EL PROBLEMA DEL CAMBIO Y LA POLITICA MONETARIA EN ESPAÑA ENTRE 1920-1935[1]

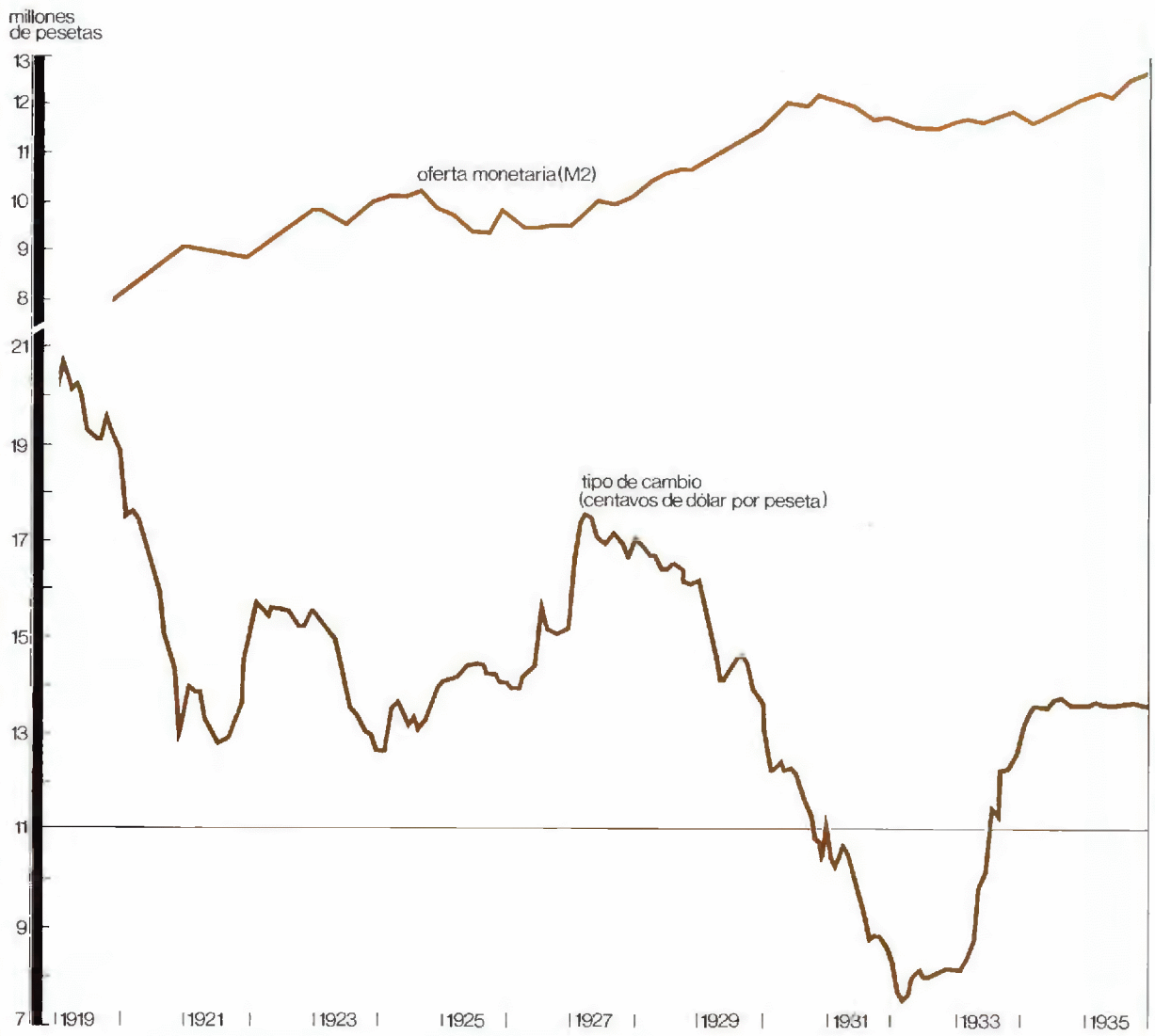
Pablo MARTIN ACEÑA

En 1923, en *A Tract on Monetary Reform*, John Maynard Keynes observó que en la década de 1920 las autoridades monetarias de los países europeos se verían obligadas a elegir entre dos objetivos alternativos y en ocasiones incompatibles: estabilidad de precios *versus* estabilidad del tipo de cambio, o, expresándolo en los términos en que fue percibido por los contemporáneos, devaluación *versus* deflación. En aquellos casos en que la adopción del patrón oro exigiese forzar cierto grado de deflación, Keynes adujo que la estabilidad de precios debía ser el objetivo prioritario y que la estabilización de los cambios podía y debía ser sacrificada. Con esta afirmación, el economista británico revelaba su antipatía por la deflación y advertía de los efectos perniciosos de posibles estabilizaciones a las paridades de preguerra (2).

Es sabido que las naciones europeas reinstauraron el patrón oro y resolvieron la disyuntiva anterior de muy diversas maneras, según el grado de inflación que habían registrado entre 1914 y 1919 y de acuerdo con el poder e influencia de cada uno de los agentes monetarios (Tesoro, banco central y banca comercial). En Gran Bretaña, y en aquellos países que habían permanecido neutrales durante la guerra, la decisión fue en favor de la restauración del patrón oro manteniendo las antiguas paridades. Por el contrario, Francia, Bélgica y Checoslovaquia, por citar sólo unos cuantos casos, tuvieron que aceptar devaluaciones de sus monedas que oscilaron entre 1/4 y 1/8 con relación a la paridad de 1914. Alemania, Austria y otras naciones centroeuropeas introdujeron nuevas monedas después de experimentar un agudo proceso de inflación (3).

Para las autoridades monetarias españolas del período de entreguerras la estabilidad del tipo de cambio también fue un objetivo prioritario. Entre el final de la guerra europea y el pronunciamiento militar de Primo de Rivera en el año 1923, la cotización exterior de la moneda fue una permanente preocupación de los responsables del Ministerio de Hacienda. A mediados de 1918 el entonces titular de la cartera, González Besada, trató de acometer la estabilización de la peseta y la implantación del patrón oro a la paridad histórica de 1868, esto es, 5,18 pesetas el dólar americano (o 25,22 pesetas la libra esterlina). Las razones que le llevaron a pensar que el proyecto sería posible fueron el alza experimentada por nuestra moneda durante los años de la guerra europea y el notable aumento de las reservas de oro del Banco de España. Los precipitados planes del ministro nunca llegaron a materializarse y, una vez desaparecidas las condiciones excepcionales creadas por el conflicto bélico, la peseta entró en una etapa de depreciación acompañada de fuertes oscilaciones, como se comprueba en el gráfico, donde además puede seguirse la evo-

LA OFERTA MONETARIA Y EL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA, 1920-1935



Fuentes: Oferta monetaria: PABLO MARTÍN ACEÑA, *La Política Monetaria en España.* Tipo de cambio: *Banking and Monetary Statistics* (New York, 1943).

lución del tipo de cambio entre 1920 y 1935. El valor de la moneda pasó de 20,2 centavos en enero de 1919 a 12,8 en julio de 1921 y a 15,7 en enero de 1923. En su lucha contra la depreciación, las autoridades tomaron una serie de medidas que fueron desde la simple e ineficaz intervención administrativa hasta la manipulación de la tasa de descuento del Banco de España. Puesto que la caída de las cotizaciones persistió durante los primeros meses de gestión del Directorio militar, Primo de Rivera, que creía que la depreciación estaba ligada a «factores políticos» y «maniobras de naturaleza especulativa», reforzó el aparato administrativo

del control de cambios. Sólo la mejora que experimentó el valor exterior de la peseta desde mediados de 1924 y que persistió hasta la primavera de 1927, hizo que «el problema de los cambios» quedase relegado a un segundo plano, pasando los temas presupuestarios a ocupar el lugar prioritario. Esta situación, sin embargo, duró poco. A partir de mayo de 1927 la peseta comenzó a descender en los mercados internacionales de moneda, pasando de 17,6 centavos en esta última fecha a 13,8 en diciembre de 1929. La depreciación continuó durante todo el año de 1930 y cuando el primer gobierno republicano se hizo cargo del poder, en abril de 1931, la moneda española cotizaba sólo 10,5 centavos en el mercado de Nueva York. La caída vertiginosa de la peseta se detuvo finalmente a mediados de 1932, cuando su valor estaba situado por debajo de los 8 centavos. Como se desprende del gráfico, las cotizaciones permanecieron estables durante los meses siguientes y a partir de febrero de 1933 registraron una ostensible apreciación hasta quedar estabilizadas en torno a los 13,7 centavos. En total, de mayo de 1927 a julio de 1932, la pérdida de valor experimentada por la moneda había sido de un 130 por 100 (4).

En 1928 volvió la preocupación de las autoridades españolas por el tipo de cambio. A principios de ese año, Calvo Sotelo declaró la necesidad de estabilizar las cotizaciones y se comprometió a llevar a cabo la implantación del patrón oro. De sobra es conocida su política de intervención, que, en opinión de Sardá, «sólo consiguió, a costa de grandes sacrificios, amortiguar, pero no detener, la prolongada baja de la peseta» (5), el fracaso arrastró al ministro, quien tuvo que dimitir a finales de 1929, y aumentó las dificultades políticas de Primo de Rivera para permanecer al frente del gobierno. Durante los catorce meses de transición entre la Dictadura y la Segunda República los tres titulares que ocuparon la cartera de Hacienda, Manuel Argüelles, Julio Wais y Juan Ventosa, convencidos como Calvo Sotelo de la necesidad de estabilizar los cambios, trataron infructuosamente de lograr dicho objetivo. Para entonces en Hacienda ya se había renunciado, sin embargo, a la adopción del patrón oro a la paridad de 1868, aunque todavía se albergaba la esperanza de una estabilización acompañada de cierta revaluación. Ninguno de los tres ministros logró sus propósitos. Argüelles, derrotado por los acontecimientos, presentó su dimisión el 18 de agosto; Wais, aunque reforzó el control de cambios, solicitó apoyo internacional para sus proyectos y se enfrentó con el Consejo del Banco de España, opuesto a la exportación de oro, tampoco pudo frenar el descenso de la peseta en los mercados exteriores. Ventosa siguió en la misma línea de su antecesor pero apenas tuvo tiempo para llevar adelante sus planes, pues fue sorprendido por la victoria electoral republicana de abril de 1931. El cambio de régimen político no significó, sin embargo, que los proyectos de estabilización de la moneda se abandonasen. Con el advenimiento de la Segunda República la política monetaria del «antiguo régimen» no experimentó ningún cambio de orientación, sino que, por el contrario, los nuevos responsables económicos continuaron con la misma preocupación. Miguel Maura nos cuenta que a Indalecio Prieto «la baja de la peseta en el mercado internacional le sacaba de quicio y le angustiaba de forma quizás exagerada porque llegó a convertirse en obsesión» (6). El tema también agobió a los demás ministros de Hacienda de la República, desde Viñuales a Chapaprieta, pasando por Lara y Marraco, con la única excepción de Jaime Carner quien, al igual que Azaña, estuvo mucho más preocupado por los asuntos presupuestarios. En conclusión, puede afirmarse que la depreciación de la peseta absorbió la atención de los responsables económicos españoles, aunque a pesar de sus constantes intentos nunca resolvieron el problema. Su continua depreciación arrastró al menos a dos ministros, Calvo Sotelo y Argüelles, provocó los errores de otros tres, Wais, Ventosa y Prieto, e hipotecó la política monetaria y fiscal de todos los demás.

Podemos preguntarnos ahora el porqué de esta preocupación obsesiva por el tipo de cambio. A mi entender, son tres las razones que lo explican. Primero está la cuestión del prestigio, esto es, la creencia de que la autoridad política interior y el crédito del país en el extranjero exigían una moneda estable. Para muchos, estabilidad política y estabilidad cambiaria eran dos cuestiones inseparables; con la segunda se reforzaba la primera y se ganaba el respeto de la comunidad política y financiera internacional. En segundo lugar, estaba la presión de las circunstancias. Recordemos que durante la década de 1920 todas las divisas importantes se fueron vinculando al oro, la última fue el yen

japonés en 1930, y que, como reconoció el propio Keynes en este mismo año, «la devaluación fue algo que ninguna nación se sintió capaz de imponer a sangre fría». Incluso en la década de 1930 un importante número de países capitaneados por Francia se mantuvieron ligados al oro y los Estados Unidos no suspendió la convertibilidad hasta 1933. No es de extrañar, por tanto, que las autoridades españolas se empeñasen en adoptar el patrón oro. La última razón que puede aducirse es la conocida aversión oficial a la fluctuación de las cotizaciones y su total desconocimiento de las ventajas que en determinadas situaciones podía proporcionar un tipo de cambio flexible. Por lo demás, en círculos oficiales existía la absoluta convicción de que el normal desarrollo de la economía nacional exigía una moneda estabilizada.

Llegados a este punto, el interrogante que surge al hilo de todas las consideraciones anteriores es, lógicamente, cuáles fueron las razones del fracaso de los proyectos de estabilización monetaria de aquellos años. Frente a la persistente caída de la cotización exterior de la moneda, a los ministros de Hacienda les cabía adoptar una de estas dos alternativas: *a)* mantener un tipo de cambio flexible y dejar que la peseta buscase su propio equilibrio; en otras palabras, no preocuparse por el tema y aceptar lo que de hecho terminó ocurriendo; *b)* detener el descenso de las cotizaciones al tipo de cambio en curso, o revaluarlo hasta una paridad previamente elegida. Como es obvio, cada una de estas opciones tenía efectos económicos distintos e implicaba la adopción de políticas monetarias y fiscales diferentes. La primera de ellas, un tipo de cambio flexible, eliminaba la necesidad de sujetar la economía a los requerimientos del equilibrio exterior, y, desde el punto de vista de los instrumentos de la política económica, ofrecía la ventaja de que las autoridades pudiesen orientar la política financiera al mantenimiento del equilibrio interno. En otros términos, con un tipo de cambio flexible el Banco de España y el Ministerio de Hacienda podían elegir la tasa de inflación que asegurase el pleno empleo de los recursos, mientras que las oscilaciones del tipo de cambio asegurarían a su vez el equilibiro exterior. Por el contrario, la otra alternativa exigía orientar la política financiera al mantenimiento del equilibrio interno, esto es, exigía imponer obligatoriamente un conjunto de medidas monetarias y fiscales de carácter restrictivo tendentes a forzar un grado de deflación compatible con el tipo de cambio elegido. El grado de deflación dependería de la evolución de los precios internacionales, y sus efectos sobre el nivel de renta real y el empleo estarían en función de la flexibilidad de los costes salariales. En definitiva, entre 1928 y 1933 las autoridades españolas tuvieron que hacer frente a un difícil dilema: debían elegir entre una tasa de inflación que asegurase el pleno empleo, pero que era incompatible con la estabilidad de los cambios, o un tipo de cambio fijo que demandaba una reducción de la tasa de aumento de la oferta monetaria con objeto de nivelar la tasa de deflación interior con la tasa de deflación internacional. Aunque los ministros de Hacienda pueden haber reconocido la verdadera naturaleza del dilema al que se enfrentaban, lo cierto es que nunca quisieron planteárselo explícitamente y, desde luego, en ningún momento estuvieron dispuestos a abordarlo con decisión. El gráfico, que refleja la evolución de la cantidad de dinero entre 1920 y 1935, muestra claramente una relación inversa entre el tipo de cambio y la oferta monetaria (efectivo en circulación en manos del público más depósitos a la vista y a plazo en la banca comercial) para casi todo el período. También permite comprobar que desde principios de 1927, cuando la peseta inició su descenso, la oferta monetaria invirtió su tendencia anterior y comenzó a crecer. De 1927 hasta finales de 1930 la cantidad de dinero aumentó de forma notable y fue en ese mismo período cuando más se depreció la valuta española.

El fracaso de la política de cambios española de aquellos años reside en la negativa de las autoridades a adoptar una política financiera (fiscal y monetaria) de signo contractivo, imprescindible para forzar la necesaria deflación de precios compatible con un tipo de cambio estable. El Consejo del Banco de España, por razones que no vienen al caso ahora, se opuso sistemáticamente a exportar oro de la reserva metálica y a que se modificasen al alza los tipos de interés. La salida de oro no sólo habría servido para sostener el cambio, al menos temporalmente, sino que, a través de su efecto en la base monetaria, hubiese contribuido a moderar el crecimiento de la cantidad de dinero. El Banco de España se negó, además, a admitir una estabilización por debajo de la mítica par de 1868, lo que de hecho imponía la necesidad de

una fuerte contracción monetaria. En el Ministerio de Hacienda, Calvo Sotelo había pensado hasta mediados de 1929 que era posible implantar el patrón oro a la histórica paridad, aunque luego renunció a esta idea y aceptó una estabilización según dictasen las cotizaciones de mercado. En ningún caso, sin embargo, adoptó las medidas de política financiera que sus planes demandaban. En 1930 Argüelles, Wais y Ventosa, aunque ya estaban dispuestos a estabilizar admitiendo cierta devaluación, fracasaron en sus intentos al no acompañar sus deseos con una política monetaria de carácter restrictivo congruente con el objetivo que se proponían. A Prieto le sucedió prácticamente lo mismo, igual que al resto de los responsables de Hacienda de la República, quienes de hecho fueron partidarios de una política de reducción de los tipos de interés. Así pues, resulta totalmente acertado el juicio emitido por Sardá en 1936 al observar la incomprensible «posición dogmática» de nuestras autoridades monetarias, «empeñadas en mantener un tipo de cotización de la peseta... sin tener en cuenta que vivimos en un mundo de monedas fluctuantes y máxime cuando no vemos que en el interior del país se realice una política deflacionista que sería la consecuencia de aquella política exterior» (7).

En materia de cambios, únicamente los economistas profesionales, entre ellos los economistas del Servicio de Estudios del Banco de España, comprendieron con claridad cuál era el problema y se dieron perfecta cuenta de cuáles eran las medidas adecuadas que debían adoptarse si se deseaba estabilizar el tipo de cambio. En un informe del Servicio de Estudios del Banco de España de marzo de 1931 se señalaba que «la política de inflación debe corregirse; la fluidez del dinero pesetas afecta directamente al cambio, favoreciendo la especulación y elevando los precios» (8). No se crea con esto, sin embargo, que los economistas españoles eran partidarios de la deflación. Por el contrario, los economistas profesionales, y en particular los miembros del Servicio de Estudios del Banco, aunque eran partidarios de la estabilidad de la moneda, se mostraban opuestos a toda medida que supusiese contraer bruscamente la cantidad de dinero. En 1930 y 1931 avisaron repetidamente de los trastornos que traería consigo una intensa deflación e hicieron notar que la depreciación de la moneda nos aislaba parcialmente de la crisis económica internacional (9). En la Conferencia Mundial de Londres manifestaron que, hasta que no cambiase la coyuntura exterior, lo más aconsejable era dejar que la peseta fluctuase libremente (10). Finalmente, en 1935, en uno de los últimos informes del Servicio elaborados antes de la guerra civil, los economistas del Banco se mostraban partidarios de devaluar y dejar en libertad el mercado de cambios. El informe señalaba que «el sistema de libertad» (11):

> «nos ha evitado las graves repercusiones de las crisis extranjeras y ha mantenido nuestros precios interiores bastante estables en épocas normales. El sistema de cambio variable tiene la ventaja de permitir una adaptación constante a las circunstancias, aunque ofrezca, hoy, ciertamente el inconveniente de la variabilidad del cambio, lo cual supone ciertas dificultades para el comercio exterior, pero creemos que esas dificultades son compensadas, con exceso, por las ventajas de una mayor puntualidad en los pagos».

En términos similares se había expresado años antes la Comisión nombrada para el Estudio de la Implantación del Patrón Oro. La Comisión consideró que, dadas las difíciles circunstancias políticas y económicas del momento, la política de cambios más adecuada era la de asegurar la ordenación del mercado, moderando e impidiendo fluctuaciones violentas de las cotizaciones, pero en ningún caso oponiéndose a las fuerzas del mercado. En consecuencia con esta posición, los miembros que elaboraron el Dictamen rechazaron la opción deflacionista, argumentando que sus efectos para la economía nacional serían mucho más graves que los que pudiesen derivarse de la depreciación del tipo de cambio (12).

La contrapartida de la depreciación monetaria fue la estabilidad de precios. A diferencia de otros países europeos, entre 1923 y 1935 España no experimentó fuertes tensiones deflacionistas, ni tampoco inflacionistas. En buena parte, la estabilidad de precios interiores fue el resultado del fracaso de la política oficial de cambios, es decir, la no consecución por las autoridades de sus objetivos de política económica. Como pone de relieve el gráfico, en última instancia fue la falta de voluntad del Banco de España y del Ministerio de Hacienda de cortar la expansión monetaria iniciada en 1927 lo que hizo imposible la estabilización de

la peseta antes de 1933. Cuando ésta se produjo no fue, sin embargo, el resultado de una política monetaria fuertemente restrictiva, sino la consecuencia de la imposición de un férreo control de cambios, del retraso en los pagos exteriores y, sobre todo, de la casual circunstancia de la devaluación del dólar y de la subsiguiente estabilidad de la moneda americana y de la libra esterlina.

Terminaremos este breve ensayo con dos afirmaciones. Primero, que, a la vista de la evolución de la oferta monetaria en el gráfico, y teniendo presente cuál fue el comportamiento de los precios internacionales durante el período de entreguerras, cabe sostener que al valor exterior de la peseta le pasó lo que necesariamente tenía que pasarle. Segundo, que, desde el punto de vista del crecimiento de la economía española, lo mejor que puede decirse de la política de cambios de nuestras autoridades es que hasta 1933 fracasó, y que precisamente cuando en este último año lograron finalmente sus propósitos, la situación económica empeoró y la economía entró en una fase de claro estancamiento.

NOTAS

(1) El presente ensayo está basado en mi tesis doctoral, *La Política Monetaria en España, 1919-1935,* presentada en la Universidad Complutense de Madrid (1983), y que publicará próximamente el Instituto de Estudios Fiscales.

(2) *The Collected Writings of John Maynard Keynes,* vol. 4: *A Tract on Monetary Reform,* cap. 4, *passim.*

(3) Para un estudio profundo y completo de la historia monetaria internacional del período de entreguerras, véase, WILLIAM A. BROWN, Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934,* National Bureau of Economic Research, New York, 1940, 2 vols.

(4) El lector interesado puede encontrar una descripción más detallada de la evolución de la peseta en el hoy ya clásico trabajo, «¿Qué causas determinan el cambio de la peseta? Aventuras de la peseta en el mercado internacional», *Información Comercial Española, n.° 318, 1960, págs. 11-49.*

(5) JUAN SARDÁ, *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España,* Banca Más Sardá, Barcelona, 1975, 1.ª edicion, 1936, pág. 13.

(6) MIGUEL MAURA, *Así cayó Alfonso XIII,* Ariel, Barcelona, 1966, pág. 220.

(7) SARDÁ, *La intervención monetaria,* pág. 97.

(8) Banco de España (Servicio de Estudios) —en adelante BESE—, D-6410/28: «Memorándum sobre política monetaria interior», 1931, págs. 10-11.

(9) *Vid.* GERMÁN BARNÁCER, «La depreciación de la moneda española», *Revista Nacional de Economía,* XXXI, número 93-94, 1930, pág. 422; JOSEP M. TALLADA, *Economía Monetaria Espanyola,* Barcelona, 1930, Págs. 78, 100 y ss.; JOSÉ A. VANDELLÓS, «La balanza comercial y el cambio de la peseta», *Revista Nacional de Economía,* año XXXII, n.° 95-97, 1931, pág. 4. Véase, también, el informe elaborado por el Servicio de Estudios del Banco de España: «Conveniencia de la estabilización (Febrero, 1931)», Banco de España, Archivo General: Legajo 3.817.

(10) Banco de España, Archivo General: Legajo 3.823: «Conferencia económica mundial de Londres. Informe del Banco de España», Madrid, 5 de junio de 1933, págs. 7 y ss.

(11) BESE, D-6406: «Estudio sobre el cambio de la peseta», 1935, pág. 54.

(12) «Dictamen de la Comisión nombrada por Real Orden de 9 de enero de 1929, para el estudio de la implantación del patrón oro», reproducido en *Información Comercial Española,* n.° 318, 1960, pág. 64.