

Patrón Oro, banca y crisis (1875-1936)

Una revisión desde la historia económica

JOSÉ LUIS GARCÍA RUIZ

Catedrático de Historia Económica.

E. U. de Estudios Empresariales.

Universidad Complutense de Madrid

1. EL PATRON ORO INTERNACIONAL, 1875-1914

1.1. Los pilares del Patrón Oro clásico

La aparición del papel moneda, a finales del siglo XVIII, se vio rodeada de grandes esperanzas, al ser este un medio que reducía los costes de transacción, pero también de grandes recelos entre los economistas por las posibilidades inflacionarias que se derivarían de una sobreemisión. En realidad, las primeras crisis monetarias no se hicieron esperar, y los *assignats* de la Francia revolucionaria, los *bills of credit* de las colonias americanas y los vales reales españoles ocasionaron serias perturbaciones en la economía. Así, David Ricardo, en sus *Principios de Economía Política y Tributación* (1921; 1959, p. 266), llegará a señalar que

«La experiencia muestra que ni un Estado ni Banco alguno han tenido el poder irrestricto de emitir papel moneda sin abusar de ese poder: por ello, en todos los Estados la emisión de papel moneda debería estar bajo una cierta vigilancia y control, y ninguno parece ser tan adecuado para este propósito como el de sujetar las emisiones de papel moneda a la obligación de pagar sus billetes en metal noble o en oro acuñado.»

Esta postura, conocida como «bullionismo» (Bullion = oro o plata en barras), sería uno de los pilares del Patrón Oro clásico. Los gobiernos y las entidades bancarias autorizadas, sólo podrían poner en circulación papel moneda en proporción a sus reservas de metales preciosos, lo que actuaría como un freno para

evitar sobreemisiones y sus consecuencias perniciosas de inflación y desorden económico. Los economistas ingleses David Ricardo y Henry Thornton fueron pioneros en la defensa de esta posición, a la que se uniría después la Escuela Monetaria (*Currency School*), cuyos miembros más señalados fueron Lord Overstone, G. W. Norman, R. Torrens y W. Ward.

Un segundo pilar del Patrón Oro clásico, lo constituiría la obra del escocés David Hume (1752; 1955) *Of the Balance of Trade*, donde se desarrolla el llamado «mecanismo de precios y flujo de especie» (*price-specie-flow mechanism*, PSF) (especie = oro), que podría proporcionar un ajuste automático de los desequilibrios en balanza de pagos. Si el valor de la moneda está fijado en oro, y las cuentas exteriores se pueden saldar con movimientos de oro, pudiéndose este importar, exportar y acuñar libremente, un desequilibrio exterior terminará por producir movimientos de oro. Tan pronto como la moneda del país que incurre en déficit pierde la proporción de valor que se iguala a los costes de transporte y acuñación (punto de salida del oro), los importadores de ese país preferirán cambiar su dinero por oro, enviar ese oro al país en el que deben efectuar los pagos, obtener así las divisas necesarias y saldar sus deudas. Todo déficit exterior da lugar, por lo tanto, a reducciones en la cantidad de oro del país deficitario y a aumentos en la cantidad de oro del país superavitario; por lo tanto, a una reducción de la cantidad de dinero existente en el primer país, y a un aumento de la cantidad de dinero en el segundo. Aceptando, con Hume, la teoría cuantitativa del dinero esto producirá aumento del nivel general de precios en el país con superávit y disminución del mismo en el país con déficit. Esta variación de los precios relativos incidirá sobre la competitividad de ambos países, favoreciendo el reequilibrio automático de las cuentas exteriores de los dos países.

1.2. La extensión del Patrón Oro clásico

Los fundamentos teóricos del Patrón Oro serían ampliamente discutidos por la Escuela Bancaria (*Banking School*), pero desde 1821 Inglaterra se convertiría en la gran abanderada de este sistema liberal, consiguiendo que hacia 1900 casi todos los países del mundo lo hubiesen aceptado. El proceso, sin embargo, no estuvo exento de todo tipo de contradicciones.

Primeramente, resulta chocante observar que la mayor extensión del Patrón Oro internacional coincide con un viraje proteccionista en el comercio mundial. Como Ellsworth (1938) ya señaló, hay tres factores responsables de este giro, producido en el último cuarto del siglo XIX: 1) el crecimiento de la industria fuera de Inglaterra, alentado por políticas nacionalistas; 2) la llegada a Europa del

trigo barato procedente de América y Rusia que junto a la depresión de 1873-79 alentó las quejas de agricultores e industriales en un sentido proteccionista; y 3) las necesidades financieras de los gobiernos, cuyos ingresos seguían nutriéndose, en buena medida, de los aranceles exteriores. Los nuevos aranceles de 1880 en Alemania, 1890 en Estados Unidos, 1891 en España y 1892 en Francia son buena muestra de una tendencia que se consolidaría en los primeros años del siglo XX.

Sin embargo, paralelamente, el modelo de Patrón Oro inglés era adoptado por el resto del mundo, empezando por Alemania. A raíz de su victoria en la guerra franco-prusiana, Alemania obtendría una elevada indemnización de cinco millones de francos —que supuso el 5,6% de la renta nacional anual francesa en 1872-75 y el 30% de sus ingresos por exportaciones, según Machlup (1976)—, lo que le permitiría crear un nuevo valor monetario, el marco oro, establecer el Reichsbank como banco central y adoptar oficialmente el Patrón Oro. Dado el creciente peso de Alemania en el comercio internacional, otras naciones se plantearon su adhesión al Patrón Oro, precipitando el fracaso de los patrones bimetálicos.

Basados en el oro y la plata, los patrones bimetálicos habían sido adoptados por Estados Unidos y por los países que integraban la Unión Monetaria Latina (Francia, Italia, Suiza y Bélgica) desde 1865, a los que se unirían más tarde España, Serbia, Rumania y Grecia, definiendo sus monedas como iguales al franco francés. Su ventaja teórica sobre el Patrón Oro estribaba en que facilitaría una mayor estabilidad de precios, ya que la sustitución entre los dos metales compensaría la inflacionaria o deflacionaria tendencia producida por cambios bruscos en la oferta de un solo metal en relación con la producción del sector real. Pionera de este sistema fue Francia, donde por la Ley de 7 de Germinal año XI (28 de marzo de 1803) se estableció el franco como una moneda que podía ser acuñada en plata fina o en oro, con la relación de 1 kilogramo de oro = 15,5 kilogramos de plata.

El bimetalismo funcionó mal en la segunda mitad del siglo XIX por la constante depreciación del valor comercial de la plata con respecto al oro, al haberse descubierto nuevos yacimientos argentíferos. La Ley de Gresham, según la cual la mala moneda desplaza a la buena que es atesorada, funcionó. El oro salía de los países bimetralistas, pues era más ventajoso saldar las cuentas exteriores en este metal y, además, los especuladores compraban plata depreciada que luego vendían a su curso legal a las fábricas de moneda de los países bimetralistas. En 1878, la Unión Monetaria Latina tuvo que reformarse, aproximándose al monometalismo oro, y desde 1879 los Estados Unidos utilizaron *de facto* un Patrón Oro, aunque el Congreso no lo adoptó legalmente hasta 1900.

Desde entonces, se produjo una continua progresión del Patrón Oro, que fue adoptado por Argentina en 1881, por Egipto en 1885, por Rumania en 1890, por Austria-Hungría en 1892, por Rusia, Bulgaria, Japón y Chile en 1897, por Holanda en 1901, por México en 1904 y, de alguna manera, casi todos los países del mundo estaban en el Patrón Oro hacia 1914 (ver Ashworth, 1987). España, por el contrario, fue una notable excepción. La política pasiva frente al alza del precio del oro durante la década de 1870, junto con el abandono de la convertibilidad en oro de los billetes del Bando de España, en 1883, permitieron que el oro desapareciera de la circulación y que la plata se convirtiera en moneda fiduciaria, precisamente cuando el Patrón Oro se estaba imponiendo universalmente.

El Patrón Oro ya no sería abandonado hasta 1914, con los primeros fragores de la Gran Guerra. La crueldad sin precedentes del conflicto, junto a las dificultades económicas de la postguerra, hicieron que se volviera la vista atrás con nostalgia poco disimulada. En muchos sentidos hubo una primera idealización del mundo liberal, y tras el *Cunliffe Report* de 1918, redactado a petición del gobierno británico, se forjó el mito del Patrón Oro clásico. Según sus autores, la experiencia del siglo XIX había confirmado las previsiones de los clásicos sobre su funcionamiento, y debería restaurarse de forma inmediata para asegurar un crecimiento estable y equilibrado de la economía mundial. En realidad, ¿esto había ocurrido de forma tan evidente?

1.3. Una revisión crítica

Empezaremos por hacer notar, con Triffin (1964), que a pesar de la existencia del Patrón Oro, el volumen de billetes y depósitos bancarios creció, en todo el mundo, muy por encima de las reservas metálicas. En 1913, de toda la cantidad de dinero en circulación sólo un 10% era oro y un 7% plata, cuando en 1885 alcanzaban el 17% y el 21%, respectivamente (ver cuadro 1.1). En un momento de gran desarrollo bancario, que hizo crecer el Coeficiente de Intermediación Bancaria (Activo Total de las Instituciones Financieras/Renta Nacional) calculado por Goldsmith (1969), de 0,77 a 1,33 para Europa y de 0,49 a 0,91 para Estados Unidos, entre 1880 y 1913, no cabría esperar otra cosa¹ (ver cuadro 1.5).

Por otro lado, en Taussig (1927) se hace una primera aproximación a la falta de cumplimiento de las previsiones sobre ajuste automático de las balanzas de pago. Para Taussig, a medida que avanzó la industrialización aparecieron rigideces en los mercados y disminuyó la eficacia del mecanismo de precios, por

¹ Un análisis más detallado del papel de la banca en la Revolución Industrial, a nivel nacional, puede encontrarse en Cameron, R. y otros (1967) y en Cameron, R. (ed.) (1972).

lo que las variaciones de renta pasaron a primer plano como mecanismo de ajuste. Triffin (1964), por su parte, insistiría en que sólo en casos muy aislados se movieron los precios en sentido contrario entre países, como hubiese sido de esperar según la teoría clásica del ajuste. En Foreman-Peck (1983) se puede comprobar cómo los precios cayeron, en general, hasta 1896, para todos los países adheridos al Patrón Oro, mientras que se recuperaron, de forma también simultánea, desde entonces.

Otra línea crítica, se abriría tras la publicación de Bloomfield (1959), donde se estudia la conducta seguida por los bancos centrales de once países adheridos al Patrón Oro. Según Bloomfield, no existió una política monetaria deliberada de apoyo al mecanismo de ajuste del Patrón Oro, sino que, por el contrario, en muchas ocasiones, ante un déficit de balanza de pagos se procedía a bajar los tipos de descuento para tratar de animar la actividad interna. De los once países estudiados, sólo seis muestran una correlación negativa importante entre tipos de descuento y coeficientes de reservas. Por otro lado, se dieron subidas de los tipos de interés exclusivamente para atraer la entrada de oro procedente del exterior, originándose movimientos de capitales que Hume no había previsto. El mecanismo de precios y flujo de especie (PSF) sólo se refería al ajuste de la balanza comercial.

Fue Viner (1924), en un conocido trabajo sobre la evolución de Canadá durante el Patrón Oro, quien primero apreció que los flujos de oro fueron demasiado pequeños para explicar la magnitud del cambio en los precios relativos. Sin embargo, Viner defendió la validez del PSF, al entender que las fluctuaciones en los depósitos bancarios y las reservas exteriores desempeñaron el papel que la teoría clásica atribuía al oro. Por otra parte, Viner incorporó los flujos de capital al ajuste PSF, señalando que en un período de préstamos internacionales la relación real de intercambio se movería en favor del país prestatario (incrementándose sus precios de exportación en relación con los precios de importación) y en contra del prestamista; ello, determinaría un incremento de las importaciones y una caída de las exportaciones en el país beneficiario del préstamo, y un movimiento contrario en el país acreedor, induciendo un «mecanismo de transferencia» que se ajustaba a la teoría clásica. Según Viner, esto ocurrió en Canadá, entre 1900 y 1913. Con posterioridad, en el marco del análisis tradicional, se ha tendido a tratar los flujos de capital a largo plazo como exógenos, siendo los flujos de capital a corto plazo determinados por los diferenciales entre países de los tipos de interés (ver Mundell, 1968). Por el contrario, en Ford (1962) podemos encontrar una explicación keynesiana del mecanismo de transferencia, por el que las exportaciones de capital a Argentina, durante este período, fueron transferidas directamente a través de cambios en la

renta del receptor que permitieron importaciones mayores. La inversión produciría en el país prestatario, con un cierto retraso, un incremento en bienes exportables y en renta que permitiría atender el servicio de la deuda.

Por otro lado, tampoco parece que el Patrón Oro sirviera para contener el crecimiento del gasto público. Hacia 1900, eran ya muchos los países donde el gasto total del Estado en relación con la renta superaba el 10%, creciendo de forma acelerada desde entonces. Lo que sí pareció cambiar fue su forma de financiación. No pudiendo acudir con total discrecionalidad a la creación de base monetaria, los gobiernos tendieron a financiar sus déficits con emisión de deuda pública. Según Schremmer (1989), en Francia se pasó de 388,2 francos de deuda por habitante en 1871 a 841,1 en 1913, y en Alemania de 50,3 marcos a 226 en el mismo período. El Reino Unido, por el contrario, redujo su endeudamiento de 25,3 libras por habitante en 1870 a 15 en 1914 (la mitad, aproximadamente, que en Francia), gracias a la estabilidad y poder recaudatorio de su sistema fiscal.

Además, la permanencia en el Patrón Oro proporcionó a muchos gobiernos la posibilidad de financiar sus inversiones con endeudamiento exterior, incentivando a los acreedores la reducción del riesgo de cambio. Según Lindert y Morton (1989), la inversión real en deuda pública exterior fue muy importante, sobre todo entre 1904 y 1914. Rusia, Australia, Japón, Brasil, Argentina, Turquía, Sudáfrica, México, Canadá y Egipto fueron los principales beneficiarios, absorbiendo cerca del 80% del total mundial. La tasa de retorno esperada de estas inversiones, en función de la prima por riesgo-país, casi duplicaba la ofrecida por los bonos a largo plazo de los gobiernos del país acreedor, pero la realidad fue bastante menos brillante en muchos casos (ver cuadro 1.4).

La cifra total de inversiones internacionales a largo plazo (incluyendo la financiación de déficits públicos antes citada) superó en 1913 la cifra de 44.000 millones de dólares, y según Lewis (1978) algunos nuevos países llegaron a acumular una cantidad de deuda externa igual o superior a cinco veces su volumen de comercio (ver cuadros 1.2 y 1.3). Foreman-Peck (1983) ha estimado, a través de un cálculo basado en la condición de equilibrio del modelo de Harrod y Domar, que un 1% de incremento en la tasa de inversión en Rusia, atraída por su pertenencia al Patrón Oro, añadía un 0,5% al crecimiento de la renta nacional anual. Siguiendo este modelo², para la España de 1900, y en base a una relación capital-producto de 6:1, un 1% de nueva inversión añadiría solo un 0,16% al

² La condición de equilibrio del modelo de desarrollo de Harrod y Domar puede expresarse como: $\Delta Y_t/Y_t = I_t/Y_t \cdot Y_t/K_t$. La relación capital-producto para España ha sido estimada basándonos en los datos contemporáneos de riqueza compilados en Schwartz (1977) y en los datos de renta de Alcaide (1976).

crecimiento de la renta, por lo que podríamos estar de acuerdo con Tortella (1981) en que para un país subdesarrollado como España, el Patrón Oro era un lujo muy caro, y pudo ser mejor destinar el oro a importar alimentos, equipo y tecnología directamente. Sin embargo, para Martín Aceña (1985) la ausencia del Patrón Oro impidió un mayor desarrollo del sistema financiero español, cuyo Coeficiente de Intermediación en 1913 era cuatro veces inferior a la media de la Europa Occidental.

Otra línea de crítica viene de Lindert (1969), quien insistió en que el sistema de Patrón Oro derivó hacia la aparición de monedas de reserva, para economizar oro y reducir el problema de la liquidez internacional basada en los descubrimientos del metal amarillo. De hecho, en 1913 una quinta parte de las reservas oficiales mundiales eran poseídas en libras esterlinas, francos franceses y marcos alemanes. Sobre todo, la libra esterlina fue considerada «tan buena como el oro», y terminó por desempeñar un papel similar al del dólar en el sistema de Bretton Woods. Ello permitió a la economía británica ejercer un liderazgo mundial, pero también la desincentivó en la búsqueda del equilibrio en su balanza de pagos. De este modo, la industria británica tenía que exportar menos para comprar la misma cantidad de importaciones, dado que el Banco de Inglaterra tenía el privilegio exclusivo de emitir la única moneda que era aceptada internacionalmente sin dificultad. Kirby (1981) ha encontrado aquí una de las razones estructurales del declive inglés desde 1870.

En este sentido, cabe señalar con Triffin (1964), que los déficits y superávits entre el Reino Unido y su Imperio conducían, simplemente, a un flujo y reflujo de depósitos bancarios en Londres, más que a una expansión o contracción global de su cuantía y a las correspondientes entradas y salidas de oro. Algunos autores revisionistas, como Brown (1940), apuntaron con ironía que aquí radica el secreto del «éxito» del Patrón Oro clásico: fue un patrón acertadamente «dirigido» (managed) por el Banco de Inglaterra y la City de Londres.

A pesar de ello, cabe preguntarse seriamente si la política del Banco de Inglaterra fue tan importante como para influir decisivamente en la oferta mundial. McCloskey y Zecher (1976) fueron los primeros en apuntar que Inglaterra, desde 1880, fue «demasiado pequeña» para ejercer tal poder. Mills y Wood (1978) y Dwyer (1985) confirmaron este punto de vista al encontrar que, aplicando tests de causalidad, los precios en Inglaterra no estaban correlacionados con los valores previos de la oferta monetaria. La explicación última quedaría encuadrada en el marco teórico de la Aproximación Monetaria a la Balanza de Pagos (MABP, *Monetary Approach to the Balance of Payments*): la demanda de dinero es siempre una función estable y el nivel general de precios mundial depende estrechamente de la oferta monetaria mundial, pudiendo ser explicados

todos los fenómenos de balanza de pagos de un país como fenómenos monetarios, relacionados con la diferencia entre oferta y demanda interna de dinero. De hecho, la balanza de pagos no es sino el medio por el cual las economías abiertas ajustan la cantidad de dinero que mantienen a aquella que desean poseer. Es decir,

$$\dot{R} = (M_d - M_s)/E,$$

donde

\dot{R} = Variación de reservas exteriores

M_d = Demanda de dinero en el país

M_s = Oferta de dinero en el país

E = Tipo de cambio

De este modo, si un país como la Inglaterra victoriana pertenece a un sistema de tipos de cambio fijos como el Patrón Oro, y no es lo suficientemente «grande» para mantener la independencia de su política monetaria, la oferta monetaria será forzosamente endógena, pudiendo controlarse su composición pero no el tamaño final. Cabe señalar que Huffman y Lothian (1984), al encontrar que en Estados Unidos la oferta monetaria sí fue exógena en el período, han apuntado que esto es consistente con la creciente hegemonía mundial de este país en las postrimerías del Patrón Oro clásico.

La interpretación de la MABP tiene una base cuantitativista como la tenía el PSF de Hume, pero difiere completamente en el mecanismo de ajuste. Al suponer un buen funcionamiento del mercado mundial, los precios tenderían a ser igualados en todos los países por el arbitraje, y no se produciría el ajuste de competitividad previsto. Según la MABP, el verdadero mecanismo de ajuste sólo podrá ser encontrado en un marco de equilibrio general y no en el marco de equilibrio parcial, tan característico del PSF³.

También, dentro de una interpretación monetarista general, cabe relacionar el incremento de los precios mundiales desde 1896 con el incremento de la producción mundial de oro (piénsese en los descubrimientos en Transvaal, Sudáfrica) y, por ende, de la oferta monetaria mundial. Sin embargo, autores de inspiración keynesiana han encontrado importantes factores en la economía real para explicar esta evolución. Lewis (1978), por ejemplo, lo relaciona con la caída en la tasa de crecimiento de la producción de trigo, lana y algodón en la coyuntura finisecular. Por otro lado, también indica que los precios de los productos alimenticios y las materias primas sufrieron mayores fluctuaciones que los

³ Un ejemplo muy reciente de aplicación de un modelo de carteras, diseñado como extensión de la MABP, y que contrasta con las conclusiones de Viner, próximas al PSF, puede ser encontrado en Dick y Floyd (1991).

precios de los productos manufacturados y, como Triffin (1964) ya señaló, este fue un mecanismo habitualmente utilizado por los países industriales, principalmente el Reino Unido, para transferir al extranjero una parte considerable del efecto causado por el desequilibrio de sus balanzas de pagos. Ante la presencia de un déficit, el Reino Unido elevaría el tipo de descuento, tratando de reducir los precios y mejorar la competitividad, pero, al mismo tiempo, esto inducía una caída de las importaciones de productos primarios, que al tener una fuerte elasticidad-precio implicaba una disminución muy importante de sus precios. Al final, la relación real de intercambio se convertía en parte fundamental del ajuste.

Otro aspecto que se discute en relación con los precios, es el referido a su estabilidad. ¿El Patrón Oro, tal como predijeron los clásicos, aseguró una mayor predictibilidad del nivel de precios? Klein (1975) y Bordo (1981) han contestado positivamente, pero Cooper (1982) y Meltzer (1986) discuten estos resultados, señalando que la correlación positiva entre tipos de interés nominales y niveles de precios, que se dió en Inglaterra y Estados Unidos, sugiere que los ajustes de las expectativas (reflejadas en los tipos de interés) a los movimientos de los precios fueron lentos. Aquí surge un nuevo problema: la paradoja de Gibson. El movimiento paralelo de precios y tipos de interés pondría en apuros el ajuste automático de los desequilibrios en balanza de pagos previsto por Hume. Phelps-Brown y Ogza (1955) fueron los primeros en apuntar este punto crítico, que Mills (1990), muy recientemente, ha confirmado⁴.

En cualquier caso, los problemas encontrados parecen más importantes antes de 1896 que después, cuando el Patrón Oro se generalizó, y hoy día se acepta que el sistema pudo ayudar a conseguir una cierta estabilidad de precios en el largo plazo. Por el contrario, la inestabilidad de los precios en el corto plazo fue importante. Algo similar puede generalizarse para los tipos de interés a largo y corto plazo. Bordo (1982) lo achaca a las fluctuaciones del oro y a la inestabilidad bancaria. Hubo descubrimientos de nuevas minas en las décadas de 1850, 1860, 1890 y 1900, alternando con períodos de escasez y altos precios del metal. Por otro lado, en las crisis de 1873 quebraron la casa americana Jay Cooke and Co. y el City of Glasgow Bank en el Reino Unido; en la crisis de 1882 quebró la Unión

⁴ Thomas Tooke, autor de una *History of Prices* (1838-1857), demostró, empíricamente, que la tasa de interés del mercado y el nivel de precios estaban, muchas veces, positivamente correlacionados. Keynes, en *The Treatise on Money* (1930), bautizó este hecho como «la paradoja de Gibson» y la adujo para oponerse a Wicksell y otros defensores de la teoría cuantitativa. La explicación de la paradoja se centra en los factores que pueden modificar la tasa de interés real, independientemente de las fuerzas monetarias. Tras una serie de trabajos recientes, se ha dado una definición más precisa de la paradoja: lo que hay que demostrar es una correlación positiva entre «cambios» en los tipos de interés y «niveles» de precios.

Générale francesa y más de 400 bancos norteamericanos. Poco después, la crisis de 1889-1892 afectó al Comptoir d'Escompte francés y a la poderosa Casa Baring inglesa; finalmente, en 1907 el pánico financiero se extendería por Egipto, Japón y Alemania, pero será el inestable sistema norteamericano quien más sufra, destacando la caída del Knickerbocker Trust.

Un caso particularmente interesante lo constituye España, al ser un país que sin pertenecer al Patrón Oro mantuvo una destacada estabilidad en los precios, excepto en el último quinquenio del siglo XIX a causa de las guerras coloniales. El mantenimiento de la ortodoxia monetaria y financiera, aún sin Patrón Oro, debe ayudarnos a explicar esta evolución. Cabe recordar que, como señalan Fratianni y Spinelli (1984), también Italia en los años previos a la I Guerra Mundial dejó de pertenecer al Patrón Oro, y no por ello abandonó su compromiso con la estabilidad de los precios.

Para finalizar, cabe señalar que el Patrón Oro, como todo sistema internacional de tipos de cambio fijos, pudo servir para transmitir las crisis coyunturales de un país a otro. Huffman y Lothian (1984) han aportado pruebas de que ello ocurrió entre Estados Unidos e Inglaterra, a través de los movimientos de oro y de los flujos de capital a corto plazo. Las oscilaciones en los tipos de interés no sólo afectarían a la competitividad y la balanza comercial, como preveía Hume, sino que provocaron desplazamientos monetarios en el corto plazo, extendiendo rápidamente la crisis. Por ello, los abandonos de este tipo de sistemas han sido frecuentes cuando se inicia una recesión, aunque ello suponga un fallo de la cooperación económica internacional, que se revela cada vez más necesaria en un mundo de creciente interdependencia. Como veremos a continuación, lo ocurrido durante el período de entreguerras (1919-1939) puede arrojar más luz sobre este punto.

2. EL PATRON ORO DE ENTREGUERRAS, 1919-1939

2.1. La difícil restauración del Patrón Oro

Durante la I Guerra Mundial (1914-1918), los países beligerantes mantuvieron oficialmente el Patrón Oro, pero en la práctica se apartaron de él porque la expansión monetaria, llevada a cabo para financiar el esfuerzo bélico, era inconsistente con la estabilidad de los precios y con la estabilidad cambiaria. Aún así, los controles y el racionamiento reprimieron hasta el final del conflicto las principales manifestaciones de estos fenómenos. En los años inmediatos al fin del conflicto, se producirá una llamada «crisis del armisticio», que no es sino el

proceso de reorientación de la industria desde los fines militares hacia los civiles, especialmente la reconstrucción. El alza de los precios acompañará este proceso, destacando Alemania, Francia y la Europa central y oriental por la persistencia de altas tasas de inflación.

En las Conferencias de Bruselas (1920) y Génova (1922) van a empezar a discutirse los problemas de la economía internacional, para tratar de encontrar una solución basada en la cooperación más allá de las fronteras. Pronto, la vuelta al Patrón Oro es considerada como una necesaria condición para restaurar el equilibrio perdido. Sin embargo, las dificultades eran grandes. Por un lado, había muchas economías fuertemente desestabilizadas; por otro, la producción de oro era escasa para satisfacer las necesidades de liquidez previstas. En la Conferencia Monetaria Internacional de Génova (1922) se trataron de solucionar ambos problemas. Tres fueron los puntos de acuerdo más destacados:

1. El mantenimiento del valor oro de una moneda debe estar asegurado por una reserva adecuada de activos no necesariamente en forma de oro.
2. Cuando el progreso lo permita, ciertos países participantes podrán establecer un mercado libre del oro y convertirse, de esta manera, en centros de oro.
3. Los países participantes podrán poseer en otros países participantes, además de sus reservas de oro, activos en forma de depósitos, de letras, de efectos a corto plazo y otros recursos líquidos apropiados.

Se trataba, pues, de establecer un Patrón Cambios Oro (Gold Exchange Standard) con el fin primero de economizar metal precioso. También, en este sentido, se precía un Patrón Lingotes Oro (Gold Bullion Standard), pues la convertibilidad sólo sería garantizada para cantidades importantes de papel moneda. Sin embargo, existía un fin último en la distinción de dos tipos de divisas (las «divisas clave» y las «divisas periféricas»), en función de su convertibilidad directa o indirecta en oro. Como ya había ocurrido antes de 1914 con la libra esterlina, esta situación proporcionaba una posición privilegiada y hegemónica al emisor de las divisas centrales del sistema.

El Reino Unido y Estados Unidos fueron los mayores defensores de este sistema, en contra del Patrón Oro clásico —ver Brown (1940)—, y la libra esterlina y el dólar norteamericano terminarían por imponerse como «divisas clave». Aparecía así un sistema bicéfalo, con centros en Londres y Nueva York que competirían duramente por el liderazgo financiero internacional. La financiación de la I Guerra Mundial había terminado con la superioridad previa de la capital inglesa y los Estados Unidos se habían convertido en el primer país acreedor del mundo. Según Triffin (1964), los activos exteriores netos de Estados

Unidos pasaron de -2.500 millones de dólares en 1914 a +5.500 millones de dólares en 1919.

En el Tratado de Versalles (1919) que puso fin a la Gran Guerra, se consideró a Alemania culpable del conflicto y se le obligó a indemnizar a los aliados por sus pérdidas de guerra, pagando «reparaciones». En la Conferencia de Spa (junio de 1920) se fijaron los porcentajes de participación en el volumen total de las reparaciones. Francia se beneficiaría del 52% y el Reino Unido del 22%. En abril de 1921, se fijó la cuantía en 132.000 millones de marcos oro. El calendario inicial de pagos se extendía a veinticinco años.

A finales de 1922, Estados Unidos era acreedor sobre Europa por más de 9.000 millones de dólares, de los que más de 4.000 correspondían al Reino Unido y cerca de 3.000 a Francia. Estos dos países confiaban hacer frente a sus compromisos con lo recibido por reparaciones de guerra, formándose una cadena de pagos que inexorablemente terminaba en Estados Unidos. Por otra parte, según vimos en la sección anterior, Francia había sido obligada a pagar onerosas reparaciones de guerra a Alemania tras el fin de la guerra franco-prusiana. Por todo ello, se exigió duramente a Alemania el cumplimiento de sus obligaciones internacionales, y ante una primera negativa en 1923, Francia no dudaría en invadir la cuenta del Ruhr, provocando una fuerte reacción nacionalista en Alemania: «Le Boche pañera».

Lo cierto es que para poder pagar, la economía alemana debía generar un excedente de recursos equivalente al 2-3% de su renta nacional y al 10-15% de sus ingresos por exportaciones. Sin embargo, Alemania mantuvo un elevado déficit fiscal hasta 1924, financiado por emisión de dinero —ver James (1984)— que junto a la depreciación del tipo de cambio provocó una hiperinflación, sin precedentes, a finales de 1923. Se emitieron billetes de hasta 50.000 millones de marcos y la huida del dinero forzó la aparición de formas diversas de trueque. Al final se creó una nueva unidad monetaria, el rentenmark, que equivalía a 1 billón de marcos antiguos. La estabilización de 1924 fue llevada a cabo dentro del Plan Dawes, diseñado por Estados Unidos para dar una salida al problema. Alemania volvió al patrón oro a la paridad tradicional de 1871, restableciendo el reichsmark, y con un crédito internacional de 800 millones de marcos pudo hacer frente al primer pago de las reparaciones. Cinco años después, un nuevo plan norteamericano, el Plan Young (1929), fijaría nuevos plazos, más amplios, para el pago del resto de las reparaciones, pero, de facto, este enojoso proceso terminó en 1933.

De este modo, el Reino Unido veía crecer la competencia financiera norteamericana que estaba sólidamente asentada en unas reservas de oro que eran cinco veces superiores a las británicas. Por ello, la Gold Standard Act, del 13 de

mayo de 1925, restableció la convertibilidad de la libra en oro, a la antigua paridad de preguerra: 3 £ 17 s 10 1/2 d la onza, equivalente a 4,80 dólares por libra. Esto significaba revalorizar la libra y crear, por tanto, nuevas dificultades a las exportaciones, pero Londres tendría así la posibilidad de seguir siendo un gran centro financiero. Los intereses de la City, una vez más, habían conseguido imponerse sobre los de los industriales británicos. Moggridge (1972) ha estimado que la libra quedó sobrevaluada en un 10%.

Francia, por su parte, muy afectada por la guerra, había abandonado la convertibilidad en 1914, y no pudo restaurarla hasta el 7 de agosto de 1926, cuando entró en un sistema de Patrón Cambios Oro. El tipo que se fijó el 22 de diciembre de 1926 hacía que el dólar valiese 26,16 FF y la libra 122,25 FF, lo cual fue estimado como un tipo de cambio que subvaluaba la divisa francesa. Los especuladores jugaron entonces con la posibilidad de una revaluación, y compraron grandes cantidades de francos entregando oro y divisas a cambio. Entre 1925 y 1928 se centuplicaron las reservas de divisas y casi se duplicaron las reservas de oro del Banco de Francia. El 25 de junio de 1928 el gobierno francés hizo entrar el franco en régimen de Patrón Lingotes Oro. París se convertía en un nuevo «centro de oro», con el franco devaluado en un 80% sobre su paridad de preguerra (ver cuadro 2.1).

Por entonces, treinta y cuatro países cubrían su emisión con oro y veinticinco habían adoptado el Patrón Cambios Oro, aunque sólo existían tres verdaderos «centros de oro»: Nueva York, Londres y París. Sin embargo, el sistema no iba a durar mucho. Desde finales de 1929 se extiende la sombra de la Gran Depresión por la economía norteamericana, y el mundo se verá abocado a una crisis sin precedentes por su duración y gravedad. El Reino Unido se verá pronto afectado y los informes del May Committee y del Mac Millan Committee desvelarán en 1931 graves problemas en la Hacienda y en las cuentas exteriores británicas. La desconfianza cundió sobre la libra, y empezaron retiradas masivas de capitales que no pudieron controlarse por subidas del tipo de descuento del 2,5 al 4,5%. El 21 de septiembre de 1931, el Reino Unido tendría que abandonar el Patrón Oro, produciéndose en los siete meses siguientes una depreciación de la libra en cerca del 40% de su valor frente al dólar.

2.2. La crisis del Patrón oro de entreguerras

La influencia de la libra quedaría, desde entonces, reducida a la zona monetaria conocida como «área de la libra», y que tenía mucho que ver con los países que formaban la Commonwealth (con la excepción de Canadá, y añadiendo Portugal, los países escandinavos, Irán, Letonia, Japón y Argentina) que en 1932

se vio reforzada con el sistema de «preferencia imperial», tras la Conferencia de Ottawa. Francia, por su parte, inspiró la creación de un llamado «bloque oro», formado por países que defenderían a ultranza el Patrón Oro. Italia, Bélgica, Holanda, Suiza y Polonia le siguieron, mientras que España, Letonia, Lituania, Turquía y Danzig simpatizarían con esta posición, aunque sin adherirse formalmente (ver Einzig, 1930).

Estados Unidos abandonaría el Patrón Oro el 20 de abril de 1933, dejando caer el dólar hasta el 30 de enero de 1934, cuando se restauró a 35 dólares la onza. En total, una depreciación próxima al 60%, pero prolongada en el tiempo y con escasas repercusiones en el coeficiente de cobertura de los billetes en circulación que ya había caído sustancialmente con anterioridad (ver cuadro 2.2). Muchos países del continente americano vincularon su moneda al dólar formando un «área del dólar».

La falta de cohesión en las medidas adoptadas por los principales «centros de oro» volvió a mostrarse, dramáticamente, en el fracaso de la Conferencia Económica Mundial de Londres, en junio-julio de 1933. El Reino Unido y Estados Unidos consideraron que la prioridad estaba en la recuperación del nivel de actividad interna, y ello parecía oponerse a la estabilización del tipo de cambio. En esta dejación de Estados Unidos por asumir un liderazgo internacional ha creído ver Kindleberger (1984) la causa de la gravedad y extensión de la crisis económica de entreguerras. Sólo Francia mantuvo su apoyo al Patrón Oro y la cooperación internacional. Sin embargo, los especuladores entendieron que el franco quedaba sobrevalorado y se inició una salida de capitales (oro y divisas) que terminaría con la salida del franco del Patrón Oro, en un tardío 1 de octubre de 1936. Previamente, el resto de los países del «bloque oro» habían tenido que irlo abandonando. Todos ellos, habían sido empujados por la depresión económica, agravada por la ortodoxia monetaria impuesta a sus políticas económicas. Una buena descripción pormenorizada de este fenómeno se encuentra en Yeager (1976).

De este modo, las décadas de 1920 y 1930 muestran la alternancia de sistemas de tipo de cambio fijo con tipos de cambio flotantes, en un contexto caracterizado por graves dificultades económicas a nivel internacional. Desde el enfoque de la MABP, Clements y Frenkel (1980) y Frenkel (1981) han tratado de demostrar que, a pesar de todo, «la ley de un sólo precio», es decir el ajuste de los tipos de cambio a las variaciones de los niveles relativos de precios, se cumplió durante la primera mitad de la década de 1920. La prueba que presentan para el tipo de cambio dólar-libra incluye una medida de los precios de los bienes no comercializados a través de los salarios reales, y es realmente concluyente. Por otra parte, observan que los tipos de cambio reales fueron mucho más estables que los

tipos de cambio nominales, resultado consistente con el cumplimiento del ajuste a la paridad del poder de compra. Sin embargo, según Foreman-Peck (1983), en muchos otros casos hubo importantes disparidades entre tipo de cambio y precios relativos, por lo que el modelo monetario sólo parece ofrecer una explicación en el largo plazo, lo que estaría de acuerdo con el modelo monetario con rigidez de precios, que ha defendido Dornbusch (1976). De hecho, las décadas de entreguerras ofrecen un progreso constante de la rigidez en los salarios, los aranceles y los precios ofrecidos por industrias crecientemente oligopolísticas.

Sin embargo, durante la crisis, la generalización de los tipos de cambio flotantes mostró todas las virtualidades que se le atribuyen cuando las economías son alcanzadas por shocks externos y de naturaleza no monetaria. Choudri y Kochin (1980) han demostrado que pequeños países, como España, que mantuvieron la flotación entre 1929 y 1932, fueron relativamente poco afectados por la crisis internacional, mientras que Bélgica, Italia, Polonia y Holanda establecieron una relación con el oro y se vieron arrastrados por las fluctuaciones de las grandes economías que se apoyaban en este sistema. Temin (1989), desde un punto de vista neo-keynesiano, ha apoyado esta idea, señalando que la única respuesta al marasmo era liquidar el patrón oro y embarcarse en políticas monetarias y fiscales expansivas. Por el contrario, a veces se ha apuntado que tras el ciclo de devaluaciones competitivas, en 1936 las relaciones de cambio entre las diversas monedas no eran muy diferentes a las de 1930, por lo que no se derivaría ningún efecto de este proceso. Sin embargo, Nurkse (1944) ya advirtió que las devaluaciones permitieron la práctica de políticas más expansivas con un beneficio neto para todos, aunque ya con anterioridad los bancos centrales habían adoptado políticas que tendían a esterilizar los efectos monetarios de las entradas y salidas de oro, por lo que un mecanismo de ajuste a la Hume nunca pudo funcionar.

Aun así, la estabilidad de los tipos de cambio siguió siendo un objetivo deseado. Francia, el Reino Unido y los Estados Unidos firmaron un acuerdo el 25 de septiembre de 1936, estableciendo la convertibilidad de los billetes en oro entre bancos centrales y limitando la posibilidad de nuevas devaluaciones competitivas. Este Acuerdo Tripartito será un antecedente importante del sistema de Bretton Woods, diseñado ocho años más tarde. En cualquier caso, a finales de la década de 1930, la mayor parte de las monedas operaron en una flotación intervenida, creándose fondos de estabilización por doquier: la libra lo hizo desde 1932, el dólar desde enero de 1934, el franco tras la devaluación de 1936 y el marco estuvo sometido a un severo control de cambios desde julio de 1931 cuando abandonó el patrón oro sin devaluar.

2.3. La financiación internacional

La financiación internacional cambió drásticamente tras la I Guerra Mundial. Incluso excluyendo deudas de guerra, los datos de Eichengreen (1989) nos muestran que Estados Unidos pasó de una posición deudora en 3.800 millones de dólares, en julio de 1914, a una posición acreedora de 3.700 millones en 1919 y 8.800 millones en 1930. El fuerte superávit de la balanza por cuenta corriente explica esta situación. Cerca del 90% de las inversiones norteamericanas en el exterior se hicieron a largo plazo, y de ellas sólo la mitad, aproximadamente, eran directas. Latinoamérica ocupó un lugar preferente en las inversiones directas, mientras Europa fue el principal destino de las inversiones en cartera. También Latinoamérica recibiría un volumen importante de estas inversiones que, según White (1986), fueron destinadas en más de un 90% a financiar gastos de inversión de los gobiernos de la región. Los elevados diferenciales de tipos de interés parecían asegurar la rentabilidad de estas operaciones (ver cuadro 2.3).

Sin embargo, el prolongado hundimiento de los precios de las materias primas, durante la década de 1920, y los inicios de la crisis de 1929 forzaron a Argentina, Uruguay y Brasil a abandonar tempranamente el Patrón Oro, y el 1 de enero de 1931 Bolivia anunció la suspensión del pago de los intereses de su deuda exterior. En ese año, le seguirían Perú, Chile, Costa Rica, Brasil y Colombia. En 1932, El Salvador y Uruguay se añadirían a la lista de morosos, y en 1933 serían Panamá y Cuba. De los países grandes de América Latina, sólo Argentina nunca faltaría en el cumplimiento del servicio de su deuda federal, aunque sí incumplieron algunos gobiernos locales. Las negociaciones sobre un montante de deuda pendiente cercano a los 4.000 millones de dólares (ver cuadro 2.4), fueron difíciles en los años siguientes y, en realidad, sólo cuando las necesidades creadas por la II Guerra Mundial incrementaron la demanda de materias primas y alimentos, los países latinoamericanos pudieron atender los pagos con normalidad.

Hay que advertir que las tenencias de bonos estaban muy repartidas. Sólo se requerían 5.000 dólares para participar en este mercado y los clientes fueron captados por anuncios en revistas tan populares como *Harper's* y *Atlantic Monthly*. El 18 de diciembre de 1933 se creó el Consejo Protector de Tenedores de Bonos Extranjeros (Foreign Bondholders Protective Council) para defender los intereses de los acreedores, aunque tuvo poco éxito. Los bancos comerciales poseían menos del 10% de los bonos emitidos, y habían tendido a actuar sólo por cuenta de sus clientes en este mercado. De este modo, es imposible relacionar esta crisis de la deuda externa latinoamericana con la crisis bancaria que azotó el sistema norteamericano en los primeros años de la década de 1930.

Eichengreen (1989), en un estudio sobre los primeros treinta y cinco años de Estados Unidos como país acreedor (1920-1955), no ha podido caracterizar el mercado como perfectamente racional o totalmente irracional. Además, en su opinión, los mercados de bonos privados no fueron mejores ni peores que los mercados de préstamos bancarios desarrollados desde 1945. En cualquier caso, no hay evidencia de que los países que incumplieron sus obligaciones en la década de 1930 fueran menos capaces de acceder a la financiación internacional en los años siguientes.

Aun así, como hemos señalado, no debemos olvidar que fue Europa el principal destino de las inversiones en cartera exteriores. Cerca del 40% de las norteamericanas y un porcentaje menor de las inglesas se dirigieron hacia los países de este área. Alemania terminaría por el ser el más importante importador de capital. Otros destacados prestatarios fueron Austria, Bulgaria, Checoslovaquia, Grecia, Hungría, Polonia y Rumania. Francia, por su parte, se especializó en la inversión a corto plazo, con un fuerte contenido especulativo.

El funcionamiento de todo el proceso de financiación exterior estaba íntimamente ligado al desarrollo del comercio. Como Kenwood y Loughheed (1972) han señalado, durante la década de 1920 Estados Unidos mantuvo un creciente superávit con Europa mientras se convertía en un gran mercado para materias primas y alimentos procedentes de terceros países. Sólo si Europa conseguía mantener un superávit con estos países y era financiada con inversiones extranjeras se podía sostener el equilibrio. Pero los precios mundiales de los productos primarios habían venido cayendo durante todo el período, el mercado norteamericano perdió su dinamismo desde 1929 y tras los primeros impagos hubo un repliegue de inversiones extranjeras. Por todo ello, la crisis monetaria internacional se hizo inevitable.

2.4. Aspectos monetarios de la Gran Depresión

Para Friedman y Schwartz (1963), la recién creada Reserva Federal norteamericana (establecida en 1913) fue particularmente inepta en el período de entreguerras, transmitiéndose sus errores al resto del mundo. La recesión de 1920-21 pudo ser provocada por los altos tipos de interés norteamericanos que atrajeron grandes cantidades de oro de otros países, hasta el punto de absorber en 1923 el 44% del total mundial. Igualmente, el boom bursátil de 1929 fue permitido a costa de las retiradas de inversiones en el extranjero, cuando quizá más se necesitaban. Finalmente, cuando la depresión se dejó notar en la economía de Estados Unidos, la Reserva Federal dejaría caer la oferta monetaria interna, resistiéndose a dejar caer los tipos de interés. Sólo Harrison, presidente del Banco

de Nueva York, apareció darse cuenta de la necesidad de practicar una política contracíclica (bajos tipos de interés, compra de bonos en el open-market). Tras cinco meses y medio de discusiones, el tipo de descuento fue reducido, el 1 de mayo de 1930, al 3%. Sin embargo, tras la devaluación de la libra, en septiembre de 1931, los tipos volverían a subir para evitar la salida del oro: el Bill buying rate pasó de 1 1/4 a 3 1/8 en octubre, para luego caer, progresivamente, hasta el 2 3/4 en enero de 1932. Finalmente, en abril de 1932, se iniciaría un programa de compras de bonos en el open-market que contó con la tenaz oposición del Banco de Boston, el Banco de Richmond y el Banco de Chicago. El 10 de agosto quedaría paralizado, y la Reserva Federal dejaría de intervenir. Entre 1929 y 1933, la cantidad de dinero nominal había caído en un 33%.

Mientras tanto, la recesión iba avanzado por el mundo, y agravándose en sus manifestaciones. La crisis financiera de la década de 1930 se traduciría en una cadena de quiebras en muchos países, mientras otros verían muy afectados sus mercados crediticios. En 1931 estalla la crisis del Creditanstalt vienés, que dominaba el 60% de la industria austríaca. En Estados Unidos, cerca de 10.000 bancos se verán afectados por los pánicos de 1930, 1931 y 1933. En Italia, el número de bancos caerá en un 56%, el número de oficinas en un 33% y el de empleados en un 27%. En Francia, 276 entidades, entre bancos y banqueros, se vieron afectados, destacando el Banque Nationale de Credit y el Banque d'Alsace-Lorraine (ver cuadro 2.5)⁵.

Hasta qué punto los factores monetarios fueron responsables de que una simple recesión se transformara en una Gran Depresión que pondría al mundo frente al abismo de la II Guerra Mundial, es objeto de amplia discusión. El clásico trabajo de Temin (1976) ha tratado de restarles importancia, argumentando que no hay evidencia de un incremento en los tipos de interés a corto plazo entre 1929 y 1931, que la oferta monetaria real no cayó, y que las quiebras bancarias fueron producidas por la crisis del sector real. En su opinión, sería una fuerte caída en el consumo lo que produjo una caída en la demanda de dinero, a la que se ajustó la oferta monetaria nominal. El debate dió lugar al volumen de Brunner (ed.) (1981), donde se discuten ambas posiciones. Los monetaristas criticaron la postura keynesiana de Temin, por emplear los tipos de interés como medida del precio del dinero, cuando, en su opinión, la verdadera medida es la inversa del nivel de precios. También se señaló que si coinciden los saldos reales de dinero deseados con los obtenidos, entonces los movimientos en la oferta de dinero real

⁵ Sobre la crisis bancaria en Europa, puede consultarse el número especial que le dedicó la revista *Journal of European Economic History*.

es una pobre medida del carácter de la política monetaria. Finalmente, las quiebras bancarias parecen mejor explicadas, desde White (1984), por la deficiente estructura del sistema bancario norteamericano, que impedía la apertura de sucursales, lo que hubiera contribuido a diversificar el riesgo. Cabe señalar que Temin (1989) se ha desviado algo de su anterior explicación, para creer que la depresión fue tan profunda por errores en las políticas económicas que mantuvieron el dólar en el Patrón Oro hasta 1933. En su opinión más reciente, si Estados Unidos hubiera devaluado en 1931 se habría evitado una mayor caída de las magnitudes económicas.

Una explicación exclusivamente bancaria la podemos encontrar en Bernanke (1983). En su opinión, la crisis incrementó los costes de intermediación crediticia, y los bancos prefirieron racionar el crédito antes que cubrir los nuevos costes con incrementos en los tipos de interés. La temida aparición de problemas de «azar moral» y «selección adversa»⁶, relacionados con el mayor riesgo que deberían presentar los proyectos para poder ser rentables, dados los elevados tipos de interés, hizo decantarse a los bancos por la primera solución. De este modo, el crédito cayó con generalidad durante la década de 1930, induciendo una caída de la inversión privada y de la renta. Para Bernanke, esto fue lo que ocurrió en Estados Unidos, pero sus resultados quizá puedan extrapolarse a otras economías.

2.5. Moneda y crédito en España, 1919-1935

El patrón oro había quedado suspendido en España desde 1883. Sin embargo, el Decreto del 19 de octubre de 1868 por el que España se adhería a la Unión Monetaria Latina, definiendo su paridad-oro en igualdad con el franco francés, no fue derogado nunca. La razón estriba en que las autoridades españolas nunca perdieron la aspiración de recuperar ese nivel para su valuta.

Tras la Gran Guerra, la neutralidad española había favorecido la aparición de importantes excedentes en la balanza de pagos corriente que junto a la entrada de capitales extranjeros hicieron crecer, generosamente, las reservas de oro. Así, después de la estabilización del franco, se produce en 1927 una fuerte especulación sobre la peseta, basada en un supuesto retorno a la paridad de 1868. Sin

⁶ En este contexto, se entiende por «azar moral» la posibilidad de que los mismos prestatarios presenten proyectos más arriesgados de lo que harían con tipos de interés más bajos, pues sólo estos pueden ofrecer una rentabilidad que compense el alto coste financiero. La «selección adversa» significa que los altos tipos forzarán una mayor presencia de prestatarios con baja aversión al riesgo. Ambos fenómenos complicarán el normal funcionamiento de los mercados crediticios, y mayor tipo de interés no significará mayor oferta de créditos.

embargo, al año siguiente, como resultado de una coyuntura interna muy expansiva y la persistencia de los déficits comerciales, la peseta experimenta una progresiva depreciación que se intenta contener con el control de cambios. Durante la II República perviven las condiciones que presionan a la baja la cotización de la peseta, pero en 1932 se decide estabilizar *de facto* la peseta con el franco francés, siendo España —junto a Letonia, Lituania, Turquía y Danzig— uno de los pocos países que sin adherirse formalmente al «bloque oro», simpatizan ampliamente con él.

Un primer análisis de la evolución de los tipos de cambio españoles, en el período 1920-1935, nos pone de manifiesto que hay una fuerte evidencia a favor de la integración del mercado de divisas de Madrid con los del extranjero, como ha puesto de manifiesto Martínez Méndez (1990), y que los tipos de cambio reales tuvieron una variabilidad muy semejante a los tipos de cambio nominales. También cabe destacar el crecimiento de la gran banca privada hasta 1929, que *no dudó en apoyar las grandes obras de infraestructura que se acometen en esta época.*

Por otra parte, el hecho de que la peseta mantuviera la flotación pudo ayudar a la economía española a sortear las primeras dificultades de la Gran Depresión. También, como ha demostrado Martín Aceña (1984), el Banco de España se aprestó a actuar como prestamista de último recurso en la crisis de liquidez bancaria de 1931, provocada por retiradas masivas de dinero que obedecían a causas socio-políticas, relacionadas con la instauración de la II República, y ello impidió que esta tuviera mayores consecuencias.

Sin embargo, desde 1932 la peseta simpatiza con el bloque oro francés (Francia era un socio comercial prominente), y en un momento en que casi todas las monedas pasan por devaluaciones importantes, la peseta experimenta una significativa apreciación. Las consecuencias deflacionistas para la economía española serán similares a las del resto de países adheridos al bloque oro, manteniendo el Banco de España elevados tipos de interés (nominales y reales) que, según García Ruiz (1991), retrajeron a la banca de la inversión crediticia, al aparecer fenómenos similares a los que encontró Bernanke (1983) en Estados Unidos, e indujeron una fuerte caída de la formación bruta de capital. Para algunos autores, como Sardá (1970), el mal comportamiento de los factores monetarios durante estos años pudo influir decisivamente en el advenimiento de esa gran tragedia española que fue la Guerra Civil (1936-39).

BIBLIOGRAFIA

SECCION I

1. ALCAIDE, J. (1976): «Una revista urgente de la serie de renta nacional española en el siglo XX» en *Datos básicos para la historia financiera de España*, Vol. 1, Madrid.
2. ASHWORTH, W. (1987): *A Short History of the International Economy since 1850* (4.ª ed.), Londres (hay traducción en castellano de edición anterior).
3. BLOOMFIELD, A. I. (1959): *Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914*, Nueva York.
4. BORDO, M. D. (1981): «The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today» en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, N. 63.
5. — (1982): «The Classical Gold Standard: Lessons from the Past» en CONNOLLY, M. (ed.): *The International Monetary System: Choices for the Future*, Nueva York.
6. — y SCHWARTZ, A. J. (eds.) (1984): *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, Chicago.
7. BROWN, W. A. (1940): *The International Gold Standard Reinterpreted*, NBER, Nueva York.
8. CAMERON, R., et al. (1967): *Banking in the Early Stages of Industrialization*, Oxford.
9. CAMERON, R. (ed.) (1972): *Banking and Economic Development: Some Lessons of History*, Oxford.
10. CAMERON, R. (1989): *A Concise Economic History of the World From Paleolithic Times to the Present*, Oxford (hay traducción en castellano).
11. COOPER, R. N. (1982): «The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects» en *Brookings Papers on Economic Activity*, N. 1.
12. DICK, T. J. O. y FLOYD, J. E. (1990): «Balance of Payments Adjustment under the International Gold Standard: Canada, 1871-1913» en *Explorations in Economic History*, N. 28.
13. DWYER, G. (1985): «Money, Income and Prices in the United Kingdom, 1870-1913» en *Economic Inquiry*, Vol. XXIII.
14. ELLSWORTH, P. T. (1938): *The International Economy: Its Structure and Operation*, Nueva York (hay ediciones posteriores de 1958 y 1964).
15. FORD, A. G. (1962): *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford.
16. FOREMAN-PECK, J. (1983): *A History of the World Economy*, Londres (hay traducción al castellano).
17. FRATIANNI, M. y SPINELLI, F. (1984): «Italy in the Gold Standard Period, 1861-1914» en BORDO, M. D. y SCHWARTZ, A. J. (eds.).

18. GOLDSMITH, R. W. (1969): *Financial Structure and Development*, New Haven.
19. HUFFMAN, W. y LOTHIAN, J. (1984): «The Gold Standard and the Transmission of Business Cycles, 1873-1932» en BORDO, M. D. y SCHWARTZ, A. J. (eds.).
20. HUME, D. (1792; 1955): «Of the Balance of Trade» en ROTWEIN, E. (ed.): *David Hume: Writings on Economics*, Londres.
21. KEYNES, J. M. (1930): *A Treatise on Money*, Londres.
22. KIRBY, M. C. (1981): *The Decline of British Economic Power since 1870*, Londres.
23. KLEIN, B. (1975): «Our New Monetary Standard: The Measurement and Effects of Price Uncertainty, 1880-1973» en *Economic Inquiry*, diciembre.
24. LEWIS, W. A. (1978): *Growth and Fluctuations, 1970-1913*, Londres.
24. LINDERT, P. H. (1969): *Key Currencies and Gold, 1900-1913*, Princeton.
26. — y MORTON, P. J. (1989): «How Sovereign Debt has Worked» en SANCHS, J. (ed.): *Developing Country Debt and Economic Performance*, NBER, Chicago.
27. MACHLUP, F. (1976): *International Payments, Debt and Gold*, Nueva York.
28. MARTÍN ACEÑA, P. (1985): «Desarrollo y modernización del sistema financiero, 1844-1935» en SANCHEZ-ALBORNOZ, N. (ed.): *La modernización económica de España, 1830-1930*, Madrid.
29. MCCLOSKEY, D. N. y ZECHER, J. R. (1976): «How the Gold Standard Worked, 1880-1913» en FRENKEL, J. A. y JOHNSON, H. G. (eds.): *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Londres.
30. MELTZER, A. H. (1986): «Some Evidence on the Comparative Uncertainty Experienced under Different Monetary Regimes» en CAMPBELL, C. y DOUGAN, W. (eds.): *Alternative Monetary Regimes*, Baltimore.
31. MILLS, T. C. (1990): «A Note on the Gibson Paradox during the Gold Standard» en *Explorations in Economic History*, N. 27.
32. — y WOOD, G. (1978): «Money, Income and Causality under the Gold Standard» en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, N. 60.
33. MUNDELL, R. A. (1968): *International Economics*, Nueva York.
34. PHELPS-BROWN, E. H. y OGZA, S. A. (1955): «Economic Growth and the Price Level» en *Economic Journal*, N. 65.
35. RICARDO, D. (1821; 1959): *Principios de economía política y tributación*, México.
36. SCHREMMER, E. (1989): «Taxation and Public Finance: Britain, France and Germany» en *The Cambridge Economic History of Europe*, Vol. VIII, Cambridge.
37. SCHWARTZ, P. (comp) (1977): *El producto nacional de España en el siglo XX*, Madrid.
38. TAUSSIG, F. W. (1927): *International Trade*, Nueva York.

39. TORTELLA, G. (ed.) (1974): *La banca española en la Restauración*, 2 vols. Madrid.
40. TORTELLA, G. (1981): «La economía española, 1830-1900» en TUÑÓN DE LARA, M. (ed.): *Historia de España*, Tomo VIII, Barcelona.
41. TRIFFIN, R. (1964): *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, New Haven.
42. VINER, J. (1924): *Canada's Balance of International Indebtedness, 1900-1913*, Cambridge, MA.
43. WOODRUFF, W. (1967): *Impact of Western Man: A Study of Europe's Role in World Economy, 1750-1960*, Nueva York.

SECCION 2

1. BERNANKE, B. (1983): «Non Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression» en *American Economic Review*, N. 73.
2. BROWN, W. A. (1940): *The International Gold Standard Reinterpreted*, NBER, Nueva York.
3. BRUNNER, K. (ed.) (1981): *The Great Depression Revisited*, Boston.
4. CARRERAS, A. (coord.) (1989): *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX*, Fundación Banco Exterior, Madrid.
5. CHOUDHRI, E. y KOCHIN, L. (1980): «The Exchange Rate and the International Transmission of Business Disturbances: Some Evidence from the Great Depression» en *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. XII.
6. CLEMENTS, K. W. y FRENKEL, J. A. (1980): «Flexible Exchange Rates, Money and Relative Prices: the Dolar-Pound in the 1920's» en *Journal of International Economics*, Mayo.
7. DORNBUSCH, R. (1976): «Expectations and Exchange Rate Dynamics» en *Journal of Political Economy*.
8. EICHENGREEN, B. (1989): «The U.S. Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955» en SACHS, J. (ed.): *Developing Country Debt and Economic Performance* NBER, Chicago.
9. EINZIG, P. (1935): *World Finance, 1914-1935*, Nueva York.
10. FOREMAN-PECK, J. (1983): *A History of the World Economy*, Londres.
11. FRIEDMAN, M. y SCHWARTZ, A.J. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton.
12. GARCIA RUIZ, J. L. (1990): *Banca y crisis económica, 1930-1935. Un análisis histórico del sistema financiero español frente a la crisis económica*. Universidad Complutense de Madrid.
13. JAMES, H. (1984): «The Causes of the German Banking Crisis of 1931» en *The Economic History Review*, Vol. 37, N. 1.

14. KENWOOD, A. G. y LOUGHEED, A. L. (1972): *The Growth of the International Economy, 1820-1960*, Londres (hay traducción española).
15. MARICHAL, C. (1989): *A Century of Debt Crises in Latin America from Independence to the Great Depression*, Princeton.
16. MARTIN ACEÑA, P. (1984): *La política monetaria en España, 1919-1935*, Madrid.
17. MARTINEZ MENDEZ, P. (1990): «Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria» en *Documento de Trabajo*, N. 9011, Banco de España.
18. MITCHELL, B. R. (1975): *European Historical Statistics, 1750-1970*, Nueva York.
19. MOGGRIDGE, D. E. (1972): *British Monetary Policy, 1924-1931. The Norman Conquest of \$ 4,86*, Cambridge.
20. NURKSE, R. (1944): *International Currency Experience*, League of Nations.
21. SARDA, J. (1970): «El Banco de España (1931-1962)» en *El Banco de España. Una historia económica*, Banco de España.
22. TEMIN, P. (1976): *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Nueva York.
23. — (1989): *Lessons from the Great Depression*, Cambridge, MA.
24. TRIFFIN, R. (1964): *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, New Haven.
25. WHITE, E. N. (1984): «A Reinterpretation of the Banking Crisis of 1930» en *The Journal of Economic History*, N. 44.
26. — (1986): «Latin America's Debt Crisis of the 1930s: Lessons for the 1980s» en BEREND, J. T. y BORCHARDT, K. (ed.): *The impact of the Depression of the 1930's and its Relevance for the Contemporary World*, Budapest.
27. YEAGER, L. (1976): *International Monetary Relations*, Nueva York.

ANEXO ESTADISTICO

CUADRO 1.1

Composición de la oferta monetaria mundial (M1) 1872-1913
(En porcentaje)

	Mundo		Estados Unidos, Francia y Reino Unido			España		
	1885	1913	1872	1892	1913	1874	1900	1913
Oro	17	10	28	15	10	65	—	—
Plata	21	7	13	9	3	23	24	15
Billetes	27	25	32	22	19	4	48	59
Depósitos a la vista ..	35	58	27	54	68	8	28	26

Fuente: Para España, Tortella (ed.) (1974). Para el resto, Triffin (1964).

CUADRO 1.2

Evolución de las inversiones brutas en el exterior
(Millones de dólares corrientes)

	1870	1900	1913
R. Unido	3.850	12.500	20.300
Francia	2.500	5.200	9.000
Alemania	—	3.600	4.700
E. Unidos	100	700	3.500
Otros	2.550	6.000	6.500
Total	9.000	28.000	44.000

Fuente: Woodruff (1967).

CUADRO 1.3
Composición de las inversiones extranjeras en 1914

<i>Países inversores</i> (porcentajes)		<i>Áreas receptoras</i> (porcentajes)		<i>Coficiente</i> <i>Deuda Externa/</i> <i>Comercio exterior</i> (1913)	
R. Unido	43	Europa	27	Canadá.....	8,6
Francia	20	E. Unidos	24	Sudáfrica	6,3
Alemania	13	Latinoamérica	19	Latinoamérica	5,2
E. Unidos	7	Asia	16	Oceanía	4,8
Otros	17	Africa.....	9	Rusia	4,8
		Oceanía	5	India	2,4
				Japón	2,3

Fuente: Distribución de inversiones en Cameron (1989). Coficiente Deuda Externa/Comercio Exterior en Lewis (1978).

CUADRO 1.4
Rentabilidad de la inversión exterior en deuda pública,
1850-1914

	<i>Prevista</i>	<i>Obtenida (1)</i>	<i>Tipo de interés interno (2)</i>	
			<i>Nominal</i>	<i>Real</i>
Argentina	5,07	3,52	2,91	1,81
Brasil	4,86	2,27	2,95	1,38
Chile	5,39	2,79	2,98	1,31
México	5,78	-0,74	2,91	1,98
Australia	4,35	3,02	3,01	2,01
Canadá.....	4,47	4,77	3,17	3,50
Egipto	7,18	6,41	3,11	3,49
Japón	4,36	1,85	2,90	0,60
Rusia.....	4,94	1,31	2,92	2,94
Turquía	7,39	1,61	3,16	3,17
Media	5,32	2,12	2,97	2,26

(1) En términos reales.

(2) Bonos a largo plazo, ingleses y norteamericanos, dependiendo del lugar de emisión.

Fuente: Lindert y Morton (1989).

CUADRO 1.5
Evolución de los activos totales de las instituciones financieras,
1880-1913

	<i>Tasa de crecimiento medio anual</i> <i>(Precios constantes)</i>		<i>Activo Total/Renta Nacional</i> <i>(En porcentajes)</i>		
	<i>1880-1900</i>	<i>1900-1913</i>	<i>1880</i>	<i>1900</i>	<i>1913</i>
España	4,2	0,3	31	39	33
Alemania	5,4	5,5	73	114	158
Bélgica	4,8	3,3	71	94	109
Dinamarca	5,5	5,4	95	147	184
Francia	5,4	3,3	50	96	104
R. Unido	3,1	2,2	95	93	103
Holanda	4,5	4,7	46	62	83
Italia	3,7	6,3	36	61	97
Noruega	4,8	4,3	107	136	166
Suecia	4,6	4,5	89	123	136
Suiza	4,5	7,4	153	184	287
E. Unidos	7,3	4,5	49	86	91
Europa	4,6	4,3	77	104	133

Fuente: Goldsmith (1969) y Martín Aceña (1985).

CUADRO 2.1
Reservas de oro de los bancos centrales
(Millones de dólares)

	<i>1913</i>	<i>1918</i>	<i>1923</i>	<i>1928</i>	<i>1933</i>	<i>1938</i>
Alemania	279	539	111	650	92	17
E. Unidos	1.290	2.658	3.834	3.746	4.012	8.609
Francia	679	664	710	1.254	3.022	1.529
R. Unido	165	521	746	748	928	1.587

Nota: Conversión a la paridad de 20,67 dólares por onza de oro fino.

Fuente: Nurkse (1944).

CUADRO 2.2
Evolución del coeficiente de cobertura total de los billetes en circulación,
1931-1934
 (En porcentaje)

	<i>España</i>	<i>Francia</i>	<i>R. Unido</i>	<i>Alemania</i>	<i>Italia</i>	<i>E. Unidos</i>
1931.1	57,76	79,92	40,66	59,87	52,99	78,60
1931.6	53,06	83,22	44,56	52,24	56,35	85,20
1931.12	50,25	80,96	33,25	26,06	47,83	64,60
1932.6	54,13	82,81	37,20	29,28	48,83	58,70
1932.12	54,76	83,21	35,05	30,03	47,87	62,70
1933.6	56,37	82,68	50,05	16,32	49,25	68,40
1933.12	56,01	80,76	49,93	15,31	50,48	64,00
1934.6	58,06	80,78	50,49	8,14	46,19	69,60
1934.12	58,60	82,07	48,89	5,84	41,23	70,70

Nota: La cobertura total se define como la relación por cociente entre las reservas metálicas del banco central y los billetes en circulación. En el caso inglés, sólo se incluyen en éstas el oro.

Fuente: García Ruiz (1990).

CUADRO 2.3
Distribución de las emisiones de bonos exteriores norteamericanos,
1919-1929

	<i>Europa</i> (%)	<i>Canadá</i> (%)	<i>A. Latina</i> (%)	<i>Asia</i> (%)	<i>Total</i> (M. de \$)	<i>Total bonos</i> <i>interiores</i> (M. de \$)
1919	60,3	30,4	8,9	0,2	377,5	nd.
1920	51,5	38,2	10,1	0,0	480,4	1.808
1921	26,2	32,5	38,6	2,5	594,7	2.987
1922	29,5	23,5	31,2	15,6	715,8	3.292
1923	26,1	29,0	27,7	17,0	413,3	3.312
1924	54,7	15,7	19,4	9,9	961,3	3.719
1925	58,9	12,8	14,8	13,2	1.067,1	4.067
1926	43,5	20,3	33,1	2,8	1.110,2	4.425
1927	44,2	18,1	26,0	11,5	1.304,6	5.986
1928	48,0	14,8	26,5	10,5	1.243,7	4.590
1929	21,5	44,0	26,5	7,8	658,2	3.800

Fuente: Bonos exteriores en Eichengreen (1989) y bonos interiores en White (1986).

CUADRO 2.4
Evolución de la deuda externa latinoamericana, 1920-1933
(Millones de dólares)

	<i>Prestamos nuevos 1920-1930 (neto de refinanciaciones)</i>	<i>Stock de deuda a largo plazo en 1933</i>
Argentina	140	864
Bolivia	43	63
Brasil	344	1.239
Chile	246	343
Colombia	141	164
México	—	684
Uruguay	70	98
Perú	16	114
Cuba	97	153
Resto	21	135
Total	1.118	3.857

Fuente: Marichal (1989).

CUADRO 2.5
Evolución de la banca, 1930-1932
(1929=100)

	<i>Inversión en préstamos</i>			<i>Inversión en F. Públicos</i>			<i>Comprensación de documentos</i>			<i>Beneficios/ Fondos propios (%)</i>		
	1930	1931	1932	1930	1931	1932	1930	1931	1932	1930	1931	1932
Alemania ..	96	65	58	127	373	440	94	68	44	4,5	-118,1	-15
Francia	109	88	66	—	—	—	92 (1)	72	81	8,8	-5,3	5,5
R. Unido ...	94 (2)	91	78	119	119	197	84	84	84	7,3 (4)	7,9	6,9
E. Unidos..	191	89	69	100	119	123	64 (3)	44	28	7,4	1,7	-4,9
Italia	104	76	74	—	—	—	89	81	64	6,3	4,6	3,4
España	105	80	81	114	110	115	102	112	82	10,7	7,1	6,7

(1) Sólo París.

(2) Sólo Inglaterra y País de Gales.

(3) Sólo Nueva York.

(4) Sólo Inglaterra.

Fuente: García Ruiz (1990).