

## EL ORO EN LA RESTAURACIÓN

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. José María Serrano Sanz \*

El alto honor que me dispensasteis, admitiéndome entre vosotros, ha instalado para siempre en mi ánimo dos sentimientos igualmente intensos: gratitud y obligación. Gratitud, porque es más vuestra generosidad que mi mérito, el motivo de que vaya a formar parte de tan noble corporación, símbolo de la mejor tradición del pensamiento español en el último siglo y medio y expresión de las virtudes de un diálogo integrador. Abruma pensar que por estos salones han transitado en su condición de académicos muchos de los, para mí, más admirables personajes de la España contemporánea. Y es un privilegio participar en el quehacer intelectual representado por esta Real Academia, donde, en esta era tan proclive a las especialidades, las reflexiones alcanzan el vuelo de lo general gracias a la pluralidad de orígenes de sus miembros.

Pero me siento también obligado, ¡cómo no! Obligado a corresponder a tanta generosidad aportando lo que está a mi alcance, dedicación e ilusión. Todo ello lo pongo a vuestra disposición en cantidades ilimitadas, aun consciente de que pequeño rédito es para el privilegio que me habéis conferido.

Encuentro aún más difícil redimir la deuda cuando me veo precedido por los seis ilustres nombres impresos en la medalla número 23. El primero, Claudio Antón de Luzuriaga fue uno de esos íntegros y austeros liberales de mediados del diecinueve que, al decir de un contemporáneo, hizo «de su voluntad la esclava de su conciencia». Alejandro Groizard presidió la institución durante un decenio y

---

\* Sesión del día 4 de mayo de 2004.

alcanzó en la vida pública «las cumbres de los tres poderes», pues, aparte de ministro en varias ocasiones, fue Presidente del Senado y magistrado del Supremo. Y qué decir de la altura moral del Presidente de la República Niceto Alcalá Zamora, o de su patriotismo y sobriedad, rasgos destacados por el académico Jesús González Pérez en su biografía. De José María Zumalacárregui es preciso recordar que fue el alma de la elevación de los estudios de economía a la Universidad, al inspirar la creación de la primera Facultad, la de Madrid en 1943. En ella, por cierto, ejerció su sucesor, José Castañeda Chornet, uno de los grandes maestros de los economistas españoles, autor de un manual tan clásico que hizo sustantivo su apellido: hablar de «el castañeda» no necesita aclaración entre los economistas, nos referimos a «Lecciones de Teoría económica».

El último poseedor de la medalla número 23 ha sido el profesor Fabián Estapé. En este caso he de añadir a sus indudables méritos, mi condición de discípulo y beneficiario desde hace años de su incomparable magisterio y permanente generosidad. Respeto intelectual y afecto personal, que al sumarse, extreme mis sentimientos de responsabilidad en la recepción de la medalla.

\* \* \*

El tema elegido en un discurso tan especial para quien lo pronuncia como es éste para mí, tiene siempre algo de encrucijada, donde confluyen órdenes diversos de motivaciones. Tres cuando menos se concitan en «El oro en la Restauración». Primero confesaré una predilección —que alguno acaso tildará de enfermiza— por el estudio de una época incitante por compleja, pero también ejemplar como «tiempo de concordia», en expresión de Marañón. Una época no siempre bien interpretada y valorada: hablo de la Restauración. Aquel régimen «que había venido a continuar la historia de España» en palabras de su artífice Antonio Cánovas del Castillo, que marcaban desde el principio el camino del equilibrio. En segundo lugar, me han conducido también hacia él ciertas líneas personales de trabajo cultivadas desde hace tiempo, que en los últimos años reciben además el estímulo de una floreciente literatura en los ambientes académicos internacionales, donde la nueva moneda europea ha actuado como catalizador. Se trata de la historia de los regímenes cambiarios y, en particular, del patrón oro, al cual, por otra parte, sirve de contrapunto la posición singular de la peseta. Y tercero, del tema me complace asimismo la ocasión de rendir tributo a la propia Casa que nos acoge, la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

En efecto, los trabajos más influyentes sobre la cuestión monetaria en la Restauración todavía hoy, aquéllos que han marcado la agenda de las discusiones

historiográficas, tienen vínculos estrechos con esta Real Academia. Hablo del Dictamen de la Comisión del Patrón Oro, ligado a la Corporación a través del Archivo Flores de Lemus, a los escritos del académico Luis Olariaga y al libro clásico de otro académico, Joan Sardá, sobre la política monetaria española. Se hallan planteados en ellos los grandes temas del oro en la Restauración. Las incógnitas sobre la cronología española del patrón se tratan en Sardá; las relaciones del cambio y los precios en el Dictamen; el decisivo y con frecuencia criticado papel del Banco de España en Olariaga; y finalmente, la servidumbre de lo monetario respecto a la Hacienda pública, es tratada por los tres, siempre en clave muy negativa. Cuestión esta última acerca de la cual el juicio crítico es ya unánime, tras haber sido insistente y convincentemente argumentado por el Presidente de la Academia, el profesor Enrique Fuentes Quintana. Sobre el resto han continuado las discusiones con algunos añadidos, como son las consecuencias de la opción española en términos de los mercados internacionales de capitales, y la existencia o no de un proteccionismo monetario por causa de la presunta debilidad de la peseta. Ha cobrado además relieve el papel de las ideas en la política monetaria adoptada, como en general, en la toma de decisiones de política económica, gracias al académico Juan Velarde Fuertes y sus trabajos sobre los siglos diecinueve y veinte. Enlazando pues con la tradición investigadora que tan vinculada a esta Casa me precede, he de dedicar los próximos minutos al oro en la Restauración.

\* \* \*

El oro fue permanente telón de fondo en el escenario monetario de la Restauración; siempre presente y al tiempo ajeno, como un decorado. Basta recordar cómo en los dos extremos de aquel régimen, primero en 1876 y luego en 1929, las autoridades se plantearon si era pertinente integrar a la peseta en el oro, y otro tanto hicieron en varios momentos del trayecto. Pero nunca consumaron la integración. Este es nuestro punto de partida: la peseta se mantuvo a lo largo de la Restauración al margen del Patrón Oro, contra la generalizada creencia de que inicialmente participó de las reglas del patrón y luego se desvinculó. El discurso empieza precisamente por aclarar los orígenes de la confusión, para, acto seguido, glosar las tres etapas monetarias en que puede dividirse el período.

\* \* \*

Es lugar común en la historiografía española sostener que la peseta se integró en el régimen del oro en 1876 con un Real Decreto de agosto y salió hacia 1883, tras una supuesta declaración de no convertibilidad hecha por el Banco de España. El acontecimiento constituye, sin embargo, un pequeño misterio, bien ilustrado

por una conocida frase de Sardá (cito): «De este hecho trascendental en nuestra historia monetaria no hemos podido encontrar rastro oficial ni en las actas del Banco de España». En efecto, añadimos, no hubo medida formal de las autoridades, ni declaración expresa del Banco. Sin embargo el enigma tiene solución: la institución financiera nunca tuvo obligación de convertir los billetes en oro y ninguna autoridad le podía conminar a hacerlo ni tampoco relevarle.

El motivo era el dualismo existente en la organización monetaria española, donde el ámbito metálico y el fiduciario conformaban dos universos desconectados. La circulación metálica se regía por el Decreto de 19 de octubre de 1868 debido a Laureano Figuerola, que había elevado la peseta a la condición de unidad monetaria nacional. En él no se aludía a los billetes bancarios, que iban a ser regulados, por su parte, en el Decreto Echegaray de 19 de marzo de 1874, que concedió el monopolio de emisión al Banco de España y en el cual no se hacía referencia alguna a la circulación metálica.

Se crearon así dos sistemas perfectamente incomunicados, por cuanto el nexo entre ambos, la convertibilidad, quedó siempre a la discreción del Banco de España. De una parte, el gobierno tenía la responsabilidad del metálico a través del Tesoro y la Casa de la Moneda. De otra, el Banco se ocupaba de la circulación fiduciaria y podía considerar la conversión un asunto interno, del que no tenía obligación de dar cuenta; por eso mantuvo un racionamiento que manejaba en función de las existencias de metálico en caja. El respaldo metálico de los billetes no fue nunca una cuestión relativa a la circulación monetaria española, sino a la solvencia del instituto financiero.

Testimonios de que el Banco podía graduar el canje de billetes a voluntad, existen en abundancia en las Actas del Consejo. Acaso el episodio más ilustrativo fuera uno relacionado con la guerra de Cuba en octubre de 1876. El Banco se había negado a cambiar billetes por oro, a pesar de una petición del ministerio de la Guerra, que necesitaba con urgencia enviar remesas metálicas para financiar las operaciones en la Antilla. Unas semanas más tarde, tras nuevas gestiones de los ministros de Hacienda y Ultramar, accedió. Aunque sólo lo hizo por la mitad de lo solicitado y sin que mediaran problemas de liquidez. Y tan extraordinario debió parecer el proceder del Banco, aceptando cambiar algunos billetes (¡sus propios billetes!) que en la siguiente sesión se comunica que el Consejo de ministros en pleno había agradecido el gesto.

Si ésta es una prueba de que el Banco administraba la conversión en épocas de penuria, lo cierto es que fue igualmente soberano en tiempos de abundan-

cia. Así, en abril de 1878, una vez había desaparecido la sensación de escasez de metálico gracias a un desatesoramiento motivado por la estabilidad política y las reacuñaciones. En ese momento las existencias de metálico igualaban a los billetes en el balance y el Consejo del Banco discutió si «ampliar el cambio de billetes» por oro, o alternativamente, era hora ya de abrirlo «a la presentación», es decir, suspender cualquier límite y declarar la convertibilidad. Se acordó cambiar sin trámites hasta mil pesetas, pero no anunciarlo públicamente, por si volvían las dificultades y convenía retroceder.

Y ese fue el instante en que la peseta estuvo más cerca de la convertibilidad plena, pues es probable que, de haberse hecho pública, el Banco hubiera tenido dificultades para posteriormente revisarla. La merma de prestigio y confianza —a los que era muy sensible—, habrían sido un freno efectivo y quizá ante situaciones de dificultad, hubiese adoptado las políticas ortodoxas de otros bancos centrales, como elevar el tipo de interés para retener o atraer oro. Pero la oportunidad pasó y el camino recorrido empezó a desandarse, lentamente al principio y con más rapidez a partir de 1881, cuando el oro se hizo definitivamente escaso. Lo significativo, en cualquier caso, es que el itinerario lo recorrió el Banco de España en solitario, porque tenía completa soberanía en la cuestión de la convertibilidad.

Existió incluso un reconocimiento oficial, bien que indirecto, de que España no estaba en el oro. Dicho reconocimiento fue protagonizado por el ministro Camacho en 1881, aunque, curiosamente, su actuación nunca ha sido interpretada en clave monetaria. Nos referimos al compromiso de pagar en monedas de países oro los intereses devengados por los títulos de la deuda exterior. Una garantía semejante habría sido innecesaria en un país de régimen áureo.

En suma, España nunca participó *de iure* del patrón oro, por lo que no pudo haber un acto formal de abandono del mismo y el mito de 1883 ha de desecharse. Por más que hubiera un tiempo en el cual el Banco vivió cumpliendo *de facto* los requisitos del patrón, con amplia convertibilidad del billete y, por consiguiente, con el cambio entre los puntos del oro.

\* \* \*

Establecido que la peseta nunca estuvo en el patrón oro, el conjunto del período adquiere unidad. ¡Unidad, que no uniformidad!, pues como antes decíamos cabe singularizar varias etapas con rasgos propios dentro de la Restauración. Tres en concreto proponemos, adoptando la perspectiva de esa combinación de ideas influyentes y políticas, que Ernest Lluch denominaba *estilo nacional de economía*

*política*. La primera abarcaría los dos decenios iniciales de la Restauración y la hemos caracterizado como años de *política expectante*. El noventa y ocho constituye en sí mismo una segunda etapa, pues fue un aldabonazo que perturbó aquellas tranquilas aguas, también en lo monetario. Finalmente, las tres primeras décadas del siglo veinte fueron vividas con una mezcla de conciencia de los deberes pendientes —control monetario y declaración de convertibilidad—, e incapacidad para cumplirlos. A las tres etapas y sus condicionantes monetarios nos referimos brevemente a continuación.

\* \* \*

El común denominador de los primeros veinte años fue la denominada «política expectante», expresión acuñada para resumir el compás de espera francés ante la pugna entre monometalismo oro y bimetalismo oro y plata. Un hecho que hizo que en España los distintos gobiernos creyeran poder esperar desde una posición confortable, a que aclarase el panorama monetario exterior. Por una parte eran conscientes de que los grandes países se iban decantando en favor del oro, pero por otra, nunca dejaron de considerar la opción revisable, confundidos por la simultánea agitación en favor del bimetalismo internacional. Esto ahora parece sorprendente, pero por entonces ni siquiera los economistas profesionales veían clara una solución definitiva. Basta recordar las palabras de Schumpeter: «nada más lejos de la verdad que la idea de que todos los economistas de la época adoraran en corporación al becerro de oro». Esta falta de unanimidad explicaría la ausencia de pronunciamiento de la Restauración en sus primeros compases.

Cuestión distinta es que conforme el tiempo avanzaba, fuese ganando terreno la idea de que resultaba demasiado caro comprometerse con el oro, en comparación con los escasos costes que parecía comportar mantenerse al margen. Una circulación monetaria homologable internacionalmente era un bien público que el Estado no estaba en condiciones de suministrar por falta de recursos financieros. Mientras del lado de los costes, resultó que aun al margen del patrón, el tipo de cambio de la peseta, esto es, la cotización internacional del billete español, se sostuvo hasta principios de los noventa. Y ésta acabó siendo la verdadera esencia de la política monetaria expectante, la de que sin aparentes costes, pudiera disfrutarse de la ventaja —muy apreciada por unos ministros de Hacienda siempre en dificultades— de tener asegurada la financiación del déficit por medio de los descubiertos de tesorería y la colocación de deuda flotante en el Banco de España. Algo sólo posible, en último extremo, bajo el supuesto de flexibilidad de la circulación fiduciaria. Una flexibilidad que aseguraba financiación, financiación barata además, en cuanto hacía innecesario utilizar el tipo de interés para defen-

der el oro; bastaba compensar ocasionalmente al Banco con nuevos privilegios o concesiones.

La Ley de Tesorería de 1887 fue la confirmación de esos «intereses mancomunados» —por usar la propia y transparente, expresión de un consejero— entre el Banco y la Hacienda. Forjada desde 1874, la mancomunidad de intereses habría alcanzado su máxima expresión al delegar entonces el Estado la gestión de sus cobros y pagos en el Banco privado. A largo plazo, el efecto de la acción fue desplazar el punto en el cual un déficit causaba intranquilidad al gobierno y estimulaba su corrección, ensanchando el margen para mantenerlo más tiempo. Igualmente perversas fueron sus consecuencias sobre el propio Banco, acomodado a ser, por encima de cualquier cosa, el banquero de la hacienda.

Y todo ello, sin olvidar que la política expectante, permitía tratar con miramiento a los poderosos intereses plateros. Primero, a los «políticos de la plata», expresión con que Friedman se refirió a los representantes de los productores, demandantes en España y otros países de protección ante la continua caída del precio del metal blanco; y que debieron ser infatigables, a juzgar por el epitafio que se hizo poner en la tumba su principal exponente, el marqués de Villamejor, «Aquí descansa quien nunca descansó», según cuenta su hijo el conde Romanones. Además de los productores, estaban los intereses plateros del propio Tesoro, que obtenía pingües beneficios de las acuñaciones, gracias precisamente a la baratura del metal en los mercados internacionales. Y en tercer lugar, el Banco de España, a quien conservar abierto el cambio de billetes por plata, amen de resultar barato, permitía conservar la ilusión de que no había «curso forzoso». Pero sobre todo al Banco le interesaba porque las monedas de plata computaban en garantía por su valor facial mucho más elevado que el intrínseco; la desmonetización le hubiese exigido inmovilizar más plata o bien sustituirla por oro. Esta conjunción de intereses se sumó para que prosiguieran las acuñaciones hasta 1899 y el metal blanco mantuviese su *status* durante toda la Restauración. Fue un elemento más a favor de aquella política expectante que eludiendo los aspectos más exigentes del compromiso áureo permitió, con el único sobresalto de 1892, mantener el valor exterior de la peseta.

\* \* \*

Todo cambió bruscamente con la guerra colonial iniciada en Cuba en 1895 y su desenlace en el 1898. La peseta se derrumbó, despertando en algunos la conciencia de que la moneda española necesitaba otras bases donde asentar una estabilidad duradera y sólo el patrón oro podía aportárselas. Aquello fue un aldabona-

zo, que encontró un intérprete de talla en Raimundo Fernández Villaverde. Marcó una clara línea de separación, en cuanto hizo insostenible, al menos en el terreno de las ideas, la actitud de «política expectante».

Paradójicamente, a principios de los noventa, en este mismo salón, el Villaverde académico plasmaba ya en un discurso un diagnóstico certero de los defectos de la organización monetaria española: el exceso de las acuñaciones de plata, la indisciplina financiera del Tesoro y sus perversas relaciones con el Banco. Pero su marcada preferencia por el oro de entonces, la dejaba circunscrita al terreno de las ideas, por considerar más costoso precipitarse en la adopción del metal amarillo que seguir expectante. Posición totalmente superada a fines de siglo, cuando el propio Fernández Villaverde reconoce que el tiempo de espera se ha agotado y se declara ferviente partidario de pasar a la acción.

Y fue sobre todo la persistencia del problema cambiario hasta 1901 el factor que puso de relieve las insuficiencias de la disciplina presupuestaria para estabilizar la peseta. España había conseguido ganar credibilidad tras un momento difícil como fue el del Desastre, y sin embargo, el cambio seguía siendo un elemento vulnerable. Luego, era necesaria un ancla monetaria, y el juicio de Villaverde pasó a ser rotundo: «Para mí el origen de la crisis de nuestros cambios, está en la extrañada política monetaria que venimos siguiendo desde 1873», declaró.

Sin embargo, en sucesivas pero efímeras experiencias ministeriales a pesar de la claridad de ideas y lo elaborado de sus planes para ingresar en el patrón, no tuvo tiempo político suficiente y sólo adoptó una medida estrictamente monetaria, aunque significativa. Nos referimos a la suspensión de las acuñaciones de plata en 1899. Suspensión de acuñaciones legales, porque las fraudulentas, las de los famosos «duros sevillanos» continuaron unos años más, aprovechando el negocio que permitía la diferencia entre valor facial e intrínseco de las monedas de plata, aun utilizando la misma ley de las acuñaciones oficiales. A pesar de su fama no eran más falsos que los otros en contenido de plata. Claro que al llegar la suspensión, la cantidad de metal blanco en circulación era tal que siguió pesando decisivamente, y todavía en 1933, en la Conferencia Económica Internacional organizada en Londres por la Sociedad de Naciones, España se integró en el Comité para la estabilización del mercado de la plata como uno de los principales tenedores mundiales. Con todo, e independientemente de los resultados, el 98 y Villaverde removieron los cimientos de la política expectante, abriendo una tercera y última etapa en la historia monetaria de la Restauración.

\* \* \*

En efecto, la última etapa propuesta abarca los tres primeros decenios del veinte, el tiempo que le quedaba a la propia Restauración; ese «incitante arranque» del siglo de que nos ha hablado el académico José Luis García Delgado. En esta etapa, el patrón oro estuvo permanentemente en el horizonte de las opciones de política cambiaria para España. Y en determinadas ocasiones incluso ocupó un primer plano, pues llegaron al Congreso varios proyectos de integración, por más que ninguno alcanzara a materializarse. Hubo entonces, como antes decía, conciencia del problema sobre incapacidad para solventarlo.

Esta fue la nota común en aquellos treinta años repletos de avatares, esperanzas y frustraciones, marcados, eso sí, por dos tragedias que en poco más de año y medio se abatieron sobre España y Europa. El asesinato en noviembre de 1912 del Presidente del Consejo Don José Canalejas, sumado al retrainamiento maurista, dejó huérfana de alternativas políticas estables a la Restauración. El telegrama alemán del 1 de agosto de 1914, declarando la guerra a Rusia, abrió en Europa una crisis de proporciones insospechadas y convirtió a la cuestión monetaria en el menor de los problemas. Antes del crimen de la Puerta del Sol la escena económica española estuvo dominada por la estela del villaverdismo, con su compromiso hacia la estabilidad presupuestaria y su interés por el oro. Después de 1914 todo aparece dominado, dentro y fuera, por corrientes poderosas, que alimentan una creciente sensación de pérdida de control sobre los acontecimientos, entre ellos, los relativos a la estabilidad monetaria.

Empezando por el principio. Hasta la doble conmoción, la estela del villaverdismo es perceptible en las orientaciones de la política monetaria española. Primero, porque los ministros de Hacienda que le sucedieron compartían —aun con matices en cuanto a la urgencia o los costes que estaban dispuestos a asumir— la idea de que había un problema cambiario y la solución era adherirse al oro. Además, practicaron políticas monetarias y financieras estrictas, siguiendo la orientación del programa villaverdista. Esto comprendía el control severo de la circulación fiduciaria y mayor exigencia en las garantías metálicas, pero sobre todo, la defensa de una progresiva separación entre el Banco de España y el Tesoro.

Las leyes de Urzáiz refrendando la prohibición de acuñar plata en 1901 y prescribiendo el pago en oro de algunos derechos arancelarios en 1902; la de Amós Salvador generalizándolo en 1906; la ley Rodrigáñez de 1902 endureciendo la garantía metálica de los billetes, determinando el plazo de amortización de los pagarés de Ultramar y prescribiendo la venta de la Deuda en poder del Banco, todas ellas discurren en la estela del villaverdismo. Todas, por cierto, en los primeros años del período considerado, porque debe decirse que cuando con una

mezcla de disciplina presupuestaria y acopio de oro vía derechos aduaneros, llegue a lograrse cierta estabilidad monetaria y cese el estado de necesidad, ya no se darán pasos ulteriores. El tiempo de las reformas fue posible con la peseta depreciada en torno a un 35 por 100 respecto a la paridad histórica, como ocurrió entre 1900 y 1905; al reducirse el desfase hasta promediar menos del 10 por 100, cual sucedió de 1906 a 1912, desapareció la urgencia y el momento de los reformistas. Por eso, y también por una continua precariedad política, todos los proyectos presentados a partir de entonces para alcanzar el oro decayeron en su tramitación parlamentaria. Lo que por cierto, no impidió al Banco quejarse de aquella efervescencia de proyectos, que, en cuanto afectaban a su especial status, le hacían vivir —son sus palabras—, «una especie de interminable período constituyente».

Y de hecho en los primeros compases del siglo, cuando algunos significados políticos trataron seriamente de reformar la organización monetaria española para quitarle sus vicios, yendo más allá de las quejas, el Banco de España se constituyó abiertamente en el principal bastión de oposición. Que ya lo había advertido en 1901 Fernández Villaverde (cito): «No cabe sostener que sea exclusivamente responsable el Banco de España de la equivocada política monetaria seguida entre nosotros por tanto tiempo; *pero puede bien serlo en adelante de la resistencia a corregir y reparar sus resultados*».

Lo fue, al menos en el período que se extiende hasta 1914, el año en que las excepcionales condiciones del entorno internacional, sumadas a la inestabilidad política interna, abren un paréntesis de cierta tolerancia en cuestiones monetarias. Problemas de mayor envergadura habían pasado a primer plano y en el ámbito monetario el cambio de prioridades se tradujo en repetidas elevaciones del máximo de emisión de billetes. El Gobierno empezó en agosto de 1914 autorizando al Banco de España a aumentar la emisión desde los 2.000 hasta los 2.500 millones de pesetas. Volvió a elevar el máximo en 1917, en 1918 y dos veces en 1919, hasta que la ley de Ordenación Bancaria colocó el límite en 6.000 millones. En muy corto espacio de tiempo el tope de emisión de billetes, cuyo mantenimiento tanto venía obsesionando a las autoridades españolas desde hacía casi cuatro decenios, terminó triplicado. Aparentaba el triunfo —que acabaría en definitivo— de la economía fiduciaria frente al metalismo. A las razones que hicieron definitivo el triunfo de lo fiduciario en España, dedicamos los próximos minutos.

A comienzos de los veinte la sensación de inestabilidad monetaria y cambiaria se hizo generalizada y la lucha para superarla se libraba en tres frentes. Keynes lo explicó magistralmente en 1923: había que elegir devaluación *versus* deflación, estabilidad de precios *versus* estabilidad del cambio y por último, decidir

sobre la cuestión del patrón oro. Y este era el orden. Primero había que optar entre recuperar el nivel de precios de preguerra mediante una deflación o estabilizar a los niveles de precios alcanzados, aceptando su desvalorización respecto al patrón anterior. Para después elegir entre mantener estables los precios interiores, aceptando que los cambios ajustasen una dispar evolución de precios en el resto del mundo; o bien estabilizar el cambio, dejando que los precios interiores se acomodaran a la evolución de los extranjeros. Finalmente, de tomar esta segunda opción, había que decidir si el patrón oro era una buena alternativa para conseguir el orden monetario a largo plazo.

Aunque muchos países soñaron con la deflación, entre los grandes, fue Gran Bretaña quien con más tesón la procuró, logrando por fin en 1925 el propósito último de retornar al patrón oro a la paridad de preguerra. Ni siquiera las dudas del propio autor de la medida, Winston Churchill —calificado hoy de «converso reacio»—, ni siquiera esas dudas, decíamos, impidieron que por un momento, la declaración de convertibilidad pareciera el pórtico de vuelta a tiempos dorados. Poco a poco, sin embargo, los dilemas sobre los sacrificios en términos de renta y empleo pronosticados por Keynes se fueron haciendo más evidentes, y tras el embate de la crisis de 1929, el patrón de preguerra reveló toda su rigidez. A la propia Gran Bretaña le resultó insoportable, y abandonó el oro en septiembre de 1931.

Francia se debatió entre la deflación deseada y la devaluación posible, aunque tomó tempranamente el segundo camino, pues el colapso del franco se hizo perceptible ya en 1919. En dicho año 100 francos empezaron costando 91 pesetas y terminaron en 48. Su valor estable durante decenios quedó reducido a la mitad frente a la moneda española sin que nunca volviera a recuperarse. La elección devaluadora fue solemnemente formalizada en junio de 1928 al sumarse al oro por la tercera parte de su paridad histórica. Con todo, el menor esfuerzo deflacionista le dio un margen de maniobra más amplio y el franco pudo permanecer en el patrón hasta 1936.

En lo que aquí interesa, diremos que España siguió tras la guerra una trayectoria suavemente deflacionista, que situó a sus precios en un punto intermedio entre la acusada reducción de los británicos y la abierta indisciplina de los franceses. Resultó ser una opción devaluadora frente a Gran Bretaña y deflacionista ante Francia y, como consecuencia, la peseta perdió terreno en relación con la libra y se lo ganó al franco. Sin embargo, las autoridades españolas no consiguieron en todo el decenio de los veinte dar la sensación de controlar el proceso y la impresión de volatilidad de la peseta sólo se desvaneció ocasionalmente. A menudo pareció a merced de fuerzas tan poderosas como ajenas, que impedían fijarla en un

valor estable, poniendo en evidencia las limitaciones de la ley Cambó en materia de control cambiario.

La segunda mitad de los veinte ilustra a la perfección esa sensación de inestabilidad. A finales de 1926 la peseta pareció pisar terreno firme, al coincidir la victoria en Marruecos con la nueva era del oro abierta por la convertibilidad británica. Por un momento España se dibujó como un candidato natural, con menos hipotecas que Francia, oro abundante en el Banco y un régimen político en busca de respetabilidad. De manera que la especulación impulsó una revalorización de la peseta, que en abril de 1927 alcanzó su mejor momento frente a la libra. Pero tan rápidamente como ascendió descendió, desde el mismo instante en que se hizo patente que el compromiso con el oro volvía a dar vértigo a las autoridades españolas, conscientes de la fragilidad de la situación. De inmediato, además, la inestabilidad política pasó a ser el factor dominante y unió su destino a la inseguridad de los cambios. «Mientras no estabilicemos políticamente a España —recordaba años después Calvo Sotelo haber insistido al general Primo de Rivera—, mientras no estabilicemos políticamente a España, será tiempo perdido acometer la estabilización monetaria». El término «estabilizar» había saltado de la economía a la política, buena ilustración de los vuelos que el problema cambiario había llegado a alcanzar.

La preocupación decidió a las autoridades a buscar consejo, y fruto de dicha búsqueda resultaría un documento luminoso para la historia monetaria española. Nos referimos al Dictamen de la Comisión del Patrón Oro, debido a Flores de Lemus. El Dictamen en cuestión, fue emitido en 1929, y en él, tras un exhaustivo análisis de lo que había sido la historia monetaria española en los decenios anteriores, se desaconsejaba la adscripción de la peseta al oro en ese preciso momento. En lo que a este discurso interesa, diremos que el motivo último era la frágil estabilidad del Presupuesto español, que si bien por entonces parecía en camino de recuperar el equilibrio, seguía considerándose incapaz de sostenerse en coyunturas adversas. Y si bien adscribirse al oro eliminaba los costes asociados a la volatilidad del cambio, los miembros de la Comisión ponderaban más los costes que hubieran sobrevenido de ligar la peseta al oro, para después volver al régimen fiduciario si las finanzas públicas así lo requiriesen. Como alternativa, propusieron un sistema de intervención en el mercado de cambios para combatir los efectos de movimientos puramente especulativos, en tanto se perseveraba en el control del Presupuesto. Mientras no se redujeran las necesidades públicas de crédito la recomendación era aplazar la adopción del oro.

Sabio consejo, pues los acontecimientos que sobrevinieron en los años siguientes, tanto en España como fuera y así en el dominio de la economía como

en el político, estaban fuera de toda previsión racional en junio de 1929, pero, entre otras cuestiones, dieron al traste con el patrón oro. Cuando menos, la prudencia del Dictamen libró a España de participar en la agonía, ya que no disfrutó de los tiempos genuinamente dorados.

\* \* \*

Y concluimos. La organización monetaria de la Restauración ofrece perfiles complejos y aun contradictorios cuando se intenta hacer una valoración ponderada de su configuración, funcionamiento y resultados. Su naturaleza dual, con una completa y constante separación entre la circulación metálica y la fiduciaria no invita al optimismo. Sin embargo, cuando se examinan los resultados en el largo plazo en términos de precios, se tiene la sensación de que fueron razonablemente aceptables. Pues la inflación del período en promedio estuvo por debajo del 1 por 100 anual; un poco más elevada que la británica pero menor que la francesa e italiana, por ejemplo.

En nuestra opinión, dos factores explican este comportamiento. Por una parte, el tipo de cambio de la peseta actuó de alarma ocasional cuando se desviaba de la paridad histórica, ejerciendo un impulso hacia la moderación y de retorno al equilibrio, que impidió a las autoridades un uso sin freno del régimen fiduciario. Por otra parte, el segundo protagonista de la cuestión monetaria junto a la Hacienda, el Banco de España, mantuvo siempre una visión financiera y no monetaria, que le hizo preocuparse de continuo por el valor y las garantías del billete. Ambos factores, el cambio y la perspectiva financiera de un banco en esencia privado, determinaron una defensa del valor de la peseta interno y externo que sorprende en una organización monetaria con tantos defectos formales y problemas potenciales como aquella. Fue el triunfo del pragmatismo frente a la brillantez.

Aunque, ciertamente, el juicio no puede quedar ahí, porque el sistema sí tuvo costes, más allá de la estética y a despecho de la relativa estabilidad macroeconómica alcanzada. Para empezar sostuvo la indisciplina de las finanzas públicas al convertir la financiación del déficit en un problema secundario evitando que la Hacienda hubiera de enfrentarse con la cuestión incómoda pero necesaria del equilibrio en el presupuesto y, sobre todo, con la reforma en la tributación. Pero es que además, el sistema trastocó la asignación eficiente de recursos financieros, impidiendo operar con un mínimo de libertad a los tipos de interés y creando circuitos privilegiados a favor de los títulos públicos, que probablemente tuvieron como contrapartida racionamientos en el crédito privado. Sin olvidar que otorgó unos privilegios desmesurados al Banco de España, traducidos en poder sobre la política monetaria, beneficios y acumulación desproporcionada de oro.

Un sector público atrasado y una organización financiera deficiente debieron ser rémoras para el crecimiento económico de España. Desde nuestro punto de vista, aquí hubo de estar, más que en la desconexión de los mercados de capitales internacionales y un pretendido proteccionismo monetario, el pasivo principal. El pasivo principal de la no incorporación de la peseta al oro (¡que nunca salida!) durante la Restauración.