00 | 3.325,7 | 2.640,6 | 8.274 | 6.974 | 5,8636 | 3,80 | 2.370 | 44.960 | 28,5051 | 4,65 | 151,5 | 151,5 | 558 |
| 1928 | 5,04 | 3.352,1 | 2.654,3 | 8.601 | 7.211 | 6,0298 | 4,50 | 2.580 | 46.570 | 29,3156 | 4,50 | 153,8 | 153,8 | 568 |
| 1929 | 5,50 | 3.370,7 | 2.666,8 | 8.682 | 7.335 | 6,8240 | 5,16 | 2.860 | 45.870 | 33,1682 | 5,50 | 145,9 | 145,9 | 558 |
| 1930 | 5,73 | 3.222,9 | 2.523,9 | 9.089 | 7.543 | 8,6715 | 3,04 | 2.940 | 44.050 | 41,9266 | 3,42 | 147,6 | 147,6 | 565 |
| 1931 | 6,23 | 3.041,1 | 2.526,1 | 9.037 | 8.333 | 10,5484 | 2,11 | 2.990 | 37.340 | 47,6460 | 3,96 | 120,7 | 172,0 | 555 |
| 1932 | 6,42 | 3.144,8 | 2.543,6 | 8.818 | 7.975 | 12,4606 | 2,82 | 3.150 | 34.030 | 43,7020 | 3,01 | 119,8 | 206,2 | 560 |
| 1933 | 6,00 | 3.184,5 | 2.540,4 | 8.747 | 7.923 | 9,7066 | 2,56 | 3.570 | 30.810 | 39,8321 | 2,00 | 190,7 | 370,2 | 613 |
| 1934 | 5,92 | 3.183,7 | 2.533,2 | 8.838 | 7.651 | 7,3904 | 1,54 | 5.140 | 35.060 | 37,1838 | 2,00 | 192,3 | 414,4 | 627 |
| 1935 | 5,27 | 3.224,7 | 2.536,3 | 9.057 | 8.082 | 7,3514 | 1,50 | 7.570 | 40.340 | 36,0103 | 2,00 | 200,1 | 492,4 | 626 |
| 1936 | 5,00 | — | — | — | — | — | 1,50 | 8.860 | 44.980 | — | 2,00 | 313,7 | 706,4 | 658 |

FUENTE: Véase apéndice A.1.

**a** A partir de 1921 excluye Irlanda del Sur.

## DATOS PARA EL CÁLCULO DEL *EXCHANGE MARKET PRESSURE* (cont.)

| Año | Serie 23<br>Tipo de descuento (Banco de España). Promedio anual (%) | Serie 24<br>Reservas (Banco de España). Millones de pesetas | Serie 25<br>M1 (Banco de España). Millones de pesetas | Serie 26a<br>Tipo de cambio *spot* oficial (PTA/$) | Serie 26b<br>Tipo de cambio *spot* oficial ponderado (PTA/$) | Serie 26c<br>Tipo de cambio *spot* de mercado (PTA/$) | Serie 27<br>Tipo de descuento (FED NYC). Promedio anual (%) | Serie 28<br>Reservas (FED). Millones de dólares | Serie 29<br>M1 (EEUU). Millones de dólares |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1939 | 4,00 | 101,5 | — | 11,6900 | 11,6900 | — | 1,00 | — | — |
| 1940 | 4,00 | 106,4 | — | 10,7400 | 12,0980 | — | 1,00 | — | — |
| 1941 | 4,00 | 614,2 | 27.759 | 10,9500 | 11,9546 | 24,4900 | 1,00 | 22.762 | 48.607 |
| 1942 | 4,00 | 797,5 | 29.791 | 10,9500 | 11,4148 | 14,9900 | 1,00 | 22.739 | 62.868 |
| 1943 | 4,00 | 1.651,4 | 30.940 | 10,9500 | 10,9500 | 13,2500 | 1,00 | 21.981 | 79.640 |
| 1944 | 4,00 | 1.911,5 | 34.772 | 10,9500 | 10,9500 | 15,2100 | 1,00 | 20.631 | 90.435 |
| 1945 | 4,00 | 1.889,4 | 38.007 | 10,9500 | 10,9500 | 21,3100 | 1,00 | 20.083 | 102.341 |
| 1946 | 4,00 | 1.723,6 | 47.431 | 10,9500 | 11,1048 | 25,4700 | 1,00 | 20.706 | 110.044 |
| 1947 | 4,50 | 1.679,0 | 53.757 | 10,9500 | 11,3057 | 33,9300 | 1,00 | 24.021 | 113.100 |
| 1948 | 4,50 | 1.630,0 | 55.158 | 10,9500 | 11,2788 | 34,0200 | 1,34 | 25.758 | 111.500 |
| 1949 | 4,00 | 1.674,1 | 59.785 | 10,9500 | 14,8863 | 40,2700 | 1,50 | 26.024 | 111.200 |
| 1950 | 4,00 | 1.467,2 | 67.601 | 10,9500 | 19,5762 | 52,5200 | 1,59 | 24.265 | 116.200 |
| 1951 | 4,00 | 1.591,8 | 78.758 | 10,9500 | 27,6345 | 51,2700 | 1,75 | 24.299 | 122.700 |
| 1952 | 4,00 | 1.465,7 | 87.593 | 10,9500 | 30,4775 | 48,5400 | 1,75 | 24.714 | 127.400 |
| 1953 | 4,00 | 1.630,5 | 94.002 | 10,9500 | 32,2484 | 43,3000 | 1,99 | 23.458 | 128.800 |
| 1954 | 3,75 | 2.237,1 | 105.830 | 10,9500 | 33,3505 | 42,9800 | 1,60 | 22.978 | 132.300 |
| 1955 | 3,75 | 2.458,3 | 121.382 | 10,9500 | 34,0474 | 43,1600 | 1,89 | 22.797 | 135.200 |
| 1956 | 4,25 | 1.701,6 | 143.655 | 10,9500 | 35,2795 | 45,1900 | 2,77 | 23.666 | 136.900 |
| 1957 | 5,00 | 4.439,4 | 167.557 | 33,9200 | 41,7499 | 53,9500 | 3,12 | 24.832 | 135.900 |
| 1958 | 5,00 | 2.755,2 | 192.182 | 42,0000 | 44,7467 | 54,9900 | 2,16 | 21.504 | 141.100 |
| 1959 | 6,25 | 13.056,0 | 201.593 | 51,0700 | 51,0700 | 59,3900 | 3,36 | 21.504 | 143.400 |
| 1960 | 5,75 | 35.523,4 | 205.548 | 60,2500 | 60,2500 | 60,2500 | 3,53 | 19.359 | 144.200 |
| 1961 | 5,00 | 52.375,3 | 232.780 | 60,2500 | 60,2500 | 60,2500 | 3,00 | 18.753 | 148.700 |
| 1962 | 5,00 | 63.957,8 | 275.938 | 59,8900 | 59,8900 | 59,8900 | 3,00 | 17.220 | 150.900 |
| 1963 | 5,00 | 69.347,8 | 310.812 | 59,8767 | 59,8767 | 59,8767 | 3,23 | 16.843 | 156.500 |
| 1964 | 5,00 | 90.280,9 | 366.496 | 59,8750 | 59,8750 | 59,8750 | 3,55 | 16.843 | 163.700 |
| 1965 | 5,00 | 83.594,5 | 428.884 | 59,8942 | 59,8942 | 59,8942 | 4,04 | 16.672 | 171.300 |
| 1966 | 5,00 | 74.875,5 | 479.460 | 59,9292 | 59,9292 | 59,9292 | 4,19 | 14.882 | 175.700 |
| 1967 | 5,63 | 79.457,3 | 544.078 | 61,0783 | 61,0783 | 61,0783 | 5,23 | 14.830 | 187.300 |
| 1968 | 5,63 | 84.021,5 | 610.757 | 69,6825 | 69,6825 | 69,6825 | 5,16 | 15.710 | 202.200 |
| 1969 | 6,88 | 93.464,6 | 699.990 | 69,8508 | 69,8508 | 69,8508 | 5,78 | 16.964 | 208.800 |
| 1970 | 8,13 | 130.783,3 | 741.298 | 69,6975 | 69,6975 | 69,6975 | — | 14.487 | 219.600 |
| 1971 | 6,25 | 219.121,7 | 929.024 | 69,2342 | 69,2342 | 69,2342 | — | — | — |
| 1972 | 6,25 | 318.358,5 | 1.145.549 | 64,2725 | 64,2725 | 64,2725 | — | — | — |
| 1973 | 7,50 | 387.204,3 | 1.411.762 | 58,2600 | 58,2600 | 58,2600 | — | — | — |
| 1974 | 8,75 | 340.738,2 | 1.658.326 | 57,6858 | 57,6858 | 57,6858 | — | — | — |
| 1975 | 8,75 | 353.039,0 | 1.976.149 | 57,4075 | 57,4075 | 57,4075 | — | — | — |

FUENTE: Véase apéndice A.1.

## ÍNDICE DE CUADROS


Cuadro 2.1 Incidencia de las crisis cambiarias (1880-2009) 12
Cuadro 2.2 Crisis cambiarias y *Exchange Market Pressure* en España, 1880-1971 15
Cuadro 2.3.A Crisis cambiarias y *Exchange Market Pressure* en los países centrales del sistema, 1880-1971 16
Cuadro 2.3.B Crisis cambiarias y *Exchange Market Pressure* en los países de Europa del Sur, 1880-1971 17

Cuadro 3.1 Países adheridos al patrón oro clásico 20
Cuadro 3.2 Límites de emisión del Banco de España, 1874-1913 24
Cuadro 3.3 Composición de la caja, 15 de octubre de 1877 (pesetas) 28
Cuadro 3.4 Conversión de billetes por oro y por plata en la caja de Madrid, 1874-1899 29
Cuadro 3.5 *Gold Devices*: créditos suscritos en el extranjero y metal importado 30

Cuadro 4.1 Fechas y niveles de estabilización de las divisas en la década de 1920 44
Cuadro 4.2 Reservas en divisas y en oro de los bancos centrales (millones de dólares) 45
Cuadro 4.3 Desglose de reservas en divisas del Banco de España (millones de pesetas) 47
Cuadro 4.4 Tipos de cambio y controles de cambios en la década de 1930 48

Cuadro 5.1 Valor de la exportación no registrada en las estadísticas oficiales como porcentaje del total 72
Cuadro 5.2 Ingresos del IEME en el marco del programa dólar-peseta (millones) 73

## ÍNDICE DE GRÁFICOS


Gráfico 3.1 Tipo de cambio y puntos-oro (porcentaje sobre la par intrínseca) 22
Gráfico 3.2 Tipo de descuento en España, Inglaterra, Francia, Alemania, Países Bajos y Bélgica, 1880-1913 (promedio semanal) 27
Gráfico 3.3 Encaje del Banco de España, 1874-1913 (metálico en caja/billetes) (porcentaje) 27
Gráfico 3.4 Cotización de la deuda pública española en los mercados de Madrid y de París (pesetas) 32
Gráfico 3.5 Rendimiento de la deuda pública española en los mercados de Madrid y de París (porcentaje) 33
Gráfico 3.6 Acuñaciones de oro y de plata, 1840-1904 (miles de pesetas) 38
Gráfico 3.7 Base monetaria: Inglaterra y España (1880 = 100) 39
Gráfico 3.8 Oferta monetaria: Francia y España (M1) (1880 = 100) 39
Gráfico 3.9 Descomposición de las partidas que componen la base monetaria (millones de pesetas) 39
Gráfico 3.10 Ratio billetes/PIB real: Francia y España, 1874-1913 (1913 = 100) 40

Gráfico 4.1 Tasa de variación del tipo de cambio de la peseta frente al dólar y la libra esterlina, 1918-1921 (mes a mes) 49
Gráfico 4.2 Tasa de variación del tipo de cambio de la peseta frente al dólar y la libra esterlina, 1927-1936 (mes a mes) 53

Gráfico 5.1 Grado de apertura de la economía española (X + M / PIB, en porcentaje) 61
Gráfico 5.2 Tasa de variación anual de las principales variables monetarias 63
Grafico 5.3 Evolución de las reservas y del saldo de la balanza por cuenta corriente 65
Gráfico 5.4 Evolución de las reservas externas y del tipo de cambio 67
Gráfico 5.5 Evolución del tipo de cambio de la peseta en Tánger 70
Gráfico 5.6 Prima del cambio en Tánger. Porcentaje sobre el vigente en el mercado de Madrid y el cambio oficial ponderado 74
Gráfico 5.7 Evolución del tipo de cambio oficial y del cambio vigente en el mercado de Tánger (pesetas/dólar) 75
Gráfico 5.8 Evolución de las principales variables monetarias (tasa de variación) 82
Gráfico 5.9 Cambio diario de la peseta en el mercado de Madrid, 1962-1966 84
Gráfico 5.10 Apreciación respecto de la paridad oficial (porcentaje) 85
Gráfico 5.11 Cambio diario de la peseta en el mercado de Madrid, 1967-1971 85
Grafico 5.12 Intervención en el mercado de la peseta por parte de Siaguins 87
Gráfico 5.13 Reservas y cuenta corriente (porcentaje del PIB) 88
Gráfico 5.14 Reservas y tipo de cambio peseta/dólar, 1965-1967 89

## PUBLICACIONES DE LA SERIE «ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA», DEL BANCO DE ESPAÑA[1]

1 GRUPO DE ESTUDIOS DE HISTORIA RURAL: Los precios del trigo y la cebada en España, 1891-1907 (1980).
2 ESPERANZA FRAX ROSALES: Puertos y comercio de cabotaje en España, 1857-1934 (1981).
3 ESTEBAN HERNÁNDEZ: Contribución al estudio de la Historiografía contable en España (1981) (agotado).
4 GRUPO DE ESTUDIOS DE HISTORIA RURAL: Los precios del aceite de oliva en España, 1891-1916 (1981).
5 CARLOS BARCIELA LÓPEZ: La financiación del Servicio Nacional del Trigo, 1937-1971 (1981).
6 GRUPO DE ESTUDIOS DE HISTORIA RURAL: El vino, 1874-1907: dificultades para reconstruir la serie de sus cotizaciones (1981).
7 LEANDRO PRADOS: Comercio exterior y crecimiento económico en España, 1826-1913: tendencias a largo plazo (1982) (agotado).
8 DANIEL PEÑA Y NICOLÁS SÁNCHEZ-ALBORNOZ: Dependencia dinámica entre precios agrícolas. El trigo en España, 1857-1890. Un estudio empírico (1983) (agotado).
9 ESTEBAN HERNÁNDEZ: Creación del Consejo de Hacienda de Castilla, 1523-1525 (1983) (agotado).
10 ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. I: Cereales, harinas y vinos (1984).
11 RICARDO ROBLEDO HERNÁNDEZ: La renta de la tierra en Castilla la Vieja y León (1836-1913) (1984).
12 PABLO MARTÍN ACEÑA: La cantidad de dinero en España, 1900-1935 (1985).
13 ANTONIO GÓMEZ MENDOZA: Ferrocarril y mercado interior en España (1874-1913). Vol. II: Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales (1985).
14 ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Establecimiento de la partida doble en las cuentas centrales de la Real Hacienda de Castilla (1592). Vol. I: Pedro Luis de Torregrosa, primer contador del libro de caja (1986).
15 ESPERANZA FRAX ROSALES: El mercado interior y los principales puertos, 1857-1920 (1987).
16 ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Contribución al estudio de las ordenanzas de los Reyes Católicos sobre la Contaduría Mayor de Hacienda y sus oficios (1988).
17 ALONSO DE OJEDA EISELEY: Índice de precios en España en el período 1913-1987 (1988).
18 ALEJANDRO ARIZCUN: Series navarras de precios de cereales, 1589-1841 (1989).
19 FRANCISCO COMÍN: Las cuentas de la hacienda preliberal en España (1800-1855) (1990).
20 CARLOS ALBERTO GONZÁLEZ SÁNCHEZ: Repatriación de capitales del virreinato del Perú en el siglo XVI (1991).
21 GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. I: Alimentos (1991).
22 GASPAR FELIU: Precios y salarios en la Cataluña moderna. Vol. II: Combustibles, productos manufacturados y salarios (1991).
23 ESTEBAN HERNÁNDEZ ESTEVE: Noticia del abastecimiento de carne en la ciudad de Burgos (1536-1537) (1992).
24 ANTONIO TENA JUNGUITO: Las estadísticas históricas del comercio internacional: fiabilidad y comparabilidad (1992).
25 MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
27 JOHN ROBERT FISHER: El comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Surámerica y el Caribe (1994)
31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II: La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
35 M.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997) (agotado).
37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).

---

1 La serie Estudios de Historia Económica, compuesta preferentemente por trabajos de miembros del Servicio de Estudios y de investigadores que han recibido becas del Banco de España, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española del pasado, con atención particular hacia sus aspectos cuantitativos. El Banco de España no hace suyas, sin embargo, necesariamente, las opiniones expresadas en dichos trabajos cuando aparezcan publicados con la firma de su autor.

39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958 (edición revisada) (2003).
44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad?: Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 1: Banco de San Carlos (2009).
55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).
56 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 2: Banco de San Fernando (1829-1856) (2010).
57 FRANCISCO MANUEL PAREJO MORUNO: El negocio del corcho en España durante el siglo XX (2010).
58 PILAR NOGUES-MARCO: Tipos de cambio y tipos de interés en Cádiz en el siglo XVIII (1729-1788) (2011).
59 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 3: Banco de España (2011).
60 ADORACIÓN ÁLVARO MOYA: La inversión directa estadounidense en España. Un estudio desde la perspectiva empresarial (c.1900-1975) (2012).
61 RAFAEL CASTRO BALAGUER: La banca francesa en la España del siglo XX (2012).
62 JULIO MARTÍNEZ GALARRAGA: El potencial de mercado provincial en España, 1860-1930. Un estudio de nueva geografía económica e historia económica (2013).
63 SERGIO ESPUELAS BARROSO: La evolución del gasto social público en España, 1850-2005 (2013).
64 JORDI MALUQUER DE MOTES: La inflación en España. Un índice de precios de consumo, 1830-2012 (2013).
65 ELENA CAVALIERI: España y el FMI: La integración de la economía española en el Sistema Monetario Internacional, 1943-1959 (2014).
66 ELENA MARTÍNEZ-RUIZ Y PILAR NOGUES-MARCO: Crisis cambiarias y políticas de intervención en España, 1880-1975 (2014).

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

Unidad de Servicios Auxiliares
Alcalá, 48 - 28014 Madrid
Correo electrónico: publicaciones@bde.es
www.bde.es