

ESTUDIO INTRODUCTORIO

En diciembre de 1930, a sugerencia del economista francés Pierre Quesnay, primer director del Servicio de Estudios del Banco de Francia y en medio de un enconado debate sobre la estabilización de la peseta, se creó el Servicio Estudios del Banco de España. El Servicio inició sus actividades el 2 de enero de 1931. Su organización, similar al análogo departamento del Banco de Francia se estructuraba en tres secciones «...una destinada a los estudios económicos y financieros y monetarios; otra de traducciones, documentación, biblioteca y de las relaciones del Banco de España con otros bancos emisores; y la tercera para preparar la estabilización de la peseta» (Martín-Aceña 2000: 19). Inicialmente fueron contratados dos de los más prestigiosos economistas españoles: el abogado del Estado José Larraz y el estadístico-economista Olegario Fernández-Baños, quienes ocuparon los cargos de subdirectores del Servicio. Por diversas razones, nadie desempeñó, salvo un periodo de tres meses durante el cual el economista catalán Miquel Vidal i Guardiola asumió la dirección, el puesto de director del Servicio que quedaría vacante en toda la década de los 30. De este modo, en la práctica, la dirección fue asumida por los dos subdirectores. Sin embargo, José Larraz, por diversas razones renunció a su puesto y fue sustituido por acuerdo del Consejo del Banco de España de 7 de diciembre de 1931 por Germán Bernácer. Fue el propio Olegario Fernández Baños quien sugirió a Bernácer la posibilidad de integrarse en el Servicio. Ambos apenas se conocían personalmente, pero no cabe duda de que apreciaban la competencia profesional respectiva, pues Fernández Baños publicó varios artículos en la *Revista Nacional de Economía* siendo miembro del Comité de

Dirección de la revista Germán Bernácer. Además, como este último, tenía una formación matemática y estadística que no era muy común entre los economistas españoles de la época. Todos los detalles acerca del papel de Fernández Baños, las dudas de Bernácer para aceptar el puesto por las condiciones económicas que se le ofrecían, su interés por la posibilidad de acceder a una posición en la que podría desarrollar sus capacidades analíticas en el campo de la economía, su proyección personal, su demostrada competencia para ocupar tal puesto, su nombramiento el 7 de diciembre de 1931 y su final incorporación al Servicio han sido narradas con minuciosidad por Pablo Martín Aceña (Martín Aceña 2000: 26-29). También Martín Aceña ha descrito las tareas que desempeñó el economista alicantino en sus primeros años como jefe del Servicio de Estudios del Banco de España, sin que los convulsos acontecimientos económicos que se sucedieron durante la II República afectaran a su independencia. El Servicio tenía encomendada la elaboración de una serie de documentos internos en los que se analizaban diversos aspectos de la economía española, la organización de una enorme cantidad de material estadístico y la redacción de una memoria anual (Martín Aceña 1983). Todas estas tareas las realizaban conjuntamente los miembros del Servicio de Estudios. Se sabe, sin embargo, que a Germán Bernácer se le encargó que completara semanalmente un informe sobre la situación económica y financiera de las economías capitalistas para asesorar al Consejo del Banco de España. Estos informes fueron catalogados como *Colección de crónicas del boletín semanal* (1932-1936) y permanecían en el archivo del Banco de España. Gracias a la iniciativa de Josep Forcadell y Josep-Antoni Ybarra, y a la generosidad de los archiveros del banco, se publican estos informes que hasta este momento estaban solo al alcance de los investigadores. Además, a Bernácer corresponde la autoría de los dieciocho informes internos de periodicidad aproximadamente trimestral titulados «Situación y perspectiva económico-financiera española» que se elaboraron desde abril de 1932 a abril de 1936, y los suplementos estadísticos que los acompañan, aunque estos últimos quizás no los completara en solitario (*Situación y Perspectiva* 1932-1936). Estos trabajos, que no se incluyen en esta edición, contienen breves comentarios sobre la evolución de un conjunto de variables relativas a la economía española como el tipo de cambio, la cotización de los principales valores de la bolsa, la situación de los balances de la banca, las cuentas de las empresas ferroviarias, la producción agrícola

e industrial, la evolución de los precios, el paro obrero o las cuentas del comercio exterior. Además, cada uno de estos informes internos finaliza con un apartado final titulado «Resumen», en el cual Bernácer introduce comentarios específicos sobre la depresión económica en España, las políticas específicas puestas en práctica por el Gobierno e incluso realiza predicciones económicas sobre algunos aspectos puntuales de la economía española. Estos informes y los suplementos estadísticos estarán a disposición del público en breve en la página web del Banco de España¹.

La *Colección de crónicas del boletín semanal* es un extraordinario documento sin igual en la literatura económica española de los años treinta del siglo XX. Durante la II República algunas publicaciones periódicas hicieron un estrecho seguimiento de los acontecimientos económicos internacionales que convulsionaron las economías capitalistas. La singularidad de estos informes radica, a diferencia de otros trabajos similares de economistas españoles, en que Bernácer interpreta todos estos hechos utilizando su original teoría de las fluctuaciones económicas –la teoría de las disponibilidades líquidas como él la bautizó–, la cual le sirve para valorar no solo el dramático curso de los acontecimientos económicos monetarios y financieros del periodo 1932-1936, sino también las políticas de los diversos gobiernos para atajar el desempleo y la deflación que asolaban todas las economías capitalistas. Aunque se trata del relato de un observador neutral desde un país de la periferia europea que no había sido particularmente golpeado por la crisis, la prosa de Bernácer nos sumerge en el clima pesimista y conflictivo que generaron las turbulencias económicas en todo el mundo capitalista: el progresivo empeoramiento de las condiciones económicas, las tensiones políticas que ello generó, la impotencia de los gobiernos para afrontarlas, el enrarecimiento de las relaciones económicas internacionales, las agresivas políticas comerciales y cambiarias, y las trágicas consecuencias sobre el empleo y los precios. Se trata, por tanto, de una crónica viva, que nos sumerge en la atmósfera económico-financiera de la Gran Depresión, de la cual las frías cifras de la historiografía, apenas nos hablan.

1. Además, estos informes van acompañados en la mayor parte de los casos por una serie de cuadros estadísticos con información acerca de las variables que se comentan en *Situación y perspectiva* (1932-1936), con el título *Cuadros estadísticos relativos a la situación y perspectiva económico-financiera en España* (1932-1936). Se trata de 12 documentos.

No existen rastros en el archivo personal de Bernácer, situado en el edificio que lleva su nombre en la Universidad de Alicante, de estos documentos y solo de forma excepcional han sido mencionados y casi nunca utilizados por los historiadores de la ciencia económica, pese a que su existencia era conocida por alguno de los especialistas. Es por eso que el lector tiene en sus manos un relato de la Gran Depresión inédito, realizado por un testigo cualificado y excepcional, capaz de interpretar los acontecimientos económicos con la precisión y convicción que le otorga el disponer de una bien dotada «caja de herramientas» teóricas, instrumentos que el mismo Bernácer había construido a lo largo de casi dos décadas. Estos informes son el producto intelectual más extraordinario que sale de su pluma durante los años 30, y un reto fascinante para Bernácer. Ciertamente, las *Crónicas*, en coherencia con su liberalismo social, transmiten un sentimiento de dolor y humanidad por la consciencia del sufrimiento que subyace a las frías pero terribles cifras económicas que mostraban las economías occidentales en el periodo 1932-1936. Sin embargo, también transparentan un interés intelectual por conocer el funcionamiento de las economías capitalistas en un periodo de profunda depresión, algo razonable en un economista que había dedicado la mayor parte de sus esfuerzos intelectuales a teorizar sobre las crisis económicas. La Gran Depresión ha sido y todavía es un extraordinario laboratorio para los economistas interesados en las fluctuaciones económicas. Y para Bernácer un experimento para poner a prueba la validez de su teoría y su capacidad de explicar el origen, la naturaleza y las causas profundas de las depresiones económicas. Y desde luego, el economista alicantino lo debió interpretar de este modo y con resultados positivos, pues los acontecimientos económicos no modificaron en ningún aspecto sustancial su modelo interpretativo de las fluctuaciones económicas.

Las *Crónicas* en el contexto de las publicaciones de Bernácer desde 1928 hasta el estallido de la Guerra Civil española

Los trabajos «El ciclo económico» (I) y (II) publicados en los números 66 y 67 respectivamente de la *Revista Nacional de Economía* en 1926, completaban y matizaban algunos aspectos teóricos de la teoría de las fluctuaciones económicas tal como aparecían en su celebrado trabajo de 1922 «La teoría de las disponibilidades líquidas como interpretación

de las crisis económicas y del problema social» (Bernácer, 1922, 1926, 1926a). De algún modo, esos artículos cerraban un fructífero periodo de reflexión teórica que había durado casi una década. Tras dos años de silencio, Bernácer retomó sus publicaciones con una temática diferente en cuanto que dirigió su atención hacia los problemas económicos que ocupaban la actualidad de la opinión pública española a finales de los años veinte. Aunque las cuestiones de economía aplicada y política económica no eran una novedad en la trayectoria de Bernácer, como demuestran los cinco artículos que publicó en la revista *España*, el artículo periodístico rechazado en 1918 por la redacción del diario *El Sol* o el trabajo «Discurso sobre los cambios» en la *Revista Nacional de Economía* (Bernácer 1924), es perceptible, a partir de 1928 y hasta 1932, un mayor interés por la economía aplicada que se plasma en una serie de trabajos sobre la estabilización de la peseta, la adopción por parte de España del patrón oro y la efectividad de la política monetaria del Banco Central.

A partir de 1932, sin embargo, y a raíz del impacto en España del *A Treatise on Money* –Tratado sobre el dinero– (1930), principal trabajo monetario de John Maynard Keynes, Bernácer retoma sus trabajos teóricos, reelaborando formalmente su teoría de las fluctuaciones económicas adaptándola a la moderna retórica científica que tomaba la economía durante los años 30. Por entonces, como se ha mencionado, formaba parte del Servicio de Estudios del Banco de España, de tal modo que el modelo teórico que desarrolla a lo largo de seis artículos que publica en la revista *Economía Española*, al que se suman la teoría del tipo de cambio, las reflexiones sobre el patrón oro y la política monetaria que desarrolla en los artículos anteriormente mencionados, ofrecen el marco teórico que servirá a Bernácer para analizar los acontecimientos económicos que se sucedieron de 1932 a 1936 y que son el objeto de análisis de las *Crónicas*.

Bernácer ante la estabilización de la peseta y el debate sobre la implantación del patrón oro en España

La exclusión de España del patrón oro, el sistema monetario internacional adoptado por la mayor parte de las potencias capitalistas occidentales en el último tramo del siglo XIX, es la larga historia de un fracaso cuyos orígenes se remontan a principios de los años setenta de dicho siglo. El último gobierno de la I República ante la desesperada situación en que se encontraban las arcas públicas, otorgó el monopolio

de emisión al Banco de España en contrapartida por un crédito de enormes dimensiones. Desde ese momento, y a consecuencia de los recurrentes déficits presupuestarios, el recurso al crédito del banco central se convirtió en una práctica habitual. A ello se sumaron las dificultades de las cuentas exteriores que resultaron a la altura de 1883 en la imposibilidad de mantener el patrón bimetálico (oro y plata) y la convertibilidad de la peseta en oro establecidas ambas durante la I República (Tapia 1998). El sistema del patrón oro, de forma similar a como lo hace hoy en día la adopción de una moneda común en la Eurozona, comprometía a los países que formaban parte del mismo a una disciplina financiera para mantener la paridad con el oro, es decir, un tipo de cambio fijo. Así, la política doméstica, tanto en el ámbito monetario como fiscal, se subordinaba a la estabilidad del tipo de cambio, por medio de unas «reglas de juego» que los países miembros debían cumplir². Sin embargo, el sistema también gozaba de ventajas en cuanto que facilitaba los intercambios comerciales gracias a la mencionada estabilidad del tipo de cambio, garantizaba la libre circulación de capitales e imponía a los gobiernos de los países miembros la disciplina monetaria y presupuestaria, la denominada «Good House Keeping Seal of Approval» (Rockoff 1996). Por tanto, España quedó aislada de la economía internacional en cuanto que la mayor parte de los países capitalistas habían adoptado el patrón oro. Peor aún, los sucesivos gobiernos tuvieron las manos libres para implementar una política económica más laxa, que en el largo plazo resultó perjudicial para la economía española.

Posteriormente, el Gobierno español intentó en dos ocasiones volver a la disciplina del patrón oro. La primera, tras el auge económico que experimentó la economía española en la primera posguerra mundial a causa de las exportaciones a los países beligerantes y el aumento de las inversiones extranjeras. Todo ello resultó en un enorme aumento de las reservas de oro del Banco de España. En este contexto, el entonces

2. Estas «reglas de juego» eran, básicamente, la manipulación del tipo de descuento del banco central y la emisión de dinero en proporción al encaje oro. En caso de déficit de la balanza comercial, el banco central se comprometía a aumentar el tipo de descuento, lo cual impactaba directamente en el tipo de interés, y a reducir, por medio, por ejemplo, de la compra de bonos, la masa monetaria de la economía. Estas políticas, obviamente, resultaban en un doloroso ajuste que causaba reducción de salarios y desempleo en el corto plazo. Y viceversa en caso de superávit comercial. El término «reglas de juego» es atribuido a Keynes quien lo introdujo en su trabajo «Economic Consequences of Mr. Churchill» (1925). McKinnon (1997: 80).

ministro de Hacienda Augusto González Besada planteó la vuelta a la convertibilidad oro de la peseta (Martín Aceña 1984: 40-42). La segunda, en los últimos años de la Dictadura de Primo de Rivera, coincidiendo con la restauración del patrón oro en las principales economías capitalistas. El paso previo a la adopción del patrón oro era la estabilización de la peseta, cuya cotización conoció una notable volatilidad en la segunda mitad de la década de los veinte. Durante la totalidad de 1926 y la primavera de 1927, la peseta experimentó una pronunciada alza en su cotización que pasó de 14,15 centavos de dólar a 17,64 en abril de 1927, momento en que la tendencia se quiebra y se inicia una prolongada caída que llevó su cotización a 13,78 centavos en diciembre de 1929. Sin embargo, el ministro de Hacienda, José Calvo Sotelo, se abstuvo de tomar ninguna medida confiando en que el propio mercado de divisas restauraría el valor de la divisa española. La devaluación de la moneda, naturalmente, causó la retirada de capitales a corto plazo, lo cual incidió aún más en el descenso de la cotización, a la que se sumó el importante aumento del precio del oro. No obstante, los precios internos en términos de pesetas-papel se mantuvieron relativamente estables desde 1928, aunque a partir de 1932 y hasta 1933 experimentaron un cierto descenso. Por el contrario, la caída de esos precios internos en términos de pesetas-oro fue dramática, pues entre 1929 y 1932 se redujeron en un 50 por ciento, causada en gran parte por el creciente precio del metal áureo (Martín Aceña 1984: 128-138, 190-205, 216-259). Naturalmente, ello generó un amplio debate en la opinión pública en el que participaron políticos, publicistas y economistas. Los puntos de vista respecto a la estabilización de la peseta oscilaban entre la depreciación y la apreciación, pasando por los que sostenían que la mejor fórmula era dejar a la divisa española fluctuar libremente hasta que encontrara su valor real o de equilibrio sin que tuvieran que intervenir las instituciones cambiarias, en este caso, los recién creados Centro Regulador de Operaciones de Cambio y el Centro Oficial de Contratación de Moneda (Tortella-García 2013).

El debate sobre la estabilización de la peseta tuvo como primer acto la publicación de un artículo del político y economista catalán Francesc Cambó el 23 de noviembre de 1928 en el que se mostraba partidario de la estabilización de la peseta señalando los problemas que para el cambio suponía el déficit causado por los presupuestos extraordinarios. Además, señalaba que la revaluación de 1926 se diseñó para

atraer capitales extranjeros pero no en base al valor real de mercado de la divisa española (Hernández Andreu 1991: 3-4)³. La respuesta de Calvo Sotelo también en la prensa diaria, dio lugar a una sucesión de artículos de réplica y contrarréplica que se extendieron a lo largo de los meses de noviembre y diciembre de 1928. Su publicación preparó el ambiente para la creación de una comisión que más adelante mencionaremos y la celebración de un debate con gran relevancia pública en el que participaron algunos de los más brillantes economistas españoles, entre ellos, el propio Bernácer.

La primera intervención de Bernácer en el debate se produce con el artículo «El cambio, el comercio exterior y la balanza de pagos» publicado en la *Revista Nacional de Economía* (Bernácer 1928). Este trabajo, recordemos de nuevo la importancia de esta revista en el ámbito económico y financiero español, es una respuesta con «la modestia de mi nombre» a los mencionados artículos de Cambó. No es este el lugar para exponer las coincidencias y discrepancias de Bernácer con los argumentos expuestos por el político catalán, pero destacaremos que, a su juicio, la peseta debería depreciarse para que la estabilización se produjera a un tipo real «... es decir, el que se da en la práctica como efectivo y natural, como verdadero valor de la moneda no influenciado por anomalías de ningún género» (Bernácer 1928: 363, 376). Se refiere Bernácer al valor artificioso que podría ser el resultado de la intervención de los organismos anteriormente mencionados. En este contexto «... el procedimiento de revalorización... sería fatal para nuestra economía. Ni siquiera revalorización parcial; hay que consolidar la depreciación actual de nuestra moneda, conservar el valor interno que ahora tiene» (Bernácer 1928: 375). Además, Bernácer, sin tomar partido en la polémica sobre el patrón oro, señala sus ventajas, inconvenientes y la contradicción que supondría la integración de la peseta en el patrón oro con las medidas arancelarias que sus proponentes también sugerían (Bernácer 1928: 378).

Parece ser que el artículo de 1928 de Bernácer tuvo cierta repercusión y no solamente en los círculos económicos, financieros y monetarios

3. Los presupuestos extraordinarios de la Dictadura fueron una treta financiera ideada con el fin de contabilizar los gastos extraordinarios fuera del presupuesto creando una apariencia de equilibrio. El ministro Calvo Sotelo, partidario de la ortodoxia financiera y por tanto del equilibrio presupuestario, argumentaba que, si el déficit estaba controlado y tenía una tendencia a la disminución, el estado podía emprender grandes inversiones públicas que debían computarse en los presupuestos extraordinarios (Prieto 2013).

como era habitual –los «fetichistas del cambio» como denomina Bernácer a los defensores de un alto valor de la divisa–, sino también en el ámbito de los economistas. En contraste con el punto de vista de Bernácer, muchos de estos últimos consideraban «... la revalorización como una solución ideal a la que no debe renunciar una nación cuya moneda tiene una depreciación del 20 por ciento» (Bernácer 1929: 3). A juicio de Bernácer, tal planteamiento tiene raíces más profundas: la utilización de una teoría monetaria obsoleta (Bernácer 1929:3). Con el fin de responder a estas críticas, Bernácer publica una trilogía titulada *La técnica de retorno al patrón oro* (Bernácer 1929, 1929a, 1929b) en la cual ofrece una fundamentación teórica del valor de la moneda, es decir una teoría del tipo de cambio en el contexto de una crítica más amplia de la ortodoxia monetaria de la época, la conocida como teoría cuantitativa del dinero, y un método de estabilización de la peseta⁴.

En el primero de estos tres trabajos, Bernácer señala que la definición del valor de una moneda debe hacerse respecto a algo, ya sea el oro o, mejor, respecto a las demás mercancías, puesto que una unidad absoluta de valor es utópica (Bernácer 1929: 7)⁵. Por tanto, es crucial para resolver este problema determinar el nivel de precios de todas las mercancías y su evolución en el tiempo. Y he aquí la conexión con la teoría de las fluctuaciones económicas, pues como veremos en el siguiente epígrafe, Bernácer identifica los periodos de crisis y los de prosperidad con la disminución y el aumento de precios. Y, por tanto, la teoría del tipo de cambio se enmarca dentro de una crítica más amplia de la teoría cuantitativa del dinero⁶. Con este fin, Bernácer desarrolla

4. El abandono del patrón oro, y por tanto, de los tipos de cambio fijos al estallar la Primera Guerra Mundial, dio paso a un periodo de tipos de cambio flotantes entre las principales economías capitalistas dando lugar a la transformación de los mercados internacionales de cambios de divisas –es el periodo en el que aparecen los *forward markets* y las transferencias por medio del telégrafo– y a un examen teórico de cuestiones tales como la especulación, la eficiencia de los mercados de divisas, la doctrina de la paridad del poder adquisitivo como explicativa del nivel de los tipos de cambio, y los factores que determinan el equilibrio de los tipos de cambio (Frenkel 1980).

5. Aunque en estos trabajos Bernácer desarrolla con amplitud los más significativos aspectos de su teoría del tipo de cambio, años antes, en 1924, ya se había ocupado en el artículo publicado en la *Revista Nacional de Economía* «Discurso sobre los cambios» de esta cuestión (Bernácer 1924).

6. La teoría cuantitativa del dinero remonta sus orígenes al siglo XVI cuando Martín de Azpilicueta y Jean Bodin la formularon por primera vez. Posteriormente Henry Thornton y David Hume la situaron en el centro del programa científico de la economía clásica. En el periodo 1870-1914 la teoría fue reformulada por los trabajos de Irving Fisher y Alfred Marshall, resultando en dos versiones de la misma: el enfoque transaccional de Irving Fisher y el de los flujos de caja de Cambridge que se debe a Alfred Marshall. De este modo,

una argumentación que desemboca en una ecuación que establece una relación entre la demanda y oferta monetarias ofreciendo una alternativa a la determinación de los precios:

$$V = \frac{\text{Producción} \pm \text{Variación de stocks} \pm \text{Saldo de la balanza mercantil}}{\text{Retribuciones} \pm \text{Variación de las acumulaciones} \pm \text{Saldo monetario}} \quad (1)$$

A su juicio, esta

expresión difiere esencialmente de la que tiene la ecuación monetaria en los cuantitativistas, los cuales colocan en el numerador un vago término representativo de la (obra que ha de llevar a cabo la moneda), y en el denominador, además de toda la moneda circulante, un término no menos nebuloso para representar la moneda crediticia, y, en general, aquellas operaciones realizadas sin intervención efectiva de moneda. Nuestra fórmula, en vez de enlazar el valor de la moneda con imprecisas magnitudes indeterminables, lo articula directamente a los fenómenos básicos de la economía, lo que permite sistematizar y depurar las causas de la revalorización tanto como de la desvalorización, y sobre todo precisar sus efectos. Lo que haremos en artículos inmediatos (Bernácer 1929: 15).

La expresión «técnica de retorno al patrón oro», precisamente, se refiere a la forma de lograr que la ecuación (1), que expresa el valor oro de la moneda, «alcance la unidad, es decir la paridad». Esta paridad se puede alcanzar elevando el valor del dividendo de la ecuación por encima del crecimiento del divisor, es decir lo que denomina revalorización, o por la «técnica de la desvalorización», justo al contrario (1929a: 4). Bernácer analiza estos métodos en los dos últimos artículos de la trilogía, inclinándose por el último, es decir, por rebajar el valor teórico o valor de la peseta oro (una peseta compra 29 centigramos de oro, la llamada peseta oro) hasta hacerlo coincidir con el real (24.5 centigramos de oro por peseta). Cabe decir que a diferencia de los argumentos manejados por algunos economistas españoles que atribuían la caída de la peseta a problemas hacendísticos, algo que no niega, Bernácer otorga más importancia al fenómeno de la revalorización del oro a consecuencia de «las condiciones generales del mundo, la reconstitución de las reservas oro de los grandes bancos y algunas otras causas» (Bernácer 1929: 6).

la teoría cuantitativa del dinero ocupó una posición central en la economía monetaria en los primeros años del siglo XX, alcanzado de este modo su máximo esplendor. De una forma en exceso simplificada podemos afirmar que la principal proposición de la teoría consiste en que existe una relación directa entre el nivel de precios y la cantidad de dinero. De esta simple proposición se derivan otras como la neutralidad del dinero o la imposibilidad de influir en la economía real a través de la política monetaria (Laidler 1991).

Esta revalorización suponía, naturalmente, un menor valor de la peseta en términos de oro.

Esta teoría del tipo de cambio podría emparentarse con los planteamientos que en la década de los 60 del siglo xx que vinculaban el tipo de cambio a la productividad de los artículos exportables, a la vez que criticaban la teoría de la paridad del poder adquisitivo de Cassel⁷. Este aspecto de la teoría del tipo de cambio de Bernácer resulta más visible en el trabajo «La depreciación de la moneda española» también publicado en la *Revista Nacional de Economía*, donde profundiza en los factores que determinan el tipo de cambio de una moneda:

La razón íntima del cambio [...] si la tuviera que exponer de forma sintética [...] reside en la eficacia productora relativa de nuestra economía, expresada en unidades monetarias [de tal modo que] ... nuestra peseta valdrá en moneda oro lo que valgan en el mercado internacional los artículos que podamos colocar allí por una peseta [...] y [...] el cambio variará establemente siempre que varíe el valor interior de los artículos exportables que pueden colocarse en el mercado internacional por una suma alzada de pesetas (Bernácer 1930: 418).

Por tanto, un aumento de los costes unitarios de las mercancías exportadas, ya sea por un aumento del coste de la mano de obra, una peor organización de la producción o un aumento de los impuestos para financiar una mayor burocracia u otros factores, afectan a la productividad de una economía y por tanto al nivel del tipo de cambio.

Apenas terminó de publicarse la trilogía «La técnica de retorno al patrón oro», se dio a conocer el *Dictamen de la Comisión nombrada por Real Orden de 9 de enero de 1929 para el estudio de la implantación del patrón oro*. La Comisión, como se ha mencionado, fue el resultado de la polémica Cambó-Calvo Sotelo y es uno de los documentos más extraordinarios en el campo de la economía monetaria aplicada en España. La Comisión estaba formada por diecisiete expertos y liderada por Antonio Flores de Lemus, a quien, además, algunos especialistas han atribuido su autoría (Velarde 1961). Antonio Flores de Lemus era la autoridad más respetada en economía en España. Formado en Alemania con los

7. En 1964, los trabajos de Paul Samuelson («Theoretical Notes on Trade Problems») y Bela Balassa («The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal») publicados de forma independiente criticaron la versión absoluta de la teoría de la paridad del poder adquisitivo de Cassel, introduciendo un concepto que más tarde se conoció como efecto Balassa-Samuelson que establecía una relación entre el aumento de la productividad en el sector de los bienes de exportación y la apreciación del tipo de cambio (Asea-Corden 1994).

grandes maestros historicistas había desarrollado una forma original, en algunos aspectos ecléctica, de aproximarse a los problemas económicos de España. Pero no solamente eso. Con la excepción de Bernis, Fernández Baños y del grupo de economistas valencianos alrededor de José María Zumalacárregui, la práctica totalidad de los economistas profesionales españoles, recibieron directa o indirectamente el magisterio de Flores de Lemus y muchos lo reconocían como maestro. Es importante recalcar todo esto, para ponderar con exactitud la audacia de Bernácer cuando analiza críticamente el Dictamen a lo largo de dos artículos con el título «Más sobre el patrón oro» con el fin de expresar un «parecer, diferente del que se nos da como maduro fruto de las más altas autoridades de la ciencia oficial y de la experiencia profesional» (Bernácer 1929c: 195, 1929d). Se trata por tanto de un desafío al núcleo de la economía académica española y a uno de los productos intelectuales más elaborados del mismo. Naturalmente, ello era el resultado de su «convicción personal» en la superioridad analítica de su teoría económica frente al planteamiento de la Comisión. En particular, Bernácer señala que el *Dictamen* se basa en una «teoría de la circulación monetaria» que parece identificar con la teoría cuantitativa y en una teoría del tipo de cambio «que considera como factores económicos del cambio a la vez el nivel relativo de los precios y el desnivel de la balanza de pagos» (Bernácer 1930: 417). Desde luego, la vehemente retórica y la acerada crítica a numerosos aspectos centrales, formales y periféricos del *Dictamen* demuestran la sinceridad de la convicción de Bernácer.

En 1932, ya como miembro del Servicio de Estudios del Banco de España, Bernácer cierra su colaboración en la *Revista Nacional de Economía* con un trabajo sobre una cuestión que había planteado en España el economista catalán Cristóbal Massó, miembro, como Bernácer, del Comité de Dirección de la revista, a raíz de la reforma de la ley de Ordenación Bancaria: las operaciones de mercado abierto⁸. De forma simplificada, estas operaciones consistían en la compra o venta de valores, básicamente bonos en manos del público, con el fin de retirar o aumentar la liquidez de la economía según conviniera a la autoridad monetaria. Durante los años 20 fueron el principal instrumento de la política de la Reserva Federal americana y formaron parte

8. En 1931, la reforma de la Ley de Ordenación Bancaria convirtió al Banco de España en un auténtico banco de bancos y en prestamista de última instancia (Tortella-García 2013).

de la ofensiva monetaria de la Administración Hoover en los primeros años de la depresión, particularmente en 1932. En nuestros días, han alcanzado nuevo protagonismo durante la crisis financiera de 2007-2009 en Estados Unidos bajo la denominación de *Quantitative Easing*, extendiéndose esta práctica a los bancos centrales europeos y japonés como una de las estrategias centrales para hacer frente a la recesión (Bordo-Sinha 2016). Bernácer estimaba que los efectos de la compra de activos financieros por el banco central, dependían del destino de las disponibilidades creadas por dicha compra. Si el destino final era el consumo o la inversión, la política tendría efectos positivos sobre los precios y la demanda. Si no era así, los efectos serían nulos. La cuestión clave era qué ocurriría en un periodo de depresión. Como analizaremos en el epígrafe siguiente, Bernácer no era muy optimista al respecto. Finaliza Bernácer el artículo sugiriendo una idea que se introdujo, de forma y en circunstancias diversas, en la gestión de la política monetaria a partir de los años 80 del siglo XX, fruto de la influencia de las revoluciones monetaristas y de las expectativas racionales: la independencia de los bancos centrales respecto a los gobiernos en cuestiones relativas a la política monetaria con el fin de evitar «los temidos peligros de la inflación, [que] solo vienen del uso inmoderado de la emisión como un medio de alimentar los despilfarros públicos a que se pueden sentir inclinados los gobernantes por razones políticas» (Bernácer 1932: 867).

Germán Bernácer y el *A Treatise on Money* de Keynes

Poco después de este intenso debate, Bernácer retomaría sus trabajos teóricos en seis artículos que publicaría en la revista *Economía Española*. Esta revista, editada por Unión Económica, institución que trataba de agrupar a todas las patronales empresariales españolas, era el producto más visible de este lobby económico, cuya finalidad fundamental era la defensa de la economía de mercado y los intereses económicos de los empresarios. De cualquier modo, la revista editada en el seno del centro de estudios creado para tal fin, se convertirá a partir de 1933 en la publicación económica española más importante del periodo, referencia en el mundo económico y financiero, y contará con una notable participación de los economistas profesionales españoles.

A lo largo de estos seis artículos, Bernácer llevará a cabo la reconstrucción formal del modelo de las fluctuaciones económicas, que, como se demostrará a continuación, fue el resultado del impacto que

tuvo en España la publicación en 1930 del *Treatise*. Sus dos volúmenes culminan un largo trabajo de investigación en el campo de la teoría monetaria que Keynes inició en 1923 tras la publicación del *A Tract on Monetary Reform – Tratado sobre la reforma monetaria–*. El resultado final es la refutación definitiva de la ortodoxia monetaria neoclásica representada por la teoría cuantitativa del dinero en la versión del economista Alfred Marshall, también conocida como ecuación de Cambridge⁹. El *Treatise*, sin duda su más importante trabajo en el campo de la teoría monetaria, aborda cuestiones de gran interés para los economistas monetarios como la naturaleza del dinero, los diversos métodos de medición de los precios por medio de los números índices, los tipos de estándares monetarios, la aplicación de la teoría a episodios históricos y cuestiones de política. Desde nuestro punto de vista, es decir, del impacto del trabajo de Keynes en Germán Bernácer, el interés reside en las principales ideas teóricas del *Treatise* que se abordan en el Volumen I y que Meltzer reduce, básicamente, a cuatro cuestiones principales: una teoría del ciclo económico en la cual los cambios en la demanda de dinero reflejaban las expectativas; una teoría de la política monetaria que relaciona la política del banco central con la fluctuación de los precios y los cambios de la inversión; la extensión de la teoría a una economía abierta; y, finalmente, la relación entre ahorro e inversión expresada en las ecuaciones fundamentales (Meltzer 1988: 61-62). Estas ecuaciones fundamentales vinculaban los precios a los costes, y, aún más significativamente, a las diferencias unitarias entre ahorro e inversión. La primera ecuación se define para una economía en la que solo existen bienes de consumo. La segunda ecuación, sin embargo, se define para la totalidad de la economía y, por tanto, refleja el nivel general de precios. Como se verá, esta segunda ecuación es el punto de referencia que utiliza Bernácer para ilustrar los paralelismos de su teoría del ciclo con la de Keynes en el *Treatise*.

9. En el *Tract*, Keynes puso en duda uno de los presupuestos centrales de la teoría monetaria clásica y neoclásica: la independencia de las variables reales y monetarias. A su juicio, tanto la inflación como la deflación afectaban de forma diferente a las distintas clases económicas (ahorradores, inversores y estado), de tal modo que su influencia se trasladaba a la economía real a través de las decisiones de estos agentes económicos en cuanto que se veían beneficiados o perjudicados por dichos fenómenos. Todo ello, naturalmente, influía en sus decisiones económicas y financieras y, por tanto, no se podía sostener la independencia de las variables reales y las variables monetarias, una de las premisas teóricas de la teoría cuantitativa del dinero (Keynes 1923). Sin embargo, Keynes todavía conservaba un vínculo con la teoría cuantitativa del dinero que rompería precisamente con la publicación del *Treatise* (Vicarelli 1980).

Las primeras noticias del *Treatise* en España tuvieron lugar en los círculos de los ingenieros de obras públicas. La capacidad de los ingenieros para entender el lenguaje matemático que desde 1870 se introducía gradualmente en la ciencia económica, facilitó la recepción de la microeconomía marginalista en este ámbito de las enseñanzas técnicas, algo que no sucedía en las facultades de Derecho, las cuales eran todavía el principal ámbito de la enseñanza de la economía en España. Existen testimonios de que la teoría del equilibrio general de Walras con sus ecuaciones simultáneas y el uso del cálculo diferencial se enseñaba en la Escuela de Ingeniería de Madrid, y que las páginas de la *Revista de Obras Públicas*, órgano de expresión del colectivo de ingenieros de caminos, acogían un buen número de artículos de economía que utilizaban el lenguaje matemático (Ramos-Martínez 2008). En esta revista, precisamente, dos ingenieros de caminos, Federico Reparaz y Francisco Bustelo, debatieron sobre las relaciones entre tipo de cambio y deuda pública (Bustelo 1931; Reparaz, 1931). Federico Reparaz sostenía que esta relación era inexistente y Francisco Bustelo tras intentar argumentar en sentido opuesto, concedía que, en el marco de la teoría monetaria vigente, es decir la ortodoxia neoclásica simbolizada por la teoría cuantitativa del dinero, era, efectivamente imposible demostrar cualquier relación entre deuda pública y tipo de cambio.

La polémica, por tanto, parecía zanjada. Sin embargo, poco después de entregar el artículo a la redacción de la revista, en el mes de abril, Bustelo retomó el debate a raíz de que otro ingeniero, al parecer un superior suyo, Pedro M. González Quijano, le mostrara un ejemplar del *Treatise*. Bustelo consideraba que el nuevo trabajo de Keynes rebatía con contundencia «las teorías monetarias aceptadas y desarrolla otra nueva, interesantísima, y en la que encaja perfectamente, a través de los movimientos de los precios, la correspondencia entre Deuda y cambio que yo señalaba» (Bustelo 1931: 199). Por tanto, pretendía aplicar al caso español esa relación teórica con el fin de respaldar su tesis que vinculaba las fluctuaciones del tipo de cambio a la magnitud de la deuda pública. Sin embargo, antes de llevar a cabo tal aplicación, Bustelo presentaba a «grandes rasgos» lo que consideraba «la nueva teoría de Keynes» y dirigía directamente su atención hacia la segunda ecuación fundamental, en la que Keynes relacionaba el nivel de precios con el coste de producción y con las diferencias unitarias entre inversión y ahorro, como se ha mencionado. También hacía mención de otro episodio analizado en el trabajo, concretamente en el Tomo I, en el

que Keynes descomponía de la cantidad de moneda en tres agregados: la cantidad de moneda utilizada por el consumidor, la empleada en los negocios y la ahorrada (Keynes 1930: 30-43; Bustelo 1931: 200). Esta es la primera exposición escrita del *Treatise* en España.

Poco después de la publicación del artículo, la redacción de la revista económica catalana *Economia i Finances*, vinculada a la Lliga Regionalista y en la que publicaban los más notables economistas catalanes, se hizo eco del trabajo de Bustelo y reprodujo lo sustancial de su contenido en catalán con el título «El nivell dels preus. Una nova teoria de Keynes». La traducción y publicación al catalán se debió hacer de forma apresurada pues el artículo venía firmado de forma errónea como F. Bustillo. Lo ciertamente curioso, dada la cualificación económica de los colaboradores de *Economia i Finances*, es que la exposición del *Treatise* no se realizara en forma de reseña o comentario crítico por alguno de los economistas que colaboraban en la revista, sino indirectamente a través de la traducción al catalán del artículo de Francisco Bustelo. Esto es ciertamente significativo, y explica la peculiaridad de la divulgación de las ideas económicas en el primer tercio de siglo XX en España.

Podemos afirmar con toda certeza que Bernácer conoció el contenido teórico del *Treatise* por medio del artículo publicado en *Economia i Finances*. No parece que hubiera leído el artículo original de Francisco Bustelo, o al menos no existe en sus trabajos ninguna referencia al mismo ni, por supuesto, existe evidencia alguna de que hubiera manejado el *Treatise* antes de conocerlo en la revista catalana. Keynes estuvo en Madrid en junio de 1930 y ofreció una conferencia en la Residencia de Estudiantes. Esta conferencia fue el origen de un famoso trabajo titulado «Las posibilidades económicas de nuestros hijos», pero no existen indicios de que mencionara el *Treatise*. Existen testimonios orales que aseguran que Bernácer estuvo presente en la conferencia y que al final de la misma Keynes se acercó a saludar al economista alicantino reconociéndole como maestro (Pina 2002:14). Pero todo esto no es sino un testimonio oral, que como veremos, no demuestra que Bernácer hubiera hablado con Keynes sobre el trabajo que el economista de Cambridge publicaría en el otoño de 1930.

Desde luego, el artículo de Bustelo causó una gran impresión en Germán Bernácer en cuanto que estaba convencido de que las ideas de Keynes en el *Treatise*, tal como se presentaban en el artículo de *Economia i Finances*, coincidían con las de su modelo de las disponibilidades

líquidas, pero expresadas con un envoltorio formal diferente. En consecuencia, Bernácer envió un trabajo a la revista que fue publicado en catalán con el título «La teoria monetària de Keynes» (Bernácer 1931). La retórica del artículo demuestra que el propósito de Bernácer era mostrar la anticipación y originalidad de sus ideas respecto a las del *Treatise* y, además, subrayar que, esas ideas, habían sido ignoradas por la comunidad de economistas académicos, pese a haberse publicado en un foro tan relevante como la *Revista Nacional de Economía*. Para demostrar todo ello, Bernácer comparaba la ecuación (2), procedente de su trabajo «La teoría de las disponibilidades líquidas» (1922) con la segunda ecuación fundamental (3).

$$D = R + (A - A') \quad (2)$$

D = Demanda de los consumidores; R = Remuneración de los factores; A-A' = Diferencias entre el nivel de ahorro al principio y al final del periodo

$$\pi = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O} \quad (3)$$

π = Nivel de precios de la producción total; E = Renta monetaria de la nación del periodo; O = Output total de bienes en términos de unidades de bienes; S = Ahorro; I = Valor de la inversión en términos monetarios (Keynes 1930: 121-123).

La diferencia (A-A') de la ecuación (2) representa los ahorros netos al final del periodo y determina la demanda efectiva. Si hay un balance positivo de ahorros en el periodo, es decir $A' > A$, la demanda efectiva se reduce, y viceversa. A juicio de Bernácer esta diferencia opera sobre los precios de la misma forma que las diferencias I-S lo hacen en la segunda ecuación fundamental del *Treatise* y, por tanto, conduce a los mismos resultados¹⁰.

Puesto que la ecuación (2) no expresa claramente la relación entre el aumento del ahorro y los precios, Bernácer se refiere al final del artículo a la ecuación (1), introducida como se ha visto por Bernácer a raíz del debate sobre la estabilización de la peseta, con el objeto de

10. Sin embargo, parece obvio que ambas ecuaciones presentan notables diferencias como el propio Bernácer advertía en su artículo, algo que atribuía, como Hayek, a la apresurada elaboración del *Treatise* que dejaba la teoría incompleta (Bernácer 1932: 286). Obviaremos analizar estas diferencias y remitimos al lector a Boianowsky *et al.* (2006) sobre esta cuestión.

demostrar que su investigación transitaba por caminos similares a los que lo había hecho Keynes en 1930. En esta ecuación, V representa el poder de compra del dinero, es decir, los precios, de tal modo que esto servía a Bernácer para establecer un paralelismo con la segunda ecuación fundamental del *Treatise*. Desde nuestro punto de vista, lo más relevante es la nueva dirección formal que esta ecuación imprime a la teoría de las fluctuaciones económicas de Bernácer a partir de 1933 y que desarrolla en los seis artículos que publicará en *Economía Española*.

No cabe duda de que el conocimiento del contenido del *Treatise* fue, sin duda, el hecho que espoleó la reconstrucción formal del modelo de las disponibilidades líquidas, con el fin de demostrar que era capaz de capturar la influencia sobre el nivel de precios de un mayor número de variables que la segunda ecuación fundamental del *Treatise*. Esta última apenas reflejaba, a juicio de Bernácer, la influencia de los beneficios extraordinarios sobre el nivel de precios (Bernácer 1932).

Un tratado sobre la teoría del ciclo económico en seis capítulos. La nueva retórica formal de la teoría de las disponibilidades líquidas en la década de los 30

Los seis artículos que Bernácer publica en la revista *Economía Española* componen un breve tratado en el que se abordan numerosas cuestiones vertebradas todas ellas en torno a la teoría del ciclo o de las fluctuaciones económicas. Aunque, como se ha mencionado, se trata de una actualización de la teoría de las disponibilidades líquidas al canon teórico de los años 30, su contenido resulta útil pues muchos de los elementos de análisis que emplea en las *Crónicas* se encuentran fundamentados teóricamente en estos trabajos.

De forma similar a Keynes, Bernácer comienza la construcción de una teoría del ciclo económico a partir de una identidad contable, de una igualdad axiomática, en la que el valor de la producción P en términos monetarios se iguala al coste de la producción o retribuciones R , también en términos monetarios¹¹. Estas últimas están compuestas por los salarios, las contribuciones públicas, la amortización del capital, las rentas pagadas por los productores, el coste de las materias primas

11. Keynes comienza la construcción de las ecuaciones fundamentales con la igualdad $O = R + C$, donde O representa el output total de bienes en términos de unidades de bienes, R el gasto corriente en consumo y C el incremento neto de la inversión (Keynes 1930: 122). Es evidente que Bernácer hace un ejercicio similar cuando define una igualdad axiomática de la cual deriva la «ecuación sintética del mercado»

y, finalmente, los beneficios realizados en la producción y circulación de los productos que mantienen la igualdad (Bernácer 1933: 1-2). Estas retribuciones recibidas por los agentes económicos suponen un «poder de compra» o «poder de demanda», que se transforma con un cierto retardo temporal en demanda efectiva. El equilibrio económico, de acuerdo a Bernácer, no se define como la igualdad de producción y retribuciones, sino como la igualdad de «oferta efectiva» y «demanda efectiva». Bernácer expresa formalmente esta idea por medio de una ecuación que denomina «la ecuación sintética del mercado» que determina el nivel de precios de la economía, de forma similar a la segunda ecuación fundamental.

$$\frac{D}{O} = \frac{R - A + S + F - C}{P - E - S + B} \quad (4)$$

D = Demanda efectiva; O = Oferta efectiva; R = Remuneraciones; A = Saldo neto de reservas del periodo S = Saldo de moneda creada o de metal desmonetizado en el periodo; E = Valoración líquida de las existencias; F = Saldo neto de la moneda fiduciaria que entra y sale del ciclo producción-demanda; C = Movimiento de oro resultado de la importación y exportación de capitales

Esta expresión es, según Bernácer, el «instrumento para la comprensión del ciclo económico». Formalmente, cuando la oferta efectiva se iguala a la demanda efectiva se produce una situación de equilibrio que coincide con un valor del nivel de precios igual a uno. Si la oferta efectiva es mayor que la demanda efectiva, nos encontraremos en un periodo de crisis y la expresión toma un valor menor que uno, y viceversa, si la expresión toma un valor mayor de uno, la economía se encuentra en un periodo de prosperidad. Aquellas operaciones económicas que eleven el valor de la ecuación, conducirán a la economía hacia el ciclo de prosperidad; por el contrario, las que lo disminuyen arrojan a la economía a la depresión. Por tanto, esta ecuación, en contraste con la teoría cuantitativa del dinero, la cual solo explica las variaciones de los precios procedentes de la variación de la masa monetaria, recoge la influencia sobre el nivel de precios de múltiples factores tales como los beneficios mercantiles, el cambio de los patrones de demanda de los consumidores, la demanda comercial, la de valores de renta, los préstamos, las inversiones públicas y muchos otros.

En el artículo «Etiología de la crisis» (Bernácer 1934) Bernácer señala que el aumento del fondo de reserva A es el factor que explica las crisis económicas. Como se observa en la ecuación (1) procedente de su artículo de 1922, esta variable se corresponde con la diferencia $A' - A$, de tal modo que el modelo de las disponibilidades líquidas se actualiza formalmente al insertar esta variable en la «ecuación sintética del mercado». De este modo, al igual que en el *Treatise* de Keynes, la influencia de A sobre los precios resulta visible. El origen del desajuste es un aumento de la «masa de disponibilidades flotantes», es decir, una situación en la que «no se ejerce el poder de compra que emana de la producción» y por tanto las remuneraciones no se transforman en demanda efectiva¹². En «Génesis y peripecia del ahorro» (1934a) Bernácer analiza el destino de estas «disponibilidades flotantes», y las razones por las cuales los agentes económicos ahorran¹³. En contraste con la concepción ortodoxa del ahorro que establece que la esencia del mismo es la obtención de una renta futura, Bernácer estima que los individuos ahorran por asegurarse una «disponibilidad futura» ya como previsión para afrontar gastos futuros, o con el fin de comprar «instrumentos de trabajo», lo cual en cierto modo explica el fenómeno del atesoramiento¹⁴. Este atesoramiento puede materializarse en bienes, metales preciosos o, principalmente, en moneda metálica o moneda fiduciaria (Bernácer 1934a: 1-10). En «La teoría del mercado financiero» (1935) Bernácer analiza una segunda decisión que deben tomar los poseedores de disponibilidades que han sido ahorradas: destinarlas al mercado de crédito o al mercado de rentas (compuesto por los valores bursátiles y las fincas)¹⁵.

12. No es hasta el cuarto artículo de esta serie de trabajos publicados en *Economía Española* que Bernácer define el concepto de disponibilidades. Quizá suponía que el público lector de estos trabajos tenía un cierto conocimiento de sus artículos en la *Revista Nacional de Economía* y por tanto no estima necesario acotar dicho concepto.

13. En contraste con la teoría monetaria ortodoxa que considera el ahorro como el requisito de la inversión, Bernácer, en línea con las corrientes críticas de su tiempo, considera el ahorro «nocivo en períodos de depresivos» y no como un requisito de la inversión.

14. Naturalmente, el origen de tal discrepancia es la teoría del interés de Bernácer que difiere notablemente de la teoría del interés neoclásica. En esta última, el interés se determina, por el lado de la demanda, en la decisión de los individuos entre consumo presente o consumo futuro. En cuanto que los individuos tienen una preferencia temporal por los bienes actuales, solo renunciarán a estos a cambio de una prima en el futuro. Esta prima es el interés.

15. Bernácer también señala la existencia de un tercer destino: el mercado de especulación. Este mercado no es un mercado físico, sino que se trata de los mercados de valores y fincas cuando las decisiones se toman no en función de la rentabilidad, sino en función de

Llegados a este punto, Bernácer identifica el «agente determinante» del inicio de la crisis, que es la «atracción y repulsión alternativas que el mercado de rentas y, subordinadamente, el de especulación ejercen sobre las disponibilidades», lo que da lugar a una escasez de disponibilidades en los mercados de crédito e inversiones reales, de tal modo que el ahorro supera a la inversión y los precios descienden (Bernácer 1935a). Es decir, las disponibilidades emigran del fondo productivo al fondo improductivo por utilizar el lenguaje que Bernácer había acuñado en 1926. Por tanto, en el caso de una depresión, la baja rentabilidad de la inversión industrial, hace fluir las disponibilidades a los mercados bursátiles y de fincas, de tal modo que, la única medida eficaz para evitar las fluctuaciones económicas, es declarar «legalmente abolida la permutabilidad de los bienes de rentas y en la medida de lo posible el de especulación» (Bernácer 1935: 27-29).

Esta música resulta familiar al conocedor de la teoría de las fluctuaciones económicas de Bernácer tal como la había desarrollado en los años 20. No se observan en el modelo de la revista *Economía Española* modificaciones sustanciales respecto a los artículos de 1926, aunque, a decir verdad, la teoría se enriquece en múltiples aspectos periféricos y Bernácer imprime al modelo un nuevo aspecto formal influenciado por la publicación del *Treatise*. En la nueva formulación, la depresión se define, igual que Keynes, como la fase del ciclo en la que el ahorro es superior a la inversión. Bernácer, desde luego no se deja intimidar por la fama del economista inglés y se reafirma en que su teoría es más amplia que el modelo keynesiano. A su entender, en el *Treatise* no se considera la salida de disponibilidades del circuito productivo, pues el hecho de que la inversión sea mayor o menor que el ahorro, se traduce, a su juicio, en un simple cambio de la estructura productiva de los bienes de inversión a los de consumo, cambio que es del mismo «linaje que los cambios debidos al cambio de gustos y preferencias de los consumidores», y que, por tanto, solo produce un desplazamiento del trabajo de unas producciones a otras sin que se produzca una reducción de la demanda efectiva ni del paro (Bernácer 1935: 5-6). Sin embargo, cuando Bernácer escribe estas líneas, hacía casi tres años que Keynes había emprendido el camino hacia un nuevo horizonte teórico

las variaciones de precios. Bernácer denomina a los fondos destinados a estos mercados por variaciones de los precios «disponibilidades entretenidas» y en cuanto que causan escasez en los mercados de crédito y fincas, elevan el tipo de interés (Bernácer 1935a: 25).

que se plasmaría en la publicación de la *General Theory*, obra culmen y revolucionaria del economista británico, que lo alejaba definitivamente de la teoría del ciclo económico del *Treatise*. En la *General Theory*, la crisis y el desempleo eran el resultado de la debilidad de la demanda efectiva (Keynes 1936).

En los dos últimos artículos, de gran riqueza analítica, Bernácer, una vez completado el modelo de las fluctuaciones económicas, introduce una serie de cuestiones complementarias que, sin embargo, son de gran utilidad para comprender el análisis de las *Crónicas*. En «Moneda y ciclo económico» (1935a), intenta demostrar que las fluctuaciones económicas no son un fenómeno monetario, y que la escasez de oro no es la causante de la crisis económica, idea sostenida en muchos círculos económico-financieros e incluso por algunos economistas contemporáneos. Bernácer se opone a tal interpretación argumentando, en coherencia con su modelo de las disponibilidades líquidas, que no existe escasez de oro, sino que el oro se atesora y se integra en el fondo improductivo (Bernácer 1935a). En «Sed de Oro» (1936), tomando como referencia la importancia del oro en la historia con una narrativa de carácter casi épico, desarrolla un análisis del proteccionismo y el librecambismo en el contexto del patrón oro y de la Gran Depresión. Es meritorio que Bernácer incida en aspectos que los historiadores económicos contemporáneos han corroborado como el protagonismo del patrón oro en la propagación de la crisis económica y los problemas que afrontaron los países, como Gran Bretaña, que habían estabilizado sus monedas durante la década de los 20 a un tipo de cambio sobrevalorado. Incide además Bernácer en que en el contexto de un mundo dividido entre los países que habían abandonado y los que seguían vinculados al patrón oro, estos últimos, sin margen de maniobra para manejar la política económica doméstica por las propias «reglas de juego» del sistema –aumento del tipo de interés y deflación–, se veían abocados a las políticas proteccionistas reclamadas por los grupos económicos que sufrían las consecuencias del alto valor de las respectivas monedas (Bernanke, 2000; Eichengreen 1992; Bernácer 1936: 127).

El análisis de estos artículos merecería un estudio monográfico por sí solo y no una mera descripción de su estructura como se ha hecho en esta introducción. Limitarse a las ideas generales obvia la riqueza argumentativa y deja de lado numerosos aspectos del pensamiento económico de Bernácer entre los que destaca su análisis de

las políticas económicas que se ensayaron durante la Gran Depresión. Respecto a estas últimas obviaremos cualquier comentario en cuanto que argumentos similares se repiten en los informes de los cuales se dará cuenta en el siguiente epígrafe.

La Colección de crónicas del boletín semanal. La Gran Depresión vista desde la teoría de las disponibilidades líquidas de Bernácer

Cuando Bernácer comienza la redacción de las *Crónicas* se habían ya sucedido algunos de los episodios más dramáticos de la depresión. El más significativo de todos ellos había sido el abandono del patrón oro por Inglaterra en septiembre de 1931, que en algunos ámbitos se interpretó como el fin de la civilización occidental. El periodo comprendido entre 1932 y 1936, cuyos episodios financieros y monetarios fueron analizados por Bernácer en las *Crónicas*, puede catalogarse como un periodo de enorme inestabilidad e incertidumbre. Además, el comportamiento económico de las economías capitalistas presenta un cuadro muy variable en cuanto que los países capitalistas afrontaron la crisis de forma aislada o en bloques económicos, de tal modo que cada país siguió su propio camino utilizando todos los medios a su alcance, ya fueran políticas domésticas para reactivar la economía, medidas proteccionistas en sus diversas versiones o las devaluaciones competitivas.

El año 1932 se caracterizó por un enorme pesimismo y por sucesivos intentos de lograr algún tipo de cooperación internacional para afrontar la depresión, materializados en numerosos encuentros internacionales con el fin de dar solución a problemas específicos. Muchas de estas conferencias internacionales estuvieron presentes en los informes de Bernácer como la Conferencia de Lausana, la Delegación del Oro de la Liga de Naciones, la Conferencia de Ottawa, la Conferencia de Stressa o la conferencia preparatoria de la Conferencia Económica y Monetaria Mundial de Londres. En general, Bernácer se muestra bastante pesimista sobre los resultados, dado el clima de falta de cooperación internacional que se manifestaba en las mencionadas devaluaciones competitivas y medidas proteccionistas. Además, este año coincidió con la recta final de la presidencia Hoover que estuvo jalonada por numerosos arbitrios financieros de los cuales da cuenta

Bernácer en los informes¹⁶. Sin duda, uno de los temas que tiene más presencia en las *Crónicas* es el uso de la política monetaria como remedio a la crisis económica. Desde luego se trata de una cuestión de gran interés porque, como es conocido, fue una de las políticas más utilizadas durante la Gran Depresión para afrontar la profunda deflación (Meltzer 2003)¹⁷.

Durante los años 30, hubo numerosos intentos de recuperar la actividad económica por medio de las diversas modalidades de la política monetaria. La primera modalidad consistía en la reducción del tipo de interés, la cual perseguía elevar el nivel de precios por medio de una reactivación de la demanda. Los episodios comentados en los informes se refieren a la reducción del tipo de descuento por la Reserva Federal americana (*Colección de Crónicas* 2 de marzo de 1932, 21 de abril de 1932, 12 de mayo 1932), el Banco de Inglaterra (*Colección de Crónicas* 5 de mayo de 1932, 2 de junio de 1932), la política de dinero barato de Von Papien en Alemania (*Colección de Crónicas* 8 septiembre de 1932) y muchos otros. Una segunda modalidad fueron las llamadas operaciones de mercado abierto, que habían sido profusamente utilizadas en las primeras décadas del siglo XX en Estados Unidos y cuyo uso se revitalizó durante la Gran Depresión y particularmente a lo largo de 1932 (Meltzer 2003: 357-37). Esta política como señala Bernácer, también la aplicó Alemania tras la reforma financiera de 1933 y contó con el aval de prestigiosos economistas como Ralph Hawtrey o John Maynard Keynes (*Colección de Crónicas*, 28 de septiembre de 1933; Meltzer 2003: 160-161)¹⁸

16. En particular, el economista alicantino fijó la atención en las legislaciones relativas a cuestiones monetarias y financieras para luchar contra la deflación como la campaña de Hoover contra el atesoramiento, la Federal Reserve Act Amendment, el Home Loan Bank Bill, la Reconstruction Finance Corporation, o la ley Steagall-Glass.

17. La publicación de *A Monetary History of the United States. 1867-1970*, por Milton Friedmann y Anna Schwartz en 1963 espoleó un vivo debate sobre el impacto de la política monetaria en la actividad económica y el empleo durante la Gran Depresión. Los dos puntos de vista predominantes desde entonces han sido el propio de Friedman y Schwartz que utilizan un enfoque monetarista y el de los keynesianos. Todos ellos señalan que la combinación de una errónea política de la Reserva Federal se sumó a otros factores negativos de tal forma que en su conjunto desencadenaron una profunda depresión en los Estados Unidos (Friedman-Schwartz 1963; Temin 1989). Las discrepancias entre ambas interpretaciones radican en el diferente peso y responsabilidad atribuidos a la política de la Reserva Federal en el empeoramiento de la economía y la profundización de la depresión (Fishback 2010).

18. Otros economistas como Charles Harvey señalaban que las operaciones de mercado abierto en cuanto solo suponían un aumento cuantitativo del crédito no se podían equiparar con la manipulación del tipo de descuento, la cual implicaba un control cuantitativo y cualitativo del mismo. Cabe decir que el marco de la nueva política monetaria en los

En el *Treatise*, Keynes sugería, precisamente, el empleo de la política monetaria para estimular la inversión y reducir el ahorro con el fin de elevar los precios y hacer frente a la crisis. Naturalmente, ello era el resultado del nuevo paradigma monetario que se hace visible en la ecuación (2), la segunda ecuación fundamental, y que suponía el abandono definitivo de la teoría cuantitativa del dinero, la ortodoxia monetaria. En el marco de esta última, la política monetaria conducía a un aumento de los precios sin efectos económicos sobre la economía real. Bernácer, teóricamente, se sitúa en el lado de Keynes en cuanto que su teoría de las fluctuaciones económicas suponía una impugnación de la teoría cuantitativa del dinero como repetidamente señala a lo largo de sus trabajos teóricos y en diversas ocasiones en las *Crónicas*. Sin embargo, los informes al Consejo del Banco de España demuestran muy poca confianza en todas estas medidas, en cuanto que, a su juicio, apenas tienen efectos sobre la economía real. A su entender, tanto la reducción del tipo descuento como las operaciones de mercado abierto resultan en un aumento de la «masa de recursos líquidos» que se pone en circulación. Pero teniendo en cuenta que el análisis de Bernácer es dinámico y se desarrolla en el tiempo, la cuestión clave es el destino final de estas disponibilidades creadas. Si este es el «consumo de los prestatarios» o la «inversión productiva», estas disponibilidades se transmutarán en demanda efectiva. Sin embargo, si estos recursos se destinan al fondo improductivo, es decir a los «mercados de rentas», el resultado es un aumento de A en la «ecuación sintética del mercado» que contrarresta el efecto positivo que el aumento de masa monetaria (F) tiene sobre la misma, de tal modo que la demanda efectiva no se modifica y los precios permanecen al mismo nivel sin variaciones perceptibles. La cuestión significativa en este contexto es qué sucederá si se pone en práctica una política monetaria expansiva en un periodo de deflación. A su juicio:

años 20 y principios de los 30 venía impuesto por lo que se denominó la doctrina Riefler-Burguess, resultado de los trabajos del economista del consejo de la Reserva Federal Windfield Riefler y del jefe del Departamento de Estadística del Banco de Nueva York W. Randolph Burgess. Esta doctrina es una versión de la llamada Real Bills Doctrine, inspirada en Adam Smith, que consiste en que el banco central debe proveer a la economía con el dinero necesario para realizar las operaciones comerciales, pero sin financiar la actividad especulativa. La doctrina Riefler-Burguess actualizaba dicha idea formulando un principio que consistía en que las operaciones de mercado abierto y la política de descuento del banco central se compensaban, y por tanto, la aplicación de una de ellas hacía menos necesaria la otra (Meltzer 2003: 161; Brunner-Meltzer 1968).

Cuando la baja de precios ha sido tan grande que ha llegado a reducir o a anular los márgenes de beneficios y cuando el porvenir de la industria está preñado de inquietantes incógnitas, no es probable que, por muchos que sean los recursos de que se provea al mercado financiero vayan en cantidad apreciable a emplearse productivamente, o se atesorarán, o se filtrarán en la especulación bursátil inflando las cotizaciones de los valores de renta. Y aunque esto determine una baja en el costo del dinero, la baja del interés no puede tener eficacia en la inversión productiva, cuando los rendimientos de las inversiones industriales han caído por debajo de todo tipo positivo o no ofrecen por lo menos margen que cubra los riesgos que se temen (*Colección de Crónicas*, 2 febrero de 1933).

Por tanto, a diferencia de Keynes, que en el *Treatise* muestra una confianza en las posibilidades de la política monetaria en cuanto que influye sobre la inversión y el ahorro como puede observarse en la ecuación (2), Bernácer estima, remitiéndose al modelo de las disponibilidades líquidas, que en una situación de deflación y de expectativas negativas de los empresarios difícilmente una expansión crediticia tendrá efectos sobre el consumo o la inversión. La causa, naturalmente, como se expresa en el párrafo anterior, es la «atracción» que sobre las disponibilidades líquidas ejerce el mercado de rentas.

A lo largo de los informes existen numerosas referencias a otros experimentos monetarios que se sucedieron con particular intensidad tras el 8 de marzo de 1933, cuando Franklin Delano Roosevelt tomó posesión como presidente de los Estados Unidos de América. El fulgurante inicio de la Presidencia Roosevelt estuvo caracterizado por una avalancha de medidas económicas, financieras y monetarias para cuya puesta en marcha el presidente contó con el asesoramiento de un grupo de economistas críticos con la ortodoxia neoclásica tanto en el ámbito económico como monetario, el conocido como Brain Trust. Entre estos destacaban los profesores de la Universidad de Columbia, Rexford G. Tugwell, crítico con la ortodoxia económica y particularmente con el *laissez-faire* y Adolf A. Berle, autor este último junto a Gardiner C. Means de un influyente trabajo, *The Modern Corporation and Private Property* (1932) en el que demostraba la gradual monopolización de la economía americana. A estos economistas se sumaron más tarde muchos otros como el economista agrario de la Universidad de Cornell George F. Warren y su colaborador F. A. Pearson, y todos ellos contribuyeron a ofrecer los argumentos económicos que respaldarían las políticas de la Administración Roosevelt (Barber 1996). Estas

políticas como la intervención en la industria (los códigos industriales) y el mercado de trabajo (el creciente poder de los sindicatos), y particularmente las monetarias y financieras, implementadas bajo los auspicios del «dictador financiero», como se refería Bernácer a Roosevelt, ocupan un buen número de los informes preparados por Bernácer (*Colección de Crónicas*, 27 julio de 1933). En general, Bernácer critica el intervencionismo de Roosevelt y en particular las pautas marcadas por el «trust de cerebros» del presidente en términos que recuerdan algunos pasajes de *Camino de servidumbre* de Hayek:

las múltiples dificultades que las primeras reglamentaciones descubren a poco los males que desencadenan, se procura enmendarlos con nuevas reglamentaciones (*Colección de Crónicas*, 13 septiembre 1933).

La razón que esgrimía Bernácer para sustentar el fracaso de las reglamentaciones intervencionistas recuerda el punto de vista de los economistas austríacos en el debate sobre el cálculo económico en las economías planificadas, en cuanto que dudaba de la capacidad del planificador para procesar la compleja información del mercado¹⁹:

[El] equilibrio dinámico [de la economía] solo puede mantenerse mediante regulaciones automáticas, pues las deliberadas vendrían demasiado tarde para evitar el daño de las variaciones imprevisibles de las múltiples fuerzas que en su funcionamiento influyen, y que dependen de factores tan varios y complejos ..., que no hay cerebro humano ni sindicato cerebral alguno que pueda prever ni menos calcular anticipadamente (*Colección de Crónicas*, 14, diciembre 1933).

Entre las políticas monetarias de Roosevelt, que mencionaremos por su repetida presencia en los informes, destacan los dos intentos de

19. El denominado debate sobre el cálculo económico en las economías colectivizadas tuvo sus raíces entre los críticos del *laissez-faire* de fines del siglo XIX, aunque la discusión teórica se inició con la publicación del artículo «El ministro de la producción en el estado colectivista» (1908) del economista italiano, seguidor de Pareto, Enrico Barone. El debate consiste, básicamente, en determinar si es el mercado o es una oficina de planificación central el instrumento que lleva a cabo una asignación de los recursos más eficiente. Después de Barone, numerosos economistas participaron directa o indirectamente en el debate como los marxistas Otto Neurath, Otto Bauer, Emil Lederer, Maurice Dobb u Oskar Lange, y a partir de la década de los 20, los economistas austríacos Ludwig V. Mises y Friedrich Hayek. Este último sostenía que la información expresada por el mecanismo de los precios en una economía de mercado era mucho mayor que la información que podía manejar la oficina de planificación en una economía colectivizada, y, por tanto, la asignación de recursos era, naturalmente, mucho más eficiente en una economía de mercado (Boettke 2000). Esta cuestión informacional es la que nos permite establecer un paralelismo con el argumento de Bernácer como demuestra el párrafo que se transcribe en el texto.

aumentar la base monetaria como medio de afrontar la deflación. El primero de ellos se produjo tras el fracaso de la Conferencia Económica y Monetaria Mundial de Londres y el consiguiente aumento de la cotización del dólar que hizo bajar los precios. Roosevelt, impresionado por los trabajos del mencionado Warren, quien sostenía que existía una relación directa entre el precio del oro y el nivel general de precios, elevó el precio de aquél hasta los 28,92 dólares y envió el 15 de enero de 1934 «un mensaje especial» al Congreso sobre temas monetarios. Finalmente, el 1 de febrero de 1934 se aprobó la *Gold Reserve Act* de 1934 y se estableció el precio del oro en 35 dólares la onza con el fin de elevar los precios internos de la economía americana (Kindleberger 1985: 264-267). Bernácer siguió este acontecimiento con gran atención y el mismo mes de enero escribía un informe en el que trataba de demostrar que los efectos de tal medida sobre los precios, con toda probabilidad, serían inexistentes. Para empezar, Bernácer identifica con claridad el objetivo perseguido por estas medidas que

ha sido procurarse un fondo con que comprar oro en las cantidades necesarias para hacer efectivo el precio que se determine. La reducción en el 40 por 100 del valor oro del dólar permite aumentar en el 66 por 100 el número de dólares plenamente respaldados por metal amarillo que se pueden poner en circulación con las reservas norteamericanas actuales (*Colección de Crónicas*, 25 de enero 1934).

Es decir, el aumento de las posesiones de oro por parte del tesoro americano con el fin de aumentar la masa monetaria –respaldada por oro de acuerdo a las proporciones del encaje– para afrontar la deflación interna. Considera Bernácer que este objetivo se ha alcanzado y que la economía americana aumentará en dos mil o tres mil millones de dólares su masa monetaria que «si se usan en crear demanda, no en comprar antiguas deudas, si no en inversiones reales, en subsidios, en compra de oro, etc., producirá el alza de precios, que cerrará el ciclo iniciado con la desvinculación entre el dólar y el oro» (*Colección de Crónicas*, 28 de enero de 1934). Sin embargo, Bernácer no cree que esto ocurra en un ambiente de deflación y pronostica que esas disponibilidades se destinarán finalmente a comprar «valores de renta». La predicción de Bernácer se cumplió y en poco tiempo el experimento de elevar los precios variando el precio del oro demostró ser un fracaso. Kindleberger estimaba que la frustración que causó en la Administración Roosevelt la política del oro explicaba la estabilización del dólar que se produjo al poco tiempo, en febrero de 1934, la cual,

por tanto, no respondía a un diseño de la política exterior en temas económicos sino a una respuesta precipitada ante la sucesión de acontecimientos económicos negativos (Kindleberger 1985: 276).

Bernácer tenía un juicio similar de la política de estabilización del dólar, y pensaba que resultaría una medida poco efectiva para afrontar la deflación interna en cuanto que la demanda interna difícilmente respondería a la «baja del valor exterior de la moneda» a lo que se sumaba que el volumen de comercio exterior de los Estados Unidos era pequeño en relación con su mercado interno y estaba amenazado por la reacción defensiva de otros países (*Colección de Crónicas*, 25 de enero de 1934). Precisamente, esta reacción se materializaría en devaluaciones competitivas como en el caso de Inglaterra, por entonces libre de los «grilletes» del patrón oro y capaz de afrontar la depresión con las «mismas armas, desvalorizando a compás su moneda», para defender su economía de exportación. Pero países como Francia, que habían mantenido la disciplina del patrón oro y que por tanto no podían devaluar, se veían abocados, sin posibilidad de elección, a «medidas aduaneras y el uso de los contingentes» que, sin embargo, resultan «un paliativo ineficaz contra la tendencia al desequilibrio, porque si bien restringe las importaciones, indirectamente produce el mismo efecto sobre las exportaciones» (*Colección de Crónicas*, 8 de febrero de 1934). Este vínculo entre patrón oro en tiempos de crisis y proteccionismo será, a partir de este momento, un argumento recurrente en los informes, sobre el cual Bernácer teorizará en su artículo «Sed de Oro» (Bernácer 1936). En definitiva, Bernácer lamenta que la Administración Roosevelt haya renunciado al liderazgo económico mundial, en cuanto que sus acciones en el ámbito de la economía internacional perseguían su propio beneficio sin considerar las repercusiones económicas de sus políticas sobre terceros países.

Más significativos aún fueron los efectos de la política de Roosevelt sobre la plata. Esta política, como ha señalado Kindleberger, reflejaba la irresponsabilidad de la Administración Roosevelt en los asuntos económicos internacionales, preocupada como estaba por la recuperación económica interna. Aunque la idea de adquirir plata ya orbitaba en la delegación americana de la Conferencia Económica y Monetaria Mundial de Londres en 1933, fue en junio de 1934 cuando el presidente Roosevelt presentó a la aprobación del Congreso un proyecto de ley en el que se planteaba la compra de plata en Estados Unidos y en el extranjero con el fin de aumentar el precio de este metal hasta los 1,29

dólares. Esta medida se plasmó en el *Silver Purchase Act* (1934), por el cual se otorgaba a la Reserva Federal el poder de comprar grandes cantidades de plata para aumentar la base monetaria con el objetivo final de emitir dinero (Meltzer 2003: 460). Todo ello formaba parte del plan estratégico de Roosevelt para elevar los precios (Kindleberger 1985: 276-277). Estas compras de plata son el objeto de análisis en muchos de los informes de Bernácer a partir de 1933 y hasta el mismo 1936 (*Colección de Crónicas* 20 de julio de 1933).

Desde luego, los informes demuestran el profundo conocimiento de Bernácer del mecanismo empleado por la Reserva Federal para comprar la plata. A su juicio, esta política perseguía tres fines: satisfacer las demandas del lobby de productores de plata que había presionado a la Administración Roosevelt, evitar que los excedentes de la balanza de pagos americana se tradujeran en revalorizaciones del tipo de cambio del dólar, y finalmente, obtener un beneficio por la diferencia entre el precio legal y de mercado de la plata, además, naturalmente, de aumentar la base monetaria de la economía americana (*Colección de Crónicas*, 2 y 9 de mayo de 1935). En principio, Bernácer estimaba que una ampliación de la base monetaria respaldada por aumento de las reservas del banco central no era una mala idea en comparación con la expansión puramente financiera (*Colección de Crónicas*, 31 de mayo de 1934). Sin embargo, como ocurría con el resto de políticas monetarias, la cuestión clave radicaba en si la masa monetaria creada con la política de la plata se integraría en el circuito producción-consumo aumentando el valor de la ecuación (4) o, si, por el contrario, se destinaría a los mercados de rentas y especulación, reduciendo finalmente el valor de dicha ecuación. La conclusión es la misma. En tiempos de deflación y bajos tipos de interés, el destino de estas disponibilidades líquidas, sería, probablemente, los mercados de rentas o el de especulación. (*Colección de Crónicas*, 9 y 22 de mayo de 1936)²⁰. Quizás habría que destacar la insistencia de Bernácer en que la política de la plata causaría graves problemas económicos en México y China, países que habían adoptado un patrón plata. La Administración Roosevelt sostenía que las compras de plata tendrían efectos positivos sobre estas economías, sin embargo, Bernácer predijo con exactitud que la política americana de la plata, al elevar el valor de la moneda, reduciría los precios internos

20. Meltzer indica que, solamente el 14 de agosto de 1935, el tesoro americano compró más plata que la producción anual de ese metal en los Estados Unidos (Meltzer 2003, 462n).

desencadenando una crisis industrial en estos países como ha demostrado posteriormente la historiografía sobre esta cuestión (*Colección de Crónicas*, 20 julio de 1933; Friedman-Schwartz 1993: 489-491; Friedman 1992).

Otra de las políticas que se experimentó durante la Gran Depresión fue la política de obras públicas y en general, el aumento del gasto público. En principio, Bernácer señala las virtudes de la inversión y el gasto públicos en cuanto que se integran dentro del circuito productivo de la economía y por tanto contribuyen a atenuar la depresión gracias a la canalización de recursos «flotantes» del mercado financiero hacia las actividades productivas (Bernácer 1934: 14-15). Sin embargo, Bernácer también establece límites a la eficacia del gasto e inversión públicas por dos razones. En primer lugar, porque a pesar de que conocía el concepto de multiplicador –probablemente por medio de otro economista de origen alicantino, Lorenzo Víctor Paret–, no considera que operara en escala suficiente como para rescatar a la economía de la depresión. En segundo lugar, como demuestran numerosos pasajes en las *Crónicas*, porque un exceso de gasto público impone una carga a la hacienda pública que repercutiría finalmente en el tipo de interés, drenando recursos del ciclo productivo (*Colección de Crónicas*, 30 de mayo de 1935).

Como se puede observar, este pesimismo de Bernácer respecto a la capacidad de las políticas de demanda para superar la depresión lo aleja definitivamente, en el campo de la política económica, de lo que en breve se convertiría en la ortodoxia de política económica hasta los años 70 del siglo xx: las políticas de demanda. Como es conocido, Keynes, caracterizó una depresión en la *General Theory* como una situación en la que, pese a que el tipo de interés era muy bajo, la inversión no aumentaba porque cualquier aumento de liquidez resultaba atesorado en espera de mejores perspectivas. En este contexto, las políticas monetarias expansivas resultaban ineficaces. La única posibilidad de recuperar el nivel de demanda era a través de la política fiscal y particularmente a través de las obras públicas, de tal modo que la acción del Estado sustituía a la inoperante iniciativa privada²¹. Sin embargo, Bernácer, en coherencia con su pensamiento y visión del proceso

21. En cuanto a la política de déficit público del gobierno, una de las políticas que popularmente se asocia a Keynes, apenas existen menciones en sus escritos a la misma (Backhouse-Bateman 2006: 275).

económico, señala que, aun reconociendo la incapacidad de la iniciativa privada para superar una depresión «hacerlo por iniciativa pública conduciría a un ensayo de estatificación, ruinoso para el Estado y la sociedad» (*Colección de Crónicas*, 12 de mayo de 1932). Desde luego, Bernácer, no mostraba un gran aprecio por el trabajo cumbre del economista británico, como demuestra que, en 1945, Bernácer señalara que la *General Theory* «se caracteriza por una retrogradación a los puntos de vista clásicos, disfrazados con una terminología nueva» (Bernácer 1956: 221).

Esta crítica de los instrumentos clásicos de las políticas de demanda, que se repite continuamente en las *Crónicas*, no va a acompañado de sugerencias respecto a las políticas de reforma institucional que Bernácer proponía con claridad en los artículos de *Economía Española*. No hay mención, por tanto, a la creación de un organismo público o privado que, respetando «las finalidades del ahorro individual», recogiera los ahorros privados garantizando su inversión en actividades productivas ya privadas o públicas, amortiguando de este modo los ciclos económicos (Bernácer 1934: 22); ni tampoco de la propuesta de declarar «legalmente abolida la permutabilidad de los bienes de renta» con la curiosa salvedad de no declarar abolidos «esos bienes que representan el capital, el ahorro, las reservas del poder de compra constituidas hasta hoy» (Bernácer (1935a: 28). Ciertamente, no podemos más que conjeturar acerca de las razones por las que Bernácer no introduce tales sugerencias reformistas en los informes al Consejo del Banco de España. Posiblemente, el propio carácter práctico de los informes, tuvo algo que ver en esta decisión.

Otro tema que ocupó desde 1932 la actualidad monetaria y financiera y que tuvo un protagonismo importante en los informes de Bernácer fueron las fluctuaciones del valor de la libra y los intentos de su estabilización, una vez Inglaterra había abandonado el patrón oro. A la altura de 1933, Bernácer considera un éxito la política monetaria inglesa aplicada tras la salida del patrón oro. A su juicio, esta política tiene cuatro características:

- 1.^a detener la baja de los precios y estabilizar el valor interior de la moneda;
- 2.^a comprimir los costes para ir adaptando a esos precios, restableciendo de este modo el margen de la lucratividad de las empresas, que permitiera revivir a la acometividad industrial;
- 3.^a, sanear su hacienda, y 4.^a, mantener la cotización exterior de su moneda dentro de límites favorables a su comercio exterior (*Colección de Crónicas*, 23 de noviembre 1933).

Aparecen en este extracto, como se observa, todas las condiciones de la teoría del tipo de cambio de Bernácer tal como se ha explicado anteriormente. Es decir, la estabilización de la libra debe ajustarse, a su juicio, a la productividad de la economía inglesa y eso es precisamente lo que las autoridades británicas han procurado a través del fondo de regulación de cambios, el Exchange Equalization Fund. Esta intervención, a su juicio, tiene la virtud de hacer prevalecer el equilibrio interno de los precios sobre el externo, el del tipo de cambio (*Colección de Crónicas*, 28 abril 1932 y 25 de enero de 1934).

Los años 1935 y 1936, últimos en que Bernácer redacta los informes para el Consejo del Banco de España, destacan por la presión que la situación económica puso en los países que formaban parte del llamado «bloque del oro», es decir, los países que, a diferencia de Estados Unidos e Inglaterra, habían mantenido el patrón de oro. El bloque se formó en julio de 1933, poco después del fracaso de la Conferencia Económica y Monetaria Mundial de Londres, y estuvo integrado por las más importantes economías capitalistas que todavía permanecían bajo la disciplina del patrón oro como Francia, Bélgica, Suiza, Holanda e Italia. Ya desde el 9 de marzo de 1933, fecha en la que comentaba uno de los episodios más espectaculares de la crisis: la moratoria bancaria y la suspensión virtual del patrón oro de Roosevelt, Bernácer, ante la previsible desvalorización del dólar, anunciaba que esto supondría una gran presión para los países que conservaban el vínculo con el oro (*Colección de Crónicas*, 8 de marzo de 1933). Esta presión se iba a manifestar, precisamente, a partir de febrero de 1934, fecha en que, como se ha mencionado, se estabilizó el dólar a un tipo notablemente más bajo. Hasta ese momento, como el propio Bernácer señalaba, la principal razón que llevaba a estos países a mantener el patrón oro, era la afluencia de capitales al interior de sus economías (*Colección de Crónicas*, 7 de septiembre 1933). Aunque no especifica las causas de la afluencia de capitales, parece claro que se refiere a que, en caso de déficit comercial, los países pertenecientes al patrón oro debían aplicar las llamadas «reglas de juego», entre las cuales se encontraba la elevación del tipo de interés, que, obviamente, atraía capitales exteriores.

El análisis de la crisis francesa resulta particularmente fascinante en cuanto que Bernácer integra en su explicación los acontecimientos económicos y políticos con su exhaustivo conocimiento del funcionamiento y limitaciones del patrón oro. Se trata de un relato vívido

de los avatares que, desde el momento que Reino Unido y Estados Unidos devaluaron sus monedas, sufrió la economía francesa hasta el abandono definitivo del patrón oro que se produciría en septiembre de 1936. Francia, que había estabilizado el franco a una paridad por debajo de la real, era, junto a los Estados Unidos, el país que había acumulado las mayores reservas de oro. Pero no era esta acumulación de reservas de oro, según Bernácer, la principal razón que sustentaba el patrón oro en Francia, sino un sentimiento de «adhesión romántica» que denomina el «mito monetario», y que era alimentado por los «espíritus conservadores» que veían peligrar sus rentas y por los «espíritus revolucionarios» convencidos de que el empeoramiento de la crisis económica acarrearía la posibilidad de un cambio político (*Colección de Crónicas*, 6 de junio de 1935). Tan temprano como en 1933, Bernácer había predicho que tal creencia se derrumbaría ante el devenir de los acontecimientos económicos que iban a desplomar la economía francesa y que la abocarían a la devaluación de su moneda y por tanto al abandono del patrón oro. Esta apreciación se repetiría constantemente en un buen número de informes (*Colección de Crónicas*, 19 de abril de 1934, 7 de julio de 1934, 4 de octubre de 1935, 24 de enero 1936, 8 de mayo de 1936). A juicio de Bernácer, la economía francesa se enfrentaba a un difícil contexto monetario en cuanto que los más importantes países capitalistas habían abandonado la disciplina de los tipos de cambio fijos y habían devaluado, lo que generó un creciente déficit en la balanza comercial que, junto a las dificultades de la hacienda pública, desangraban la economía francesa y la hundían en el mar de la deflación. En consecuencia, mientras Francia se mantuviera en el patrón oro, según Bernácer, se encontraría con un problema «insoluble» y que se agravaría con el tiempo, pues el restablecimiento del equilibrio exigía «la reducción nominal de los sueldos y salarios» que, obviamente, encontraba «una oposición irreductible, a que la gran influencia política de las agrupaciones de funcionarios y empleados dan una gran fuerza» y en consecuencia, «la solución de desconectarlo del oro se impondrá al fin por la fuerza incontrastable de las cosas» (*Colección de Crónicas*, 30 de noviembre de 1933).

Finalmente, en septiembre de 1936, Francia, Gran Bretaña y Estados Unidos firmaron el tratado tripartito que supuso el desmantelamiento del bloque oro y la estabilización del franco (Mouré 2002: 226-243). El estallido de la Guerra Civil española evitó que Bernácer comentara el cumplimiento de su profecía en los informes. Sin embargo, no

faltó mucho y la inminencia de la devaluación la anunció Bernácer en mayo de 1936, cuando la coalición izquierdista anunció su programa económico que contemplaba un aumento del gasto público que, para Bernácer, suponía el final de la aventura francesa del oro (*Colección de Crónicas*, 8 de mayo 1936; Mouré 2002: 221)²². Los informes sí que analizaron, sin embargo, la progresiva disgregación del bloque del oro, al que el propio Bernácer no había augurado larga vida dada la diferente estructura de sus balanzas comerciales²³.

Estas páginas han concentrado la atención en los episodios más significativos, en los grandes temas que ocuparon la atención de los contemporáneos y que nos permiten establecer las líneas maestras de la interpretación de la Gran Depresión por Germán Bernácer. Sin embargo, las *Crónicas* están salpicadas de innumerables pasajes de gran interés como la crisis del oro en Sudáfrica, principal productor de oro del mundo, que sirve a Bernácer para apuntalar su punto de vista de que la escasez de oro nada tiene que ver con la depresión económica (*Colección de Crónicas*, 5 y 12 de enero de 1933), el empréstito de la Hacienda francesa emitido en el mercado londinense (*Colección de Crónicas*, 4 de mayo de 1933), los proyectos del fondo de garantía de depósitos y la reglamentación de actividades bursátiles de la Administración Roosevelt (*Colección de Crónicas*, 8 de marzo de 1934), la insolvencia de la hacienda alemana y las reformas financieras del gobierno nacional-socialista (*Colección de Crónicas*, 22 de marzo de 1934 y 3 de mayo de 1934), las singularidades de la intervención de los cambios de Alemania, Italia y muchos otros países (*Colección de Crónicas*, 13 diciembre de 1935) o la abolición de la Agricultural Adjustment Act, la famosa política intervencionista de los mercados agrarios que promovió el presidente Roosevelt con las políticas de controles de precios (*Colección de Crónicas* 10 y 17 de enero de 1936), por mencionar unos pocos entre el inmenso número

22. El estrecho seguimiento de la crisis del franco francés demostraba el profundo conocimiento que tenía Bernácer del funcionamiento del patrón oro, de la operativa del Banco de Francia e incluso de la política y la opinión pública francesas.

23. Las conferencias de Ginebra y Bruselas (*Colección de Crónicas*, 4 y 25 de octubre de 1934), los continuos ataques sufridos por las monedas de los países del bloque del oro –Suiza, Holanda, Italia, Checoslovaquia o Polonia– (*Colección de Crónicas*, 1 de abril de 1935, 2 y 9 de agosto de 1935, 22 de septiembre de 1935, 24 de abril de 1936) o las sucesivas devaluaciones ya fueran exitosas como el franco belga o auténticos fracasos como el peso argentino son minuciosamente analizadas (*Colección de Crónicas*, 20 de septiembre de 1935 y 6 de diciembre de 1935).

de acontecimientos analizados en las *Crónicas*. Su lectura, como se ha mencionado al principio de esta introducción, sumergirá al lector en el clima que se respiraba en los círculos económicos y en la atmósfera de angustia con la que un economista conocedor de la mecánica de las crisis económicas y observador imparcial, contemplaba el derrumbe y la progresiva profundización en la catástrofe de las economías capitalistas.

Epílogo. Lecciones de Bernácer ante la Gran Depresión de utilidad para los economistas de principios de siglo XXI

Los paralelismos entre la Gran Depresión y las turbulencias económicas que han sufrido las economías occidentales en los inicios del siglo XXI imprimen a las reflexiones de Bernácer una inusitada actualidad, transmutándose en un valioso instrumento para que el lector interesado y el economista especializado, puedan extraer lecciones que les permita interpretar la compleja realidad que se desencadena cuando estalla una crisis económica del calibre de la última padecida por las economías capitalistas.

Desde luego, la primera de ellas es la confianza en la ciencia económica como instrumento capaz de comprender la complejidad de las depresiones económicas. Toda la obra económica de Bernácer transmite una profunda creencia en el poder explicativo de la economía, lo cual, por otra parte, explica su dedicación a una disciplina para la cual, en principio, no había sido formado. La Gran Recesión de 2007-2008 ha supuesto en distintos ámbitos un desprestigio para la ciencia económica en cuanto que ningún economista, dejamos de lado a los profetas con dotes adivinatorias, predijo consistentemente la crisis económica (Backhouse 2012). Sin embargo, las *Crónicas* transmiten un optimismo acerca de la capacidad interpretativa y transformadora de la ciencia económica. De su lectura se deduce que parte de los problemas económicos de la Gran Depresión se deben a dos cuestiones. De un lado, algo común a todas la crisis, es decir, un mecanismo que se pone en marcha a consecuencia de un incorrecto diseño institucional. Por otra, una serie de políticas económicas que responden a un mal diagnóstico de la situación. Ambas, son el resultado, no de la incapacidad de la ciencia económica para interpretar la sucesión de hechos económicos, sino de la influencia de teorías económicas «obsoletas» en los ámbitos

en los que se diseñan las instituciones económicas y se planifica la política económica. Precisamente, tras la victoria del Frente Popular en Francia y la convulsión que en las esferas económicas causó la llegada de la coalición izquierdista al poder, Bernácer señalaba que

los factores económicos básicos son los dominantes e imperan a la larga imprimiendo su tendencia a la evolución económica, mucho antes que sus efectos aparentes se manifiesten. Cuando estos aparecen, el vulgo, para explicarlos, recurre a factores llamados psicológicos, políticos, etc., a factores extraeconómicos en suma, sin advertir que tales adjetivos no son más que la floración de la planta cuyo embrión preexistía en los factores económicos notorios desde mucho antes (*Colección de Crónicas*, 29 mayo 1936).

En su análisis de la Gran Depresión Bernácer utiliza una idea que había introducido por primera vez en 1926: la existencia de dos circuitos productivos. El circuito de la economía productiva, el fondo productivo en la terminología de Bernácer y el fondo improductivo, compuesto este último por los mercados de fincas, el bursátil y lo que denomina mercado especulativo. Las disponibilidades que circulan en el primer circuito, como se ha descrito con anterioridad, aumentan la demanda efectiva, el nivel de precios y contribuyen a la prosperidad económica. Las que circulan en el segundo, sin embargo, producen el efecto contrario y hundén a la economía en la depresión. La sugérenza de suprimir el «mercado de rentas» y en la medida de lo posible, el de «especulación» resulta, desde la óptica del siglo XXI, un tanto radical y utópica. Sin embargo, además de recordar que este tema no era ajeno a los economistas liberales de finales del XIX y principios del XX, Bernácer nos enseña que los mercados tienen una estructura institucional en cuyo marco operan los agentes económicos guiados por su libre y legítima búsqueda del beneficio económico. Sostener que la libre operación de los agentes económicos es suficiente para garantizar un resultado óptimo es una idea demasiado simple que, desde la publicación de *La riqueza de las naciones* (1776) de Adam Smith, es rechazada por la mayor parte de los grandes economistas, aunque no por algunos divulgadores de la ciencia económica. Bernácer, como demuestran sus escritos en los años 30, atribuía una gran importancia a este marco institucional como elemento fundamental para evitar las crisis financieras y económicas. Las burbujas financieras son difíciles de prever y de afrontar, pero el fortalecimiento y mejora de la arquitectura de los sistemas financieros y monetarios internacionales, procurando reformas en la transparencia y en los requisitos contables de las

instituciones financieras, legislando para aumentar la proporción de las emisiones de acciones u obligaciones en los fondos de las entidades bancarias, y promoviendo un mayor control del sistema financiero no-bancario, amortiguaría los riesgos de una crisis financiera. Quizás, todavía no se hayan hecho los deberes en este sentido como alertan algunos renombrados economistas contemporáneos (Rockoff 2019).

La reciente crisis de la eurozona ha puesto de relieve los riesgos y las debilidades de las zonas monetarias en tiempos de depresión. Pero esto no parecía tan evidente a la vista del entusiasmo con que los países europeos acogieron la entrada en vigor del euro y las evidentes e innegables ventajas que la integración monetaria proporcionaría a los países que finalmente adoptaron la moneda común. Las *Crónicas* nos proporcionan un extraordinario observatorio desde el cual contemplar las tensiones que sufrieron los países que permanecieron en el patrón oro durante la Gran Depresión, las ventajas de los que lo abandonaron, las contradicciones de sus políticas y, utilizando las propias palabras de Bernácer, la ambivalencia del mecanismo en cuanto que «... constituye un sistema muy bueno mientras las cosas van bien, pero, en cuanto se tuercen, por una causa u otra –la guerra, la crisis, las dificultades de la Hacienda Pública– constituye un estorbo que hay que eliminar para conseguir restablecer el equilibrio» (*Colección de Crónicas*, 1 febrero de 1934). Cabe destacar que la narración de Bernácer no solo no contradice las investigaciones modernas de los economistas y los historiadores económicos sobre la responsabilidad del patrón oro en la profundización y extensión de la Gran Depresión, sino que intuye las limitaciones de las zonas monetarias demostradas por modelos económicos contemporáneos como el denominado «trilema», es decir el corolario del modelo de Mundell que establece que los países integrantes de un sistema monetario no pueden simultáneamente mantener un tipo de cambio fijo, libertad de movimientos de capitales y mantener su soberanía en términos de política fiscal y monetaria (Eichengreen 1992; Mundell 2001).

Bernácer no era un economista que aceptara puntos de vista o que se acomodara a posturas simplificadas. En los informes encontramos múltiples ejemplos en los cuales Bernácer desmonta tópicos y soluciones a la crisis, que, a su juicio, se basaban en mitos que, los diversos intereses políticos y económicos, trataban de divulgar para fidelizar a su clientela económica o política. Nada tenían que ver con un análisis económico riguroso. Así, por ejemplo, puede sorprender,

a quien interprete el pensamiento económico de Bernácer desde una óptica predefinida, que considere una falacia atribuir a la especulación o a la avaricia de los banqueros las raíces de la depresión (*Colección de Crónicas*, 15 de marzo de 1934). Esto era, a su juicio, una manera superficial de interpretar los problemas económicos. Consideraba que tales posturas, que identificaban un grupo de personas cuyas acciones eran el origen del sufrimiento de la mayoría y que ofrecían simultáneamente soluciones simples como el aumento de salarios, la reducción de la jornada de trabajo o las barreras aduaneras, por ejemplo, eran características de grupos con intereses políticos o económicos. Este es el caso, por ejemplo, de los «planes financieros del nacional socialismo, que envuelven al parecer una política de amplios créditos y detención de los planes deflacionistas que se vienen practicando actualmente por reducción forzada de los salarios y precios interiores» (*Colección de Crónicas*, 5 de mayo de 1932).

Estos pasajes y muchos otros demuestran que Bernácer era un pensador independiente y original, libre de todo tipo de prejuicio ideológico y, como tal, difícilmente clasificable en las diferentes corrientes ortodoxas o heterodoxas de su tiempo y de nuestro tiempo. Observar aisladamente algunos elementos de su obra nos puede conducir a confusiones. Así, los comentarios relativos al intervencionismo gubernamental, la negación del concepto de desempleo tecnológico que Keynes introdujo en la conferencia que ofreció en la Residencia de Estudiantes de Madrid en 1930, o su simpatía por el sistema de banca libre, es decir, un sistema monetario sin banco central, podría hacernos pensar que se encontraba dentro del territorio marcado por los economistas austriacos como Hayek o Von Mises. Por el contrario, su concepción del capitalismo como un sistema genuinamente inestable y sus propuestas reformistas radicales nos situarían a Bernácer en otro extremo del panorama científico más cercano a economistas como Keynes y los keynesianos y algunos reformistas radicales. En realidad, Bernácer es un pensador difícil de clasificar si nos atenemos a las categorías habituales de las diversas corrientes económicas. Desde luego, Bernácer pertenece a esta estirpe y como tal debe ser valorado. Limitarse a valorar su obra en función de la semejanza y anticipación del mensaje de Keynes, o en su filiación con una u otra escuela, empobrecería su legado en cuanto que uno de los valores de su pensamiento económico es su originalidad y su consistencia analítica. La lectura de las *Crónicas* suscitará en el lector múltiples reflexiones sobre el mundo

de entonces, pero también sobre el mundo de hoy. Mundos muy diferentes, pero que, de la mano de Bernácer, el lector encontrará en los informes muchas convergencias que le ayudarán a interpretar las realidades contemporáneas y a navegar intelectualmente en medio de tantas turbulencias.

Referencias bibliográficas

- ASEA, P. K., CORDEN, W. M. (1994), «The Balassa-Samuelson Model: An Overview», *Review of International Economics*, Volume 2, Issue 3, pp. 191-200.
- BACKHOUSE, R. (2012), *The Puzzle of Modern Economics. Science or Ideology?*, Cambridge, CUP.
- BACKHOUSE, R., BATEMAN, B.W. (ed.) (2006), *The Cambridge Companion to Keynes*, Cambridge, CUP.
- BARBER, W. (1996), *Designs within Disorder: Franklin D. Roosevelt, the Economists, and the Shaping of American Economic Policy, 1933-1945*, New York, CUP.
- BERNÁCER, G. (1922), «La teoría de las disponibilidades, como interpretación de las crisis y del problema social», *Revista Nacional de Economía*, n. 40, pp. 47-72.
- (1924), «Discurso sobre los cambios», *Revista Nacional de Economía*, n. 54, abril.
- (1926), «El ciclo económico», *Revista Nacional de Economía*, n. 66, pp. 3-30.
- (1926a), «El ciclo económico II», *Revista Nacional de Economía* n. 67, pp. 155-170.
- (1928), «El cambio, el comercio exterior y la balanza de pagos», *Revista Nacional de Economía*, n. 82, pp. 361-378.
- (1929), «La técnica del retorno al patrón oro», *Revista Nacional de Economía*, n. 83, pp. 3-15.
- (1929a), «La técnica del retorno al patrón oro II», *Revista Nacional de Economía*, n. 84, pp. 223-239.
- (1929b), «La técnica del retorno al patrón oro III», *Revista Nacional de Economía*, n. 85, pp. 405-418.
- (1929c), «Más sobre el patrón oro I», *Revista Nacional de Economía*, n. 87, pp. 195-221.
- (1929d), «Más sobre el patrón oro II», *Revista Nacional de Economía*, n. 88, pp. 403-428.
- (1930), «La depreciación de la moneda española», *Revista Nacional de Economía*, n. 93-94, pp.401-423.

- (1931), «La teoría monetaria de Keynes», *Economía i Finances*, Vol. XIV, n. 27, pp. 286-287.
 - (1932), «La Cartera de fondos públicos en los bancos centrales», *Revista Nacional de Economía*, n. 102, pp. 855-867.
 - (1933), «Análisis de la demanda y síntesis del mercado», *Economía Española*, n. 9, pp. 131-150.
 - (1934), «Etiología de las crisis», *Economía Española*, n. 13, pp. 1-24.
 - (1934a), «Génesis y peripecia del ahorro», *Economía Española*, n. 21, pp. 1-24.
 - (1935), «La teoría del mercado financiero», *Economía Española*, n. 25, pp. 1-30.
 - (1935a), «Moneda y ciclo económico», *Economía Española*, n. 34, pp. 1-27.
 - (1936), «Sed de oro», *Economía Española*, n. 38, pp. 117-145.
 - (1956), *La doctrina funcional del dinero*, Madrid, Instituto Sancho de Moncada.
- BERNANKE, B., JAMES, H. (2000), «The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison», en Bernanke, B. (ed.), *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, pp. 70-107.
- BOIANOVSKY, M., H. DAR, M.H., PRESLEY, J.R. AND BRAÑAS, P. (2006), «Cambridge and the Spanish Connection: The Contribution of Germán Bernácer», *History of Political Economy*, 38,3, pp. 407-436.
- BOETTKE, PETER (ed.) (2000), *Socialism and the Market: The Socialist Calculation Debate Revisited*, 9 volumes, London, Routledge.
- BORDO, M., SINHA, A. (2016), *A Lesson from the Great Depression that the Fed Might Have Learned: A Comparison of the 1932 Open Market Purchases with Quantitative Easing*, Hoover Institution, Working Paper WP16113.
- BRUNNER, K. MELTZER, A. (1968), «Liquidity Traps for Money, Bank Credit and Interest Rates», *Journal of Political Economy*, 1968, vol. 76, 1, pp. 1-37.
- BUSTELO, F. (1931), «Cambio y precios», *Revista de Obras Públicas*, Año LXXXIX, n. 2573, pp. 199-200.
- BUSTILLO, F. (1931), «El nivell des preus. Una nova teoria de Keynes», *Economía i Finances*, X, 12, pp. 218-219.
- Colección de Crónicas del Boletín semanal (1932)*, Madrid, Archivo histórico del Banco de España.
- Cuadros estadísticos relativos a la situación y perspectiva económico-financiera en España (1932-1936)* Madrid, Archivo histórico del Banco de España.
- EICHENGREEN, B. (1992), «Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939», *Oxford, OUP*.
- FISHBACK, P. (2010), «US monetary and fiscal policies in the 1930s», *Oxford Review of Economic Policy*, 26,3, pp. 385-413.

- FRENKEL, J. (1980), «Exchange Rates, Prices and Money: Lessons from the 1920s», NBER Working Papers, n. 452.
- FRIEDMAN, M., SCHWARTZ, A. J. (1993), *A Monetary History of the US 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.
- FRIEDMAN, M. (1992), «Franklin D. Roosevelt, Silver, and China», *Journal of Political Economy*, 100, February, pp. 62-83.
- KINDLEBERGER, CHARLES P. (1985), *La crisis económica 1929-1939*, Barcelona, Crítica.
- HERNÁNDEZ ANDREU, J. (1991), «Pensamiento y economía monetaria en España durante la Segunda República», Documentos de Trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, n. 26.
- LAIDLER, DAVID E.W. (1991), *The Golden Age of the Quantity Theory. The Development of Neoclassical Monetary Economics*, Princeton, Princeton University Press.
- KEYNES, J.M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, London Macmillan and Co.
- (1930), *A Treatise on Money*, 2 Vol., London, Macmillan and Co.
- (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London, MacMillan.
- MCKINNON, RONALD I. (1997), «International Money and Exchange Rates», Cambridge MIT.
- MELTZER, A. (1988), *Keynes's Monetary Theory: A Different Interpretation*, Cambridge, CUP.
- (2003), *A History of the Federal Reserve, Vol. I 1913-1951*, Chicago, The University of Chicago Press.
- MARTÍN ACEÑA, P. (1983), «Germán Bernácer y el Servicio de Estudios del Banco de España», *Hacienda Pública Española*, 81, pp. 117-128.
- (1984), *La política monetaria en España, 1919-1935*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.
- (2000), *El Servicio de Estudios del Banco de España, 1930-2000*, Madrid, Banco de España.
- MOURÉ, K. (2002), *The Gold Standard Illusion. France, the Bank of France, and the International Gold Standard 1914-1939*, Oxford, OUP.
- MUNDELL (2001), «On the History of the Mundell-Fleming Model. Keynote Speech», IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issue.
- PINA, A. (2002), «El español y la ciencia económica. Keynes (1883-1946) en Madrid», *Boletín Económico de ICE*, n. 2.746, 4-10 noviembre, pp. 9-24.
- PRIETO, A. (2013), «El pensamiento económico de Calvo Sotelo», *Studia Histórica. Historia Contemporánea*, 31, pp. 17-48.
- RAMOS, J. L. MARTÍNEZ, T. (2008), «Las ideas económicas de los ingenieros de caminos: la 'Revista de Obras Públicas' (1853-1936)», *Investigaciones de Historia Económica*, n. 11, pp. 9-38.

- REPARAZ, F. (1930), «Las obras públicas y la cotización de la peseta», *Revista de Obras Públicas*, 79, tomo I (2567), pp. 66-71.
- ROCKOFF, H. (1996), «The Gold Standard as a ‘Good Housekeeping Seal of Approval’», *The Journal of Economic History*, 56, 2, pp. 389-428.
- (2019), «Financial Stability in Abnormal Times», *Project Syndicate*, 5 de febrero. <https://www.project-syndicate.org/commentary/financial-stability-risks-from-bad-politics-by-kenneth-rogoft-2019-02>.
- Situación y perspectiva económico-financiera de España (1932-1936)*, Madrid, Archivo histórico del Banco de España.
- TAPIA, J. (1998), *La II República y la quimera de la peseta: la excepción Carner*, Madrid, Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.
- TORTELLA, G., GARCÍA, J.L. (2013), *Spanish Money and Banking. A History*, Basingstoke, Palgrave.
- VICARELLI, F. (1980), *Keynes. La inestabilidad del capitalismo*, Madrid, Pirámide.
- VELARDE, J. (1961), *Flores de Lemus ante la economía española*, Madrid, Instituto de Estudios Políticos.