



















































































































































































































































































monetaria española obedeció al hecho de que esa enorme cantidad de pesetas estuviera dispuesta a ser cambiada, día tras día, año tras año, haciendo presión sobre el mercado.

El proceso de internacionalización del capital bancario padecido por España no fue una excepción en el ámbito financiero internacional. Sin embargo, el elemento distintivo en el caso español fue que no se cumplieron las expectativas para los especuladores extranjeros, razón por la cual los depósitos iniciaron la retirada en el segundo trimestre de 1928 provocando unas consecuencias gravísimas, tanto que Olariaga llegó a considerar la retirada de los depósitos como catastrófica para el cambio. Al objeto de entender sus consecuencias es suficiente percibir los efectos sobre el precio de una mercancía la continua aparición en un mercado de numerosos liquidadores de existencias. Pero el aspecto más lamentado por Olariaga no eran las consecuencias en sí que esta retirada de depósitos especuladores ocasionó, sino que sus efectos hubieran podido evitarse con la adopción a tiempo de unas precauciones adecuadas cuando entraron los depósitos extranjeros<sup>404</sup>.

Aunque más tarde fue desapareciendo la masa de capital especulativo, todas las alteraciones desencadenadas sobre el cambio de la peseta dejaron sensiblemente dañado el mercado, provocando la desconfianza del inversor extranjero a la hora de adquirir pesetas.

## 5.5. LA DEFENSA DE LA PESETA

La solución ofrecida y deseada por Olariaga era la implantación del patrón oro. Como todo liberal, nuestro autor defendía los tipos de cambio fijos precisamente como fórmula para evitar la discrecionalidad de los Bancos Centrales. Veía con claridad que eran los elementos bancarios, y en especial el Banco de emisión, quienes debían haberse preocupado de la estabilidad del cambio de la peseta. Y aunque no le correspondiese técnicamente al Gobierno esta función tampoco encontraba justo eximirle de toda responsabilidad. Creía que era posible hacer algo más que intentar remediar lo irremediable en lo referente al cambio exterior. Consideraba posible regularlo y cuidar su estabilización evitando que las fluctuaciones provocadas por los especuladores imposibilitaran el comercio nacional, así como aprovechar las coyunturas favorables de la economía española para ir mejorando paulatinamente el valor de cambio de la peseta. Olariaga señalaba al Estado como responsable de decidir el valor de la moneda y de realizar las necesarias operaciones, de forma que si había algún beneficio, se apropiara del mismo. Pero manifestaba de igual forma que esa función pública tan delicada, como es la regulación de la circulación, no debía seguir entregada a la especulación. Olariaga se irguió como contradictor de la situación mantenida al denunciar que no era posible continuar con una política monetaria inexistente, y que era imprescindible poner los cimientos de una política monetaria de carácter nacional. De no hacerlo, implicaría incurrir en uno de los más graves casos de irresponsabilidad pública<sup>405</sup>.

Olariaga lamentaba que los elementos bancarios se hubieran desentendido de la vigilancia y regulación del cambio de la peseta, a pesar de que, desde su punto de vista, a ellos competía semejante función.

*«Entre 1914 y 1921 nadie se acordó en España de la política monetaria»<sup>406</sup>.*

---

<sup>404</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, p. 24. Véase también MARTÍN ACEÑA, P., *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, 1984, p. 37.

<sup>405</sup> OLARIAGA, L., «La política monetaria del Banco», 1917, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, p. 141.

<sup>406</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933. p. 112.

Criticó el absentismo en materia de cambios, que permitió que el valor exterior de la peseta se desplomara, y lamentó<sup>407</sup> que ni siquiera hubiera una reacción razonable en 1926 y 1927 ante la especulación internacional al alza de la peseta, debido a lo cual entraron capitales extranjeros por valor de 800 millones de pesetas aproximadamente, recibidos en depósitos a corto plazo por los Bancos españoles. La despreocupación de la autoridad monetaria llegó hasta el punto de no adoptar precaución alguna para paliar las previsibles consecuencias que podían ocurrir cuando comenzaran a retirarse dichos depósitos. «Contrariamente a la actitud observada por otros bancos centrales durante estos años, el Banco de España siguió considerando que velar por la cotización de la moneda no entraba dentro de sus competencias»<sup>408</sup>. De esa forma, cuando los extranjeros que habían comprado las pesetas –adquisición realizada con créditos bancarios de sus países respectivos– empezaron a desprenderse de ellas en la primavera de 1928, amenazaron al mercado de la valuta española con una verdadera catástrofe<sup>409</sup>. Para Olariaga era claro que una caída grande de la peseta conllevaría una subida interior de precios importante y, como consecuencia de esto, tensiones de todo tipo. Por lo que reclamó la necesidad de organizar y vigilar la regulación del cambio. Olariaga defendía el patrón oro para tratar de evitar los abusos del privilegio del Banco de España, no como fin en sí mismo. Los partidarios más firmes del liberalismo afirman que el mundo financiero debe tener control para no ser pasto de especuladores con consecuencias dramáticas para la economía nacional. Es la posición defendida por Eucken en 1939, quien señalaba cómo el orden del mercado está por encima de toda intervención salvo en algunos casos, entre los que está el mundo financiero<sup>410</sup>. O por Velarde en 1948: «Ciertas formas de la actividad económica que repercuten enormemente en el bienestar general, tales como el comercio exterior, el cambio, los salarios, deberán controlarse por el Estado»<sup>411</sup>. Si acudimos a Hayek, observamos que su concepto de liberalismo económico no exige el *laissez-faire*, la no intervención del Estado en la vida económica. Bien al contrario, para Hayek, el mantenimiento del liberalismo requiere un adecuado marco legal que ha de ser obra del Estado<sup>412</sup>. Así mismo, el liberalismo de Hayek es compatible con un sistema de seguros sociales obligatorios y con algunas formas de intervención que moderen situaciones económicas excesivamente duras: «Es indudable que un mínimo de alimento, albergue y vestido, suficiente para preservar la salud y la capacidad de trabajo, puede asegurarse a todos. (...) No hay incompatibilidad de principio entre una mayor seguridad, proporcionada de esta manera por el Estado, y el manteni-

---

<sup>407</sup> OLARIAGA, L., «España y la situación económica del mundo», 1933, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, p. 483; *La política monetaria en España*, 1933, p. 117.

<sup>408</sup> MARTÍN ACEÑA, P., *La política monetaria en España (1919-1935)*, 1984, cit., p. 138.

<sup>409</sup> Olariaga consideraba la especulación como factor coyuntural en la depreciación de la moneda. A su modo de ver, la especulación sólo atacó sistemáticamente al comienzo de la intervención. Pensaba que si la especulación era fuerte y experta, una intervención moderada en los cambios sólo conseguiría seguir alimentando dicha especulación, porque provocaría unas mejoras en el cambio incapaz de sostener cuando los especuladores contraatacaran. No creía posible mantener las intervenciones ante una especulación internacional que confiara en su éxito basándose en la debilidad de los recursos utilizados en la lucha. La postura de Olariaga era la defendida también por Sardá, para quien «existían factores de suficiente importancia para producir por sí solos la depreciación iniciada de nuestra moneda, sin que sea necesario recurrir a explicaciones taumáturgicas, como son la especulación internacional». (SARDÁ, J., *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España*, 1936, citado en JORDAN GALDUF, J.; FUENTES PROSPER, V. y SÁNCHEZ AYUSO, M., *Introducción a la política monetaria general y de España*, 1976, cit. pp. 126-127.

<sup>410</sup> Eucken señalaba cómo el orden del mercado está por encima de toda intervención salvo: 1) En lo referente a los salarios porque afectan a la dignidad de la persona. 2) En el suelo y la vivienda, porque afectan en el orden urbano, la unidad de la familia. 3) El mundo de las armas, por ser necesario su control. 4) El mundo de la agricultura. 5) Y el mundo financiero. Como está basado en la confianza, en el buen orden, en la tranquilidad, hay que estar interviniendo continuamente para que esas situaciones no se perturben. EUCKEN, W., *Cuestiones fundamentales de la economía política*, 1947, pp. 123-125 y pp. 229-232.

<sup>411</sup> VELARDE, J., *La economía intervenida y la libertad*, en Alférez, 1948, cit., p. 6.

<sup>412</sup> BELTRÁN, L., *Historia de las doctrinas económicas*, 1993. p. 363-364.

miento de la libertad individual»<sup>413</sup>. Observa Hayek pues que cualquier medida interventora debe ser analizada en sus efectos, y que «lo inadmisibles y funesto es sustituir el mecanismo de los precios, la economía de mercado, por la voluntad del Estado como medio de determinar el volumen de la producción o la forma de distribuir los bienes»<sup>414</sup>. Olariaga no buscaba una intervención en los cambios por cuestión de prestigio, sino por absoluta necesidad para la economía española. Apostaba por la intervención en los cambios porque preveía que, en caso de producirse una caída fuerte de la peseta —que pudiese provocar una subida interior de precios importante y, como consecuencia, tensiones de todo tipo— era del todo necesario organizarlo, y no dejarlo en manos de las fuerzas del mercado.

Para nuestro autor eran dos los motivos que más frecuentemente habían dado lugar a las intervenciones en los cambios, siendo el primero el estado de guerra. En este supuesto, con la intervención se pretendía evitar que las perturbaciones de la contienda invalidaran la medida de valor y el instrumento de cambio. La segunda clase consistía en la preparación de estabilizaciones legales y era la más interesante para el caso español, porque estas intervenciones preestabilizadoras se basaban en el estudio y organización del mercado de cambios, el tanteo del tipo a que podría sostenerse sin anomalía el cambio de la moneda y la preparación del mecanismo financiero que garantizara una estabilización.

*«La finalidad de una intervención en los cambios consiste, en términos generales, en eliminar la influencia de aquellos actores que, siendo anormales por su naturaleza o por su transitoriedad, pueden producir indebidas alteraciones en el precio internacional de una valuta»<sup>415</sup>.*

Olariaga consideraba que, dada la inhibición del Banco de España en materia cambiaria, era inevitable que algún día el Gobierno se hiciera cargo de dicho cometido, aunque opinaba que el Gobierno no tenía por qué ser necesariamente el responsable<sup>416</sup>. Hasta la fórmula de intervención de los cambios incorporada a la *ley de Ordenación bancaria de 1921* no atisbó en la política monetaria de España ningún intento encaminado a defender el valor exterior de la peseta. La ley Cambó incluyó dos importantes disposiciones con relación al cambio internacional. En primer lugar, se prohibía al Banco de España la exportación de oro sin previa autorización del Consejo de ministros. En segundo lugar, la ley facultaba al Gobierno con poderes para intervenir en el mercado de cambios, e imponía al Banco de España la obligación de colaborar con el Tesoro<sup>417</sup>. A pesar del avance que supuso esta ley, para Olariaga eran insuficientes las normas propuestas en materia de regulación de los cambios por Cambó, el entonces ministro de Hacienda<sup>418</sup>. Las carencias eran dos: en primer

---

<sup>413</sup> HAYEK, F. A., *Camino de servidumbre*, 1990, cit., p. 157.

<sup>414</sup> BELTRÁN, L., *Historia de las doctrinas económicas*, 1993, cit., p. 364.

<sup>415</sup> OLARIAGA, L., «La intervención de los cambios en España», 1929, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, p. 22.

<sup>416</sup> Tal como afirma MARTÍN ACEÑA en *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, «la institución de la política monetaria es el Banco Central», 1984, cit., p. 17.

<sup>417</sup> MARTÍN ACEÑA, P., *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, 1984, p. 19.

<sup>418</sup> El Gobierno contaba con medios técnicos bastante precarios y con recursos legales muy limitados. Entre esos escasos recursos, podía hacer uso de la base séptima de la *ley de Ordenación bancaria de 29-12-1921*, que disponía: «En el caso de que el Gobierno (...) decida ejercer una acción interventora en el cambio internacional y en la regularidad del mercado monetario, el Banco de España, si esta intervención se efectúa por su mediación o con su intervención, participará en la misma proporción que el Estado en las operaciones a que dicha política dé lugar» (p. 1091). Olariaga caracterizó estas insuficiencias: A) la capacidad del Banco emisor para controlar la creación de dinero quedaba muy limitada: mientras existiese la posibilidad de la pignoración automática de la Deuda Pública, el tipo de interés por el que se regularían las relaciones de crédito entre el Banco Central y la banca privada sería el de esas operaciones pignoraticias siendo el ministerio de Hacienda el que

lugar, la limitación del Banco emisor para controlar la creación de dinero, por la posibilidad de la pignoración automática de la Deuda Pública. En segundo lugar, la ley de 1921 sólo dispuso, respecto a la regulación de los cambios, algunas reglamentaciones que además no se cumplieron, dejando que el valor de la peseta siguiera oscilando libremente.

Ante la persistente depreciación de la peseta, la respuesta ofrecida consistió en apelar a la base séptima de la ley del Banco, creando en junio de 1928 un Comité Interventor de los Cambios, que supondría el segundo paso detectado por Olariaga para estabilizar el valor de la peseta. El Comité iba a estar compuesto de representantes del Estado y del Banco, y presidido por el ministro de Hacienda Sr. Calvo Sotelo quien, desde principios de 1928, mantuvo la atención centrada en el cambio exterior de la peseta. Olariaga participó activamente desde su puesto en la Oficina del Control de Cambios en la etapa de la Dictadura. Fue el mismo Calvo Sotelo quien le llamó para intervenir en los cambios precisamente porque Olariaga era un orteguiano, defensor del liberalismo económico, nombrándole secretario del Comité. Según Olariaga<sup>419</sup>, el ministro creía que la desvalorización progresiva del signo monetario era injusta, excesiva y consecuencia de la retirada de los capitales especulativos extranjeros que habían entrado en el país. De ahí deducía la propuesta para mantener el tipo de cambio y, por otra parte, era partidario de la expansión económica a través del aumento del crédito<sup>420</sup>. De esa forma, para evitar las fluctuaciones y desvalorización del cambio exterior, se creó el Comité Interventor de los Cambios con un fondo de intervención de 500 millones de pesetas, y se le otorgaron facultades para llevar a cabo las actuaciones convenientes para controlar el valor de la peseta.

Para Olariaga, la creación y actuación del Comité Interventor implicaba al menos la existencia de un organismo guardián de los cambios; el valor de la peseta no estaría sólo dictado por los especuladores. Al disponer el Comité de una fuerte reserva de oro, tendría capacidad para monopolizar el mercado de divisas impidiendo las oscilaciones del valor de la peseta dentro de ciertos límites. Creía fundamental la potestad otorgada al Comité para hacer desinteresadamente, y no en su propio beneficio —en evidente crítica al Banco de España y a diferencia del mismo— adquisiciones o enajenaciones de oro cuando fuera necesario, de forma que podría gestionar empréstitos internacionales llegado el momento<sup>421</sup>. En todo ello percibía por fin un interés para remediar la ausencia de la

---

tenía la posibilidad de fijar ese tipo que, además lo mantuvo siempre por debajo del tipo de descuento -fijado libremente por el Banco de España- por lo que la capacidad del Banco de emisión para controlar el crédito a través del redescuento de letras era muy pequeña, ya que la banca siempre tenía la posibilidad de evitar el redescuento y obtener crédito del Banco de España pignorando Deuda Pública. La banca privada se interpone pues, como suscriptor de la Deuda, entre el Tesoro y el Banco de España. De esta forma el Tesoro coloca los títulos públicos en la banca, la cual puede pignorarlos automáticamente en el Banco de España, obteniendo con ello una doble ventaja: en primer lugar, a través de la diferencia existente entre el tipo de interés aplicado por el Banco de España a la pignoración y el tipo de interés de los propios títulos; en segundo lugar, la posibilidad de disponer de una gran liquidez por medio de la pignoración, con la cual puede dedicarse a expandir sus créditos dado el carácter automático de dicha operación. Desde 1909, con la reaparición de los déficit públicos, se produjo la monetización indirecta de la Deuda Pública, consistente en que el Banco de España pignoraba los títulos de la deuda, descontando una cantidad menor a los intereses que devengaban esos títulos, con lo que la colocación de las emisiones se facilitaba automáticamente. Para Olariaga, esta práctica iba a ser, a la larga, el primer obstáculo para toda la elevación del descuento. B) Olariaga precisó que, respecto a la regulación de los cambios, la ley de ordenación bancaria de 1921 únicamente dispuso algunas reglamentaciones que además no se cumplieron, por lo que el valor de la peseta siguió oscilando libremente. Esta ley no había encomendado al Banco emisor la función interventora, sino que la había reservado a la iniciativa y dirección del Estado. Además, la disposición por la que el Banco de España no podía exportar oro sin autorización del Consejo de Ministros era desacertada porque impedía el uso regular de la reserva de oro en defensa del tipo de cambio, disposición que, tal como señala Martín Aceña (ob. cit., p. 29), iba a ser hábilmente explotada por el Consejo del Banco para oponerse a la movilización de su stock aurífero. OLARIAGA, L., «La política de regulación del cambio exterior», 1921, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, p. 200.

<sup>419</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, p. 118.

<sup>420</sup> Véase también MARTÍN ACEÑA, P., *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, 1984, p. 132.

<sup>421</sup> Según nuestro autor, si el tipo del descuento no estaba subordinado al interés público, incluso con perjuicio para el inte-

política monetaria en España en materia cambiaria, dando importancia a la estabilidad de los precios y al problema de que la peseta tuviera un valor mayor o menor en el extranjero<sup>422</sup>.

La coyuntura del momento de la intervención se caracterizaba por ser una etapa en la cual la cotización de la peseta había recorrido un camino descendente de forma continuada y en la que los depositantes extranjeros mostraban una desconfianza creciente, ejerciendo una sensible presión sobre el mercado. Esta situación constituía la mayor amenaza en aquel momento para la peseta. Para Olariaga, técnicamente no se podía afirmar que la intervención no fuera organizada en el momento oportuno: aunque el valor había seguido descendiendo insistentemente, el cambio no estaba muy distante de la paridad de los niveles de precios. Aún así, pensaba que hubiera sido preferible que la intervención se emprendiera en 1927, cuando entraron en España los depósitos extranjeros, porque en ese momento se hubiera podido formar una reserva de divisas extranjeras para afrontar más tarde cualquier evento. Creía muy peligroso dejar que la depreciación se prolongara, no sólo por los efectos comerciales sino también por los psicológicos, por lo que había ante todo que contener la desmoralización de los extranjeros poseedores de cantidades muy considerables de pesetas. Para él era importante la percepción social que toda la organización de crédito de España respaldaba la política intervencionista, como paso previo y serio a la estabilización definitiva de la peseta, por lo que en consecuencia, se podía esperar un alza de la misma. La intervención les aseguraba a los especuladores el reembolso en divisas extranjeras y renovaba su esperanza en el alza de la peseta como consecuencia de la eliminación de los factores anormales que la depreciaban.

A tenor de la creación del Comité fueron adoptadas algunas previsiones para poder realizar una intervención en el cambio de la peseta y en la regularidad del mercado monetario, obligando al Banco de España a compartir esa intervención en el caso de que un Gobierno creyera conveniente establecerla, y a poner al servicio de la misma una determinada cantidad de oro. La consecuencia inmediata fue el comienzo de una lucha encarnizada entre el Estado –intentando defender la peseta y poniendo en ello todos los medios, incluso la exportación de oro– y el Banco de España –procurando la inhibición y resistiéndose desesperadamente a que saliera oro para proteger sus beneficios–. En opinión de Olariaga, a los partidarios del inhibicionismo no les preocupaban las pérdidas que pudieran derivarse de la oscilación del cambio, debido a que era el Tesoro Público quien debía afrontarlas principalmente. Lo que no querían era que, para cancelar las deudas contraídas en el extranjero por la moneda extranjera cambiada por pesetas, hubiese que utilizar oro del Banco. Se burlaba Olariaga de que aún existiera alguien capaz de defender que la reserva de oro del Banco infiltraba misteriosamente su valor a la moneda circulante como medio para intentar levantar a la opinión en contra de la salida de oro del Banco<sup>423</sup>. Tal como señala Martín Aceña, «Lógicamente hasta 1928, cuando el ministro de Hacienda tomó la decisión de intervenir en el mercado de cambios y defender

---

rés privado, es inevitable que los precios en España se desajustaran del nivel internacional, por lo que la política monetaria interior quedaría totalmente entregada a la facultad discrecional del Banco de emisión. Y si éste no restringía el crédito, permitiendo la conservación de los precios de nuestra economía cuando estuvieran bajando los de otros países, influiría para que la exportación española disminuyera y, consiguientemente, también por este lado haría presión sobre el cambio de nuestra moneda. Véase OLARIAGA, L., «*El descuento bancario y la regulación del valor de la moneda*», 1921, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 206..

<sup>422</sup> Es importante recordar el estrecho vínculo entre estabilidad de los precios interiores y estabilidad del cambio: la política monetaria afecta al gasto y a la producción no sólo a través de los tipos de interés, sino también del tipo de cambio. Un aumento del dinero provoca tanto una reducción del tipo de interés como una depreciación.

<sup>423</sup> Olariaga apuntaba que los antiintervencionistas se atrevían a hacer estos comentarios existiendo una cobertura de los billetes del Banco con una garantía oro próxima al 60 por ciento mientras la peseta pierde más del 40 por ciento en el cambio con el dólar, o sea en el cambio con la moneda convertible en oro, cuando en 1914 fue evidente que la peseta se ponía a la par con el oro, siendo la garantía oro de la circulación fiduciaria inferior al 35 por ciento (En la *Ley de Ordenación Bancaria* de 24 de enero de 1927 se regulaba, en el Artículo Primero, Apartado B, cómo debía estar garantizada en metálico en caja la circulación de billetes del Banco de España, ob. cit., p. 579). OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, p. 118.

la peseta, los objetivos y criterios del Banco no presentaron ningún conflicto con los objetivos generales del Ministerio de Hacienda. Este surgió, sin embargo, a raíz del cambio en la orientación de la política de cambios de Calvo Sotelo, que exigía una política de carácter restrictivo o contractivo y por consiguiente la subordinación de los intereses del Banco a los intereses generales»<sup>424</sup>.

Pero como el órgano interventor carecía de atribuciones para afectar a la defensa monetaria, a las reservas metálicas del Banco o a la política de crédito, el mercado pudo apreciar cómo la masa de maniobra de la intervención se hallaba limitada a unos créditos totalmente insuficientes dado el volumen de pesetas en manos de extranjeros, por lo que la intervención de los cambios no pudo resistir la tensión monetaria mundial, y los depósitos de los extranjeros se siguieron retirando de forma acelerada<sup>425</sup>. La intervención tuvo que ser suspendida transitoriamente de febrero a junio, y definitivamente en octubre de 1929, al negarse la Banca extranjera a conceder nuevos créditos<sup>426</sup>. Según Olariaga, la tensión monetaria internacional fue el factor más dañino para la intervención, porque contra ésta resultaba durísima la lucha para estabilizar los cambios. La tensión monetaria internacional se declaró en julio de 1928, justamente cuando emprendía sus tareas la intervención —el Comité Interventor de los Cambios había visto la luz en junio del mismo año—. Esta tensión monetaria se manifestó, en primer lugar, cuando los principales Bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos comenzaron a elevar el tipo de descuento, uniéndose poco a poco todos los principales países. La tensión monetaria tuvo unas consecuencias muy negativas en los depósitos extranjeros en pesetas. Los depositantes extranjeros habían comprado las pesetas con préstamos a corto plazo facilitados por Bancos ingleses o americanos. Cuando se produce la contracción del crédito en Inglaterra y en Estados Unidos, estos bancos no renovaron los créditos con fines especulativos, por lo que los depositantes retiraban sus depósitos en pesetas para cambiarlas por libras o por dólares y poder así cancelar sus deudas. Tal como aparece descrito en el Dictamen de la Comisión del Patrón Oro, «El Gobierno de Su Majestad, por razones de conveniencia nacional (...) decidió el pasado año ejercer una acción interventora en el curso de nuestro cambio, intervención que en el año corriente, según declaración del Gobierno, ha sido suspendida»<sup>427</sup>.

En esta situación la medida que los antiintervencionistas creyeron más oportuna fue devolver las pesetas al mercado y comprar otra vez las libras y dólares vendidos. La intervención había retirado del mercado las pesetas para evitar que destrozaran sin necesidad el valor del dinero nacional, mientras que los antiintervencionistas deshacían con desprecio lo conseguido,

«lanzando a la peseta por el despeñadero»<sup>428</sup>.

<sup>424</sup> MARTÍN ACEÑA, P., *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, 1984, cit., p. 139.

<sup>425</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, p. 71. El propio Keynes insistió en que con la reserva de oro del Banco de España en acción no era posible que la actuación de los especuladores fuese tan insensata como para enfrentarse con 700 toneladas de oro. Naturalmente, esto suponía movilizar el oro del Banco emisor, quien se dio cuenta que, si lo hacía, iba a ver mermados sus beneficios. Como los comentarios de Keynes podían dejar más huella que los de Olariaga en la opinión pública, el Banco de España encabezó una ofensiva contra el economista inglés. Véase VELARDE, J., *Olariaga y el Banco de España*, 2003, pp. 18-19.

<sup>426</sup> La intervención de los cambios con objeto de frenar la caída de la peseta, mediante el Comité Interventor, creado en junio de 1928 en virtud de la Base Séptima de la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, resultó ineficaz. Causas de ello fueron a) la negativa del Banco de España para sacar oro, y b) las dificultades de obtener créditos fuera del país ante la crisis económica. Los efectos fueron: 1) Se aprovecharon los sectores financieros dispuestos a evitar la intervención a toda costa, que se dedicaron a comprar libras y dólares vendidos, y 2) la caída de la peseta fue espectacular y el empréstito interior que se emitió en oro no hizo sino complicar más los problemas. Véase HERNÁNDEZ ANDREU, J., «El Banco Central y la política monetaria en España: un enfoque histórico», en FEBRERO, R. *Qué es la economía*, 1977, cit., pp. 726-727.

<sup>427</sup> Comisión del Patrón Oro, *Dictamen de la Comisión del Patrón Oro*, 1929, cit., p. 75.

<sup>428</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 120



Para el sector inhibicionista –que se mostraba hostil a toda política monetaria y procuraría obtener el mayor provecho posible de este fracaso– la suspensión de la intervención fue un éxito.

*«Una actuación que para desarrollarse normalmente requería a todo trance ambiente propicio, se encontró rodeada de una atmósfera negativa, envenenada y calumniosa»<sup>429</sup>.*

Para Olariaga eran muchos los intereses empeñados en el fracaso de la intervención, básicamente el sector financiero y la oposición al Gobierno de Primo de Rivera, a los que ácidamente calificaba nuestro autor de «*hombres prácticos*»<sup>430</sup>. Señalaba que el argumento utilizado por los inhibicionistas, basándose en la habitual inestabilidad de la peseta, era muy simple: en otras ocasiones el valor de la peseta se había elevado por sí mismo sin que hiciera falta dicha intervención, lo que facilitaba popularizar el desprestigio de la intervención. Para Olariaga, evidentemente no era lógico esperar que las circunstancias generales, que en otro tiempo habían sido favorables para la peseta e hicieron posible su automática mejora sin la actuación de una política monetaria decidida<sup>431</sup>, siguieran siendo las mismas.

*«Más no hubo medio de abrir paso a la razón y al buen sentido»<sup>432</sup>.*

*«Aún no se han enterado ni quieren enterarse los sumos sacerdotes del sanhedrín nacional de que la elevación de la peseta antes de la guerra y durante la guerra fue posibilitada por circunstancias económicas nacionales e internacionales muy diferentes a las que existen en la actualidad»<sup>433</sup>.*

Creía que si la intervención española hubiera estado respaldada, por lo menos aparentemente, por las enormes reservas metálicas del Banco de España, los depositantes extranjeros no hubieran manifestado tanta desconfianza. Si la responsabilidad de la intervención hubiera recaído exclusivamente en el Banco de emisión, éste habría ido absorbiendo las pesetas procedentes de los cambios en el mercado y de esta forma se habría conseguido contraer la circulación en el interior a la vez que mermaban las disponibilidades de los especuladores, forzando a los Bancos españoles a remunerar mejor a los depositantes extranjeros. Sin embargo, como las pesetas no eran drenadas de la circulación, volvían a reaparecer actuando de nuevo sobre el cambio sin que la contracción imprimiera consecuencia alguna en la economía real. Si la política de crédito del Banco de España se hubiera sumado a la política monetaria que defendía la intervención, aún realizando inevitables elevaciones del descuento, el conflicto monetario mundial no habría perjudicado tanto a la economía española. Pero al no existir un mecanismo crediticio flexible y adecuado no hubo posibilidad material de que el

---

<sup>429</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, cit., p. 61

<sup>430</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 120.

<sup>431</sup> La situación monetaria de la anteguerra, a pesar de ser la época que se ha dado en considerar *normal* en la vida económica internacional, no tenía nada que ver con las que se dan en España en 1929. En 1929 el clima monetario se presentaba desfavorable y hacía sospechar que la peseta se podía depreciar aún más si no se tomaban las medidas adecuadas: no existía inmigración de capitales; no se daba coyuntura al alza en Europa sino a la inversa; los precios en los países con patrón oro bajaban constantemente, los precios en España no bajaban o lo hacían bastante menos. Había constantes amenazas inflacionistas en el Banco de Emisión, tanto por las emisiones de Deuda pública como por la expansión excesiva de las pignoraciones de títulos, que daba lugar a creaciones de dinero que no representan mercancías o servicios en circulación. Señalaba además Olariaga que existían muchas posibilidades especulativas en los mercados monetarios internacionales dispuestas a rastrear las escasas valutas que quedan por estabilizar. Ninguna de estas circunstancias se daba antes de la Primera Guerra Mundial.

<sup>432</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 119.

<sup>433</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, cit., p. 15.

descuento bancario español siguiera el ritmo internacional. Señalaba Olariaga que al no haber estado nunca la política de crédito orientada a defender el valor de la peseta y, en consecuencia, sometida a las vicisitudes del mercado monetario internacional, era imposible implantar repentinamente ese ajuste. Y el mercado entendió que las atribuciones del órgano interventor eran insuficientes y que no tenía los medios adecuados para afrontar la oscilación de los cambios. Y este aspecto es uno de los más lamentados por Olariaga. En su opinión, incluso con la insuficiente *ley de Ordenación bancaria de 1921* habría sido posible salvar las dificultades con que tuvo que luchar la intervención española, simplemente si se hubiera actuado por comprensión y entusiasmo en la defensa de la peseta, y no por estricta obligación legal.

«Con el organismo emisor leal, pero pasivamente remolcado por un precepto imperativo, no cabía suplir con flexibilidad las omisiones de una ley»<sup>434</sup>.

Tras las referidas experiencias turbulentas, errores y políticas contradictorias, y durante el periodo de suspensión temporal de la intervención de los cambios, el ministro de Hacienda Calvo Sotelo nombró la Comisión del patrón oro, creada por Real Decreto de 9 de enero de 1929 teniendo como finalidad estudiar la conveniencia de implantar el patrón oro en España ante los graves problemas monetarios planteados y, en su caso, proponer al Gobierno las condiciones en que podría ser implantado en España el gold exchange<sup>435</sup>. La pregunta formulada a la Comisión del Patrón Oro era si convenía a España entrar en el régimen de patrón oro, pregunta que también se hacía Bernácer: «¿Conviene a España la implantación del patrón oro? (...) Implantar el oro es una cosa técnicamente fácil, si se tiene la prudencia de respetar la desvalorización consumada; lo malo puede venir después»<sup>436</sup>. El Informe de la Comisión constituyó en su momento el trabajo más luminoso sobre el problema de la peseta, pues planteaba íntegramente la cuestión monetaria.

Dicho Dictamen, fechado el 3 de junio de 1929, pocas semanas antes de los acontecimientos que marcaron el comienzo de la Gran Depresión Internacional, consta de dos partes. La primera contiene interesantes estudios teóricos sobre la relación entre precios, tipo de cambio y cantidad de dinero, reveladores del modo de pensar y trabajar de los economistas de la época. En particular, señala la correlación entre el movimiento español interior de los precios y la cotización de la peseta y afirma que existe una correlación del 40% entre la línea del nivel interior de precios y la del cambio. Por lo que concluye que en el cambio de la peseta hay otro factor de mayor influencia que el nivel de precios, como es la situación de la balanza de pagos. La segunda parte es el Dictamen propiamente dicho, y realiza distintas propuestas en relación con la situación monetaria. Empieza con la consideración del impacto inflacionario de la financiación del déficit público por el Banco de España y sus efectos negativos sobre el tipo de cambio de la peseta, señalando que el derrumbamiento del cambio era consecuencia de una política monetaria subordinada a las necesidades de una Hacienda deficitaria. En otras palabras, la cantidad de dinero en circulación estaba determinada en gran medida por los préstamos

<sup>434</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, cit., pp. 74-75.

<sup>435</sup> Véase ARGANDOÑA, A., «Prólogo» a la obra de OLARIAGA/COMISIÓN DEL PATRÓN ORO, *El patrón oro, la peseta y la economía española (1900-36)*, 1987, p. 5.

<sup>436</sup> BERNÁCER, G., *Fisiología del dinero*, 1930, cit., p. 180. German Bernácer (1883-1965), gracias a una beca de la Junta para la Ampliación de Estudios, completó su formación en Alemania y otros países europeos. La lectura de Wicksell le hizo interesarse profundamente por la Economía. En 1915 publicó su primera obra de Economía. Junto con Olegario Fernández Baños, fue uno de los fundadores del Servicio de Estudios del Banco de España, que comenzó a funcionar a finales de 1930 con el objetivo de asesorar en materia monetaria a las autoridades españolas, preocupadas por la estabilidad de la peseta y la posible implantación del patrón oro. Dentro del Servicio de Estudios sustituyó a Larraz en el puesto de subdirector en 1931, por acuerdo del Consejo del Banco, y llevó a cabo una labor infatigable. En 1932 obtuvo por oposición una cátedra en Madrid. Se jubiló con 72 años después de una larga trayectoria como economista del Banco de España, desde donde realizó una excepcional aportación al conocimiento de la economía nacional.

concedidos por el Banco de España al gobierno. Según la Comisión, la solución del problema cambiario pasaba por la solución del problema monetario, y ésta por la del déficit público. En lo que respecta al cambio de la peseta, la Comisión hacía notar que el gobierno no podía desentenderse del problema, debiendo ejercer, por el contrario, una constante intervención organizada, si bien advertía sobre la necesidad de abandonar la idea de una estabilización inmediata y ni tan sólo próxima de la divisa, mientras no se resolvieran diversos problemas económicos y políticos del país.

Señalaba el Dictamen de la Comisión del patrón oro que el tipo de cambio venía determinado por el nivel relativo de precios y el nivel de precios español estaba determinado a su vez por el déficit de la Hacienda, pero el nivel de precios relativo era el precio español dividido por el precio internacional. En aquellos momentos, con la crisis internacional, el precio internacional se estaba derrumbando, por lo que para tratar de mantener el cambio no había más remedio que seguir la tendencia descendente en el nivel relativo de precios. Lo malo era que en España no se estaba produciendo la caída de precios que sí se daba en el resto de los países. Según rezaba el Dictamen, «no es aconsejable el establecimiento del patrón oro en nuestro país sino sobre la base de una Hacienda tan sólidamente establecida, que no sólo pueda saldar sus obligaciones de presente, sino que permita mirar con tranquilidad las contingencias de lo porvenir<sup>437</sup>».

La Comisión pedía una política de cambios clara y enérgica. Su recomendación explícita era la intervención en el mercado de cambios, para sostener el tipo de cambio real de la peseta (el tipo de cambio corregido por las variaciones relativas de los precios de los principales productos de comercio exterior), con la esperanza de que las oscilaciones de dicho tipo de cambio real serían limitadas en el tiempo y que la intervención sería posible sin grandes costes. La Comisión propuso que mientras no se dieran en la Hacienda, en la política económica y en la política social de España determinadas circunstancias propicias para una estabilidad relativa de precios y de balanza de pagos, era mejor diferir la implantación del patrón oro. En síntesis, «Si la Comisión está unánime en desaconsejar al Gobierno un acuerdo decisivo que pudiera significar la inmediata implantación del patrón oro en cualquier forma, no lo está menos en recomendar al Gobierno una política del cambio exterior clara, enérgica, definida en sus objetivos y medios de acción. No creemos que se deba volver a la política de abstención casi absoluta que fue dominante en el largo periodo anterior de inestabilidad de nuestro cambio<sup>438</sup>».

Durante el Gobierno de transición del general Berenguer<sup>439</sup>, el Sr. Argüelles<sup>440</sup> asumió, en febrero de 1930, la responsabilidad del ministerio de Hacienda, al que se le encomendó la política monetaria y, con ella, la dirección e iniciativa en materia de cambios. El Banco de España fue llamado a colaborar, pero el Consejo de Gobierno del Instituto emisor no estuvo interesado en apoyar los proyectos estabilizadores presentados por los diferentes ministros<sup>441</sup>, ni tampoco estuvo convencido de

---

<sup>437</sup> Comisión del Patrón oro, *Dictamen de la comisión del Patrón Oro*, 1929, cit., p. 66.

<sup>438</sup> Comisión del Patrón oro, *Dictamen de la comisión del Patrón Oro*, 1929, cit., p. 73.

<sup>439</sup> El periodo comprendido entre enero de 1930, tras la dimisión de Primo de Rivera como jefe de Gobierno, y abril de 1931, cuando los partidos republicanos obtuvieron una clara victoria en las elecciones municipales, estuvo caracterizado por la continua desvalorización de la moneda con respecto a su valor de paridad teórica. En marzo de 1931 el valor de la peseta era prácticamente la mitad de la paridad teórica, habiendo experimentado una depreciación desde principios de enero en torno al 20%. Véase MARTÍN ACEÑA, P., *La política monetaria en España (1919-1935)*, 1984, pp. 175-176.

<sup>440</sup> Manuel Argüelles Argüelles (1875-1945) en la dictadura primoriverista fue nombrado, el 25 de enero de 1921, Ministro de Hacienda, permaneciendo en el cargo hasta el 7 de julio del mismo año. Hasta después de la caída de la Dictadura del General Primo de Rivera no volvió a ocupar una posición significativa. En el Gobierno formado en enero de 1930 por el General Berenguer volvió a asumir la cartera de Hacienda, hasta su dimisión en agosto de ese mismo año.

<sup>441</sup> Durante el Gobierno de Transición fue Ministro de Hacienda el Sr. Argüelles (febrero-agosto de 1930), y de Economía, el

que le correspondiera desempeñar un papel importante. Durante los catorce meses de transición entre la Dictadura y la Segunda República, las autoridades monetarias emprendieron una política fiscal de corte restrictivo y aumentaron los tipos de interés oficiales del Banco de España. Argüelles era conocido por su preferencia por la ortodoxia financiera, y ya había desempeñado el mismo puesto por un corto periodo en 1921. Frente a las actuaciones intervencionistas que habían cobrado tanto peso en los años de la Dictadura de Primo de Rivera, Argüelles se esforzó en deshacer todo el sistema de control y vigilancia que se había establecido en materia de cambios, al igual que de llevar a efecto una drástica contención del gasto: el ministro se mostraba partidario de la libertad del mercado de cambios<sup>442</sup>, lo que le llevó poco después de la toma de posesión a la supresión de cualquier traba opuesta a la libre contratación, eliminó el Comité Interventor de los Cambios e incluso todas las iniciativas de estabilización o de nueva intervención que intentaban mantener la confianza del mercado. Sin embargo, de tales medidas no se derivó la corrección que se pretendía de la cotización de la peseta la cual, a merced de toda clase de especulaciones, se hundía irremediabilmente. Olariaga observó con desasosiego cómo seguía cayendo la peseta desde la llegada de Argüelles al ministerio.

*«La peseta se desplomó indócil a las sencillas genialidades de los «hombres prácticos»»<sup>443</sup>.*

Para Argüelles, la contracción del gasto debía ser suficiente para estabilizar el cambio, y que subiría teniendo superávit. Y, de acuerdo con las intenciones del ministro de Hacienda, el Gobierno adoptó un conjunto de disposiciones destinadas a procurar la nivelación de las cuentas del Estado recortando gastos como los dedicados a carreteras o a confederaciones hidrográficas. «Cuando cayó la Dictadura de Primo de Rivera en febrero de 1930, se creyó que la contención de gastos públicos evitaría inmediatamente el descenso de la peseta y sería suficiente para alcanzar la estabilidad, así como que iba a enderezarse automáticamente el mercado de cambios, de manera que se suprimieron los mecanismos intervencionistas. Pensar así fue un error, puesto que la peseta siguió depreciándose»<sup>444</sup>. Sin embargo, Olariaga denunciaba que la estabilización rápida y efectiva del tipo de cambio exigía de las autoridades la complementación de su política fiscal con una política monetaria de corte restrictivo. Las contenciones de gasto público de los gobiernos republicanos no evitaron la caída de la peseta inmediatamente, puesto que en el ritmo depreciativo también intervenía la política de cambios intervalutarios y así, «Seis meses después de la caída en febrero de 1930 del Gobierno de primo de Rivera y a pesar de la contención del gasto público, la peseta seguía depreciándose ya que el ministro Argüelles había suspendido la intervención cambiaria y no había una política monetaria definida»<sup>445</sup>. Y uno de los aspectos más criticados por Olariaga en la actuación de Argüelles era que la doctrina que supuestamente había servido de pretexto a la tendencia antiintervencionista de aquel ministro fue derivada, aunque poco legítimamente, del dictamen de la Comisión del patrón oro, cuando precisamente dicho informe estaba enfocado exactamente en sentido contrario y hubiera podido servirle al ministro de fundamento moral para retomar la intervención de los cambios<sup>446</sup>.

---

Sr. Weiss desde febrero de 1930, reemplazando a Argüelles en el de Hacienda en agosto del mismo año, y el siguiente ministro de Hacienda fue el Sr. Ventosa Calvell, desde febrero hasta abril de 1931.

<sup>442</sup> Véase MARTÍN ACEÑA, P., *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, 1984, pp. 75-76.

<sup>443</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 121.

<sup>444</sup> HERNÁNDEZ ANDREU, J., «El Banco Central y la política monetaria en España: un enfoque histórico», en FEBRERO, R. *Qué es la economía*, 1977, cit., p. 727.

<sup>445</sup> HERNÁNDEZ ANDREU, J., *Pensamiento y Economía monetaria en España durante la Segunda República*, 1991, cit., p. 9.

<sup>446</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933. p. 121. Sin embargo, el *Dictamen* de la Comisión tuvo muy poca difusión. Es posible que Argüelles ni siquiera llegase a conocerlo.

Olariaga no hallaba razón alguna para que Argüelles eliminara el Comité interventor basándose en el Dictamen de la Comisión, cuando justamente éste aconsejaba intervenir los cambios. La injustificada creencia de Argüelles en que las variaciones en los tipos de interés eran totalmente ineficaces, unido a la resistencia del Consejo del Banco de España a permitir elevaciones de consideración, impidió un uso más efectivo de la política monetaria. Pero la manipulación del tipo de descuento era el único instrumento a disposición de las autoridades para regular el mercado de cambios y convencer a los especuladores de la autenticidad de las intenciones oficiales con relación a la cotización de la peseta. Si las autoridades deseaban realmente cambiar las expectativas del mercado y lograr una apreciación duradera de la peseta, era obvio que necesitaban adoptar una política de tipos de interés mucho más restrictiva<sup>447</sup>. Olariaga creía que Argüelles actuó de esta manera porque estaba seguro de que la tendencia del Gobierno a la restricción de los gastos públicos iba a enderezar automáticamente el mercado de cambios, lo cual le condujo a eliminar cualquier mecanismo de control, permitiendo así a los especuladores españoles actuar sin límite ni impedimento, ya que el ministro había asegurado que no iba a haber una próxima intervención o estabilización<sup>448</sup>. Y en cualquier proyecto de estabilización con visos de éxito es innegable la necesidad de una política monetaria fuertemente restrictiva. Analizando la situación creada como consecuencia de las medidas impuestas por Argüelles, podemos afirmar que se produjo un caos económico. Olariaga lamentaba que hasta que la peseta se desplomó no se buscó una solución .

Y esa solución llegó de la mano del Sr. Weiss<sup>449</sup>, siguiente ministro de Hacienda. Weiss, en clara sintonía con el pensamiento de nuestro autor, responsabilizaba al Banco de España del retraso en la puesta en marcha de cualquier posible método eficaz para defender la peseta, por lo que intentó que fuera el Banco de España el que interviniera el mercado, obligándole además a elevar el tipo del descuento. Justamente en la línea propuesta por el Dictamen de la Comisión del Patrón oro, que había aconsejado una intervención de los cambios y una política de regulación de los precios por medio del descuento bancario. Señalaba Olariaga que el objetivo inicial de esta nueva fase de la intervención se centraba en impedir la especulación con los cambios dentro de España, así como en centralizar las operaciones con el exterior para entrar en el mercado internacional en el momento menos perjudicial para la cotización de la peseta, aún resignándose a aceptar el tipo de cotización que le imponía dicho mercado internacional para los saldos desfavorables. Aún así, objetaba que esta intervención no evitaba la presión de un mercado a la baja, por ello la peseta continuó depreciándose<sup>450</sup>.

Olariaga también valoró positivamente la labor realizada por el siguiente ministro de Hacienda,

---

<sup>447</sup> MARTÍN ACEÑA, P., *La política monetaria en España (1919-1935)*, 1984, p. 183.

<sup>448</sup> Los resultados estuvieron lejos de los deseos oficiales. Aunque el objetivo de las autoridades fue la estabilización de la moneda, su capacidad para llevar adelante sus planes fue muy limitada. Esta política dio paso a unas tensiones sociales tremendas, provocando una gran alarma en la clase política, ya que peligraba incluso la monarquía. Argüelles se encontró con la famosa *Aurora Boreal en Puerto Chico*. En verano, alrededor del quince de agosto de 1930, la peseta se estaba derrumbando. Argüelles no se había percatado de que el quince de Agosto operaban los mercados y que por lo tanto, había que vigilarlos y estar informado de lo que estaba pasando. El quince de agosto, estando el ministro Argüelles de romería en Asturias, mientras pensaba que con los recortes de gasto público que había puesto en marcha la caída de la peseta estaba controlada, sin embargo ésta se estaba derrumbando a toda velocidad. Asustado el Gobierno, con el rey al frente y reunidos en el palacio de la Magdalena, trataron de localizar a Argüelles por todos los medios en Asturias. Pero no fue localizado hasta pasadas veinticuatro horas largas. La caída fue tan espectacular que un comentarista aludió a la *Aurora Boreal* que había aparecido detrás de Puerto Chico. Y Argüelles presentó la dimisión.

<sup>449</sup> Julio Weiss (1878-?) fue elegido en 1913 diputado sin interrupción hasta la Dictadura de Primo de Rivera. En 1921 ocupó la cartera de Gracia y Justicia bajo la presidencia de Allende Salazar, durando sólo un mes su gestión al frente de ese ministerio. Después de la dictadura primoriverista, fue ministro de Economía con Berenguer, reemplazando a Argüelles en Hacienda.

<sup>450</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933. p. 125.

Sr. Ventosa Calvell<sup>451</sup>, quién intensificó el camino de la estabilización. Ventosa Calvell era un hombre de gran competencia y muy conocido en los medios financieros internacionales, y contaba, además, con apoyos políticos en el interior para proseguir la labor de estabilización. Era un declarado partidario de estabilizar la peseta después de efectuar la preparación adecuada. Olariaga atribuyó a la acertada actuación de Weiss y de Ventosa Calvell el cambio de actitud de los Bancos extranjeros, de forma que el Banco Morgan de Nueva York, ofreció un apoyo financiero consistente en un crédito de 60 millones de dólares que abrió por Real Decreto de 26-3-31 con la sola garantía personal del Banco de España y el aval del Tesoro Público.

Pero la acción de Ventosa se vio interrumpida con la caída de la Monarquía. Tan sólo unos días después de la concesión del crédito, el 14 de abril, ocurrió un hecho destacado que afectaría a toda la economía nacional: con la proclamación de la República comenzó una nueva etapa en la historia de España.

Olariaga reflexionó acerca de la profunda transformación que la República supuso en la vida política española: las incógnitas planteadas respecto del porvenir económico y social de la nación afectaron a las circunstancias en que había de basarse la política monetaria. La sensación de inestabilidad política derivada del nuevo régimen fue para Olariaga uno de los factores estructurales, lo que él denominaba las «*verdaderas dificultades que se opusieron a la intervención*»<sup>452</sup>, y que esta sensación creaba recelos en el mercado internacional de pesetas.

*«El dinero es muy medroso y no suele querer volver a experimentar las desazones, una vez que las ha pasado»*<sup>453</sup>.

En esta situación Olariaga señaló tres factores por los cuales, a pesar de la defensa que se había realizado de la peseta, la valuta siguió bajando<sup>454</sup>:

1. El «inmotivado pánico» en las clases privilegiadas de la sociedad española provocó una exportación de capitales que suponía una seria amenaza para la cotización de la peseta, y que obligaba a imponer las máximas restricciones a la salida de dinero español y a las operaciones de cambio con el extranjero, lo cual imposibilitaba cualquier intento de controlar los cambios con recursos normales.
2. La desorientación que en el resto de países producía este fenómeno paralizaba de forma indefinida las fuentes de crédito exteriores. El crédito Morgan fue anulado antes de empezar a hacerse efectivo.
3. El rumbo imprevisible que podía tomar la política monetaria española mientras no se viera la respuesta de la economía nacional a la nueva situación política.

El siguiente paso para la estabilización de la peseta se produjo en noviembre de 1931 con la

---

<sup>451</sup> Juan Ventosa y Calvell (1879-1959) perteneció al círculo de Cambó. Fue Ministro de Hacienda desde el 3 de noviembre de 1917 hasta el 2 de marzo de 1918, en el Gobierno de concentración que presidió García Prieto. En 1919 se le encargó la Comisaría de Abastos, que al poco se convertiría en Ministerio de Abastecimientos. No volvería a intervenir decididamente en política hasta después de la Dictadura del General Primo de Rivera, tomando la cartera de Hacienda desde el 18 de febrero de 1931 al 15 de abril siguiente, en el Gobierno que presidió el almirante Aznar.

<sup>452</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, cit., p. 65.

<sup>453</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, cit., p. 67

<sup>454</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 128.

aprobación de la nueva ley de ordenación bancaria, la cual estrechaba el control del Gobierno sobre el Banco de emisión con el nombramiento por parte del Gobierno de tres consejeros del Banco, aumentando su intervención en la política de tipos de interés. Para defender el valor de la peseta se empleó el método de la moratoria sistemática, consistente en ir aplazando los suministros de divisas en el grado necesario para no presionar excesivamente el mercado. Olariaga creía que este procedimiento no era necesariamente recusable, siempre y cuando se tratara sólo de una adaptación circunstancial y transitoria de la demanda a la oferta de dinero extranjero. Sin embargo, afirmaba que en caso de tratarse de un método sistemático en un mercado de pesetas permanentemente deficitario era muy diferente, puesto que daba lugar a un aplazamiento de obligaciones que se iban acumulando y retrasando su cumplimiento. Se adoptó la segunda de las posibilidades, lo cual fue vergonzante<sup>455</sup> para nuestro autor, y fue tan negativa que en los primeros meses de 1932 se llegó al extremo de dañar el comercio exterior por defender la cotización de la valuta sin arriesgar más oro, entrando así en una sistemática demora de las entregas de divisas que le pedían los clientes.

*«El haber mantenido la peseta a un tipo fijo de cambio, mientras las valutas de varios de los países con los que comerciamos o competimos bajan, ha tenido que producir forzosamente estrago en nuestras exportaciones»<sup>456</sup>.*

Para Olariaga esta política tuvo consecuencias funestas en el comercio exterior de España.

*«Es incalculable el destrozo que debió causar tal política en el intercambio comercial de España con otras naciones»<sup>457</sup>.*

Sin embargo, los responsables de la política económica española tampoco reaccionaron en esta ocasión, debido a que esta fase de la política de cambios coincidió con un periodo de depresión comercial en el mundo, por lo que los responsables de la política económica supusieron que toda la contracción del comercio exterior era debida a tal depresión, y no a las medidas cambiarias establecidas:

*«Como si el comercio de importación de un país no fuese tan importante, en términos generales, y en ocasiones más esencial que el de la exportación; y como si la restricción de importaciones no repercutiera a su vez sobre las exportaciones»<sup>458</sup>.*

El único aspecto en el que Olariaga encontró un leve consuelo, porque pudo suavizar la repercusión de estas actuaciones tan desacertadas, fue que esta política de cambios coincidió con la suspensión del patrón oro en numerosos países y con la implantación en varios de ellos de políticas similares a la que se había adoptado en España, por lo cual fue posible sostener estos métodos sin escándalo internacional, *«por fortuna para la economía española»<sup>459</sup>.*

Y fueron muchos aún los años durante los cuales no hubo en España una firme política cambiaria. En 1958, cuando Olariaga advirtió que la política monetaria en España ya iniciaba una senda de normalidad, en cambio la regulación del cambio exterior aún no había sido asumida por el Minis-

---

<sup>455</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, p. 132.

<sup>456</sup> OLARIAGA, L., *La desvalorización de la peseta y sus posibles efectos*, en *Banca y Finanzas*, 1936, cit., p. 64.

<sup>457</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 133.

<sup>458</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 133.

<sup>459</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, cit., p. 133.

terio de Hacienda ni por el Banco de España como una función primordial.

*«en 1958, cuando se manifiesta una preocupación constante en nuestro Ministerio de Hacienda por desarrollar una política de crédito que corresponda a lo que podemos considerar una política monetaria normal, sólo que afectando únicamente a su aspecto interior y no al exterior, el cual siguió dependiendo exclusivamente de motivaciones de orden comercial y sirviendo, por tanto, de instrumento a otro distinto aspecto de la política económica gobernado por el Ministerio de Comercio»<sup>460</sup>.*

La transición entre el sistema de libertad de transacciones exteriores y los métodos de intervención, para pasar posteriormente a la reglamentación del tráfico y transacciones exteriores de un país se produjo pues, tanto en España como en otros países europeos, a raíz de la crisis mundial de 1929 y sus consecuencias en las balanzas de pagos nacionales. No se puede decir que detrás de este movimiento hubiese ninguna idea teórica, sino que fue una salida práctica para hacer frente a la crisis planteada. Fue necesario que transcurriera mucho tiempo hasta que en España se pudo volver a organizar un sistema de libertad de transacciones y pagos exteriores, concretamente, hasta 1959<sup>461</sup>.

## 5.6. EL INHIBICIONISMO DEL BANCO DE ESPAÑA

Si bien todos los países desarrollados encomendaban a sus Bancos centrales de emisión la función reguladora de los cambios, hemos analizado cómo durante muchos años el Banco de España nunca se creyó obligado a desempeñar esta función. Olariaga criticó duramente a los responsables de la política monetaria, ante la grave situación que provocó la depreciación de la moneda en España:

*«en España a nadie le ha preocupado jamás el valor del dinero, ni nadie ha creído que ése pudiera ser uno de los cuidados más importantes del órgano de la circulación monetaria, sino que se ha supuesto que la oscilación del cambio era algo natural y a lo que no hay que dar excesiva importancia»<sup>462</sup>*

Olariaga demandaba al Banco que tuviera como objetivo el favorecimiento del interés nacional, aunque fuese con perjuicio para sus intereses como empresa privada. Sólo de esa forma las operaciones de intervención en los cambios extranjeros tendrían la consideración de un problema nacional, y no sólo de un negocio comercial. Recordaba Olariaga que la estabilización de los cambios era competencia específica e ineludible del Banco emisor<sup>463</sup>. El Banco de España debía ser el responsable de la regulación de los cambios y de los riesgos escondidos tras una política monetaria inadecuada, por lo que Olariaga le acusó de ser el responsable último de la depreciación de la peseta. Para Olariaga,

---

<sup>460</sup> OLARIAGA, L., *La política de crédito en la estabilización española*, 1959, cit., p. 3.

<sup>461</sup> JANÉ SOLÁ, J., «Presentación» a la obra de SARDÁ, J., *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España*, 1975.

<sup>462</sup> OLARIAGA, L., «El descuento Bancario y la Regulación del valor de la Moneda», en *El Sol*, 14-12-1921, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 204.

<sup>463</sup> Aunque, explicaba Olariaga, era posible que en ocasiones muy concretas algún Gobierno hubiera asumido esa función, como en tiempos de guerra, pero se trataría de circunstancias en que las instituciones específicas serían impotentes para realizar sus funciones. Así por ejemplo, cuando en Alemania hubo que hacer frente a los dos problemas que planteaban los capitales especulativos extranjeros, como eran la retirada en un momento dado de los depósitos y al reembolso en divisas oro, el presidente del Banco Imperial y los banqueros particulares fueron los que intentaron hacer frente a la situación. Respuesta totalmente opuesta a la que se dio en España ante un problema similar. Véase OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929. pp. 29-33.



la actuación abstencionista y despreocupada del Banco de España fue causante de un daño profundo en la economía nacional al no atender esta función, de forma que el valor de la peseta siempre había venido oscilando. Y aún hay algo que le parecía más grave, a saber, no sólo que el Banco de España se inhibiera de su responsabilidad, sino que había intentado beneficiarse de la situación en su propio provecho, aún perjudicando los intereses de la sociedad. Tal como señala Martín Aceña, «El Banco de España se había resistido a asumir sus funciones como Banco Central, y nunca consideró que debía respaldar la cotización exterior de la peseta con sus reservas metálicas»<sup>464</sup>.

Olariaga intentaba buscar la razón última que movía al Banco de España en su inhibicionismo, quería hallar respuesta a la cuestión de por qué el Banco de España, a diferencia de otros bancos centrales, nunca consideró que regular el cambio de la divisa fuera una de sus funciones naturales. Según Martín Aceña, la razón no podía estribar en «una supuesta preferencia de los directores de nuestro Instituto emisor por un tipo de cambio flexible. Tampoco se debe a que los gobernadores del Banco estuviesen convencidos de las ventajas que en teoría proporciona un tipo de cambio fluctuante»<sup>465</sup>. Olariaga concluyó que el Banco de España prefirió dedicarse a especular con los cambios en provecho de sus accionistas, en lugar de interesarse por regularlos en bien del país<sup>466</sup>.

*«El Banco «es el mayor especulador de toda la Península» y obtiene beneficios de los cambios elevados»<sup>467</sup>.*

*«El Banco de España jamás ha hecho una política seria de nivelación del cambio, y generalmente cuando ha intervenido la ha hecho con una de estas dos finalidades: ganar dinero especulando o amontonar oro innecesario para fascinar a nuestros analfabetos parlamentarios el día no lejano en que expire la concesión del privilegio y pueda presentarse otro Banco a disputárselo»<sup>468</sup>.*

## 5.7. CONCLUSIÓN

*«En la hora actual monetaria de España tiene sentido todo menos la política tradicional, menos la inhibición»<sup>469</sup>.*

A la luz de la obra de Olariaga, las conclusiones a las que llegó el profesor respecto a la depreciación de la peseta son las siguientes:

1. *El comienzo de la Primera Guerra Mundial propició una posición privilegiada para la peseta.* El Banco de España obtuvo grandes beneficios gracias a las importaciones de oro, a la recuperación de valores nacionales en poder de extranjeros y a los préstamos realizados a países beligerantes. Al finalizar la Guerra, la coyuntura internacional presentaba una contrac-

---

<sup>464</sup> MARTÍN ACEÑA, P., *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, 1984, cit., p. 32.

<sup>465</sup> MARTÍN ACEÑA, P. *La Política Monetaria en España (1919-1935)*, 1984, cit., p. 203.

<sup>466</sup> OLARIAGA, L., «El Banco de España, plaga nacional III. Las ganancias del Banco son causa permanente de que en tiempo normal sea depreciado el dinero español», 1915, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992. p. 122.

<sup>467</sup> OLARIAGA, L., «El Banco de España, plaga nacional III. Las ganancias del Banco son causa permanente de que en tiempo normal sea depreciado el dinero español», 1915, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 123.

<sup>468</sup> OLARIAGA, L., «La renovación del privilegio de varios Bancos de emisión y la situación del Banco de España II», 1918, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 171

<sup>469</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, cit., p. 18.

ción mundial del crédito y una fuerte especulación en valutas extranjeras. En torno a 1919 y 1920, las sucesivas estabilizaciones monetarias del extranjero redujeron el círculo de atracción para los especuladores, quienes al dirigirse a la peseta produjeron el alza de 1926 al 1929, provocaron una fuerte caída de la peseta ante la pasividad de la autoridad monetaria, en coincidencia además con la renovación del privilegio de emisión de billetes del Banco de España. Con la trayectoria de la política monetaria en España se consiguió que la moneda española quedara abandonada al destino. El inhibicionismo de la autoridad monetaria provocó grandes desastres para una economía debilitada y que, sin el apoyo firme y decidido del Banco de España por defender el valor de la peseta, tendría grandes dificultades para remontar la crisis. Ello, unido al gran desconocimiento generalizado del tema, hizo posible que ni siquiera los financieros españoles estuvieran convencidos de la necesidad de defender la moneda nacional.

2. *El detonante de la depreciación de la peseta fue la entrada en España de capital especulativo valorado en torno a 700 u 800 millones de pesetas.* El elemento distintivo en el caso español respecto a otros países a los que también afluyó capital especulativo fue que no se cumplieron las expectativas para los especuladores extranjeros, razón por la cual los depósitos iniciaron la retirada en el segundo trimestre de 1928 provocando unas consecuencias gravísimas, tanto que Olariaga llegó a considerar la retirada de los depósitos como catastrófica para el cambio.
3. Cuando a finales de junio de 1928 y mediante la creación del Comité Interventor de los Cambios se organizó la acción interventora, aparecieron diversas *dificultades para sostener el cambio de la peseta*:
  - 3.a) Las pocas atribuciones otorgadas al Comité Interventor de los Cambios prácticamente le inhabilitan para sostener el valor de la peseta, cosa que no hubiera ocurrido si la intervención hubiera sido responsabilidad única del Banco de España.
  - 3.b) La depreciación de la peseta es un efecto, y lo que tiene que hacer la autoridad monetaria para corregirlo es solucionar la causa que provoca esa depreciación. Por eso, la estabilización rápida y efectiva del tipo de cambio exigía que las autoridades completasen su política fiscal encaminada a la contracción del gasto y al control del déficit público, con una política monetaria de corte restrictivo.
  - 3.c) Si la intervención hubiera sido de la exclusiva responsabilidad e incumbencia del Banco de emisión, éste habría ido absorbiendo del mercado las pesetas que aflúan de los cambios y, al mismo tiempo que restaba disponibilidades a los especuladores, habría logrado contraer la circulación en el interior, forzando a los Bancos españoles a remunerar mejor a los depositantes extranjeros.
  - 3.d) Si la política de crédito del Banco de emisión hubiese podido correr pareja con la monetaria de circulación internacional que seguía la intervención, y se hubieran efectuado las entonces inevitables elevaciones del descuento, la tensión monetaria mundial no habría causado tanto daño. Olariaga sostuvo que la tensión monetaria internacional, declarada en julio de 1928, justamente cuando emprendía sus tareas la intervención, fue el factor más dañino para la intervención, ya que contra ésta resultaba durísima la lucha para estabilizar los cambios.

Las razones esgrimidas por Olariaga para que la autoridad competente ejerciese una intervención capaz de detener la caída vertiginosa del valor de cambio de la peseta coinciden con los habituales planteamientos de los autores alineados en torno al libe-

ralismo económico. Olariaga, asumiendo los planteamientos de Eucken, defendía el intervencionismo en lo relativo al tipo de cambio amparándose en la consideración de que el mundo financiero debe tener control para no ser pasto de especuladores con consecuencias dramáticas para la economía nacional. Eucken señalaba que el orden del mercado está por encima de toda intervención salvo en algunos aspectos concretos, entre los que se halla el mundo financiero. Como éste se encuentra basado en gran medida en la confianza, en el buen orden, en la tranquilidad, Eucken opinaba que el Estado debe estar interviniendo continuamente para que esas situaciones no se perturben. «Dondequiera que penetremos, encontramos que están mezclados elementos de economía con dirección central con elementos de economía de tráfico»<sup>470</sup>. La misma posición es defendida por Hayek, cuando afirmaba que el mantenimiento del liberalismo requiere un adecuado marco legal, que ha de ser obra del Estado: «Es importante no confundir la oposición contra la planificación (...) con una dogmática actitud de *laissez faire* (...) El funcionamiento de la competencia no sólo exige una adecuada organización de ciertas instituciones como el dinero, los mercados y los canales de información –algunas de las cuales nunca pueden ser provistas adecuadamente por la empresa privada–, sino que dependen, sobre todo, de la existencia de un sistema legal apropiado»<sup>471</sup>.

4. *Olariaga consideraba una completa inexactitud atribuir la depreciación de la peseta a la política económica del Gobierno*, puesto que el Banco de España era el responsable de velar por el valor exterior de la peseta. Sin embargo, y ante el hecho de que el Banco de España no encontraba que entre sus funciones estuviera la de estabilizar los cambios, a fuerza de inhibirse en las cuestiones monetarias no quedaba otro responsable que el Gobierno. «No sería justo exculpar totalmente al Gobierno (...) porque fueron sus esfuerzos los que habían encendido la fe en la peseta, pero sí es justo decir que a él no competía técnicamente la previsión de ciertas posibles consecuencias»<sup>472</sup>. Una compleja serie de acontecimientos nacionales e internacionales, sumados a la entrada masiva de capital especulativo en 1927 y, fundamentalmente, al inhibicionismo del Banco de España, hicieron que el tipo de cambio de la peseta se desplomara.
5. *El Estado era el responsable de decidir el valor de la moneda y de realizar las necesarias operaciones*, de forma que si había algún beneficio, se quedara con él. Pero creía así mismo que esa función pública tan delicada, como es la regulación de la circulación, no debía seguir entregada a la especulación. Olariaga mostró su oposición a continuar con una política monetaria inexistente<sup>473</sup>. A su vez estimaba como tarea imprescindible sentar los cimientos de una política monetaria de carácter nacional, ya que no hacerlo implicaría incurrir en uno de los más graves casos de irresponsabilidad pública. El tiempo daría la razón a Olariaga. Esta advertencia realizada por Olariaga en 1917 se vería llevada a la práctica casi ochenta años después. Su aspiración para que el Banco emisor asumiese el control del tipo de cambio como mecanismo para la estabilidad económica se vería finalmente reflejado la *Ley de*

---

<sup>470</sup> EUCKEN, W., *Cuestiones fundamentales de la Economía política*, 1947, cit., p. 229.

<sup>471</sup> HAYEK, F. A., *Camino de servidumbre*, 1990, cit., pp. 64/66.

<sup>472</sup> OLARIAGA, L., *La intervención de los cambios en España*, 1929, cit., pp. 32-33.

<sup>473</sup> Según explica Rojo, «Durante décadas, y sin más excepciones que algunas actuaciones transitorias y esporádicas, las autoridades españolas han practicado un sistema de «dinero pasivo» en el que la oferta monetaria tendía a adaptarse pasivamente a los requerimientos de la demanda de dinero. La política monetaria española sólo comenzó a disponer, de hecho, de medios adecuados para instrumentar un control activo y continuo de las magnitudes monetarias hacia el año 1973». ROJO, L. A. y PÉREZ, J. *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, 1977, cit., p. 7.

*Autonomía del Banco de España de 1994*: «Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos, instrumentando la política de tipo de cambio»<sup>474</sup> es una de las finalidades y funciones del Banco de España.

6. *Beneficios derivados de la intervención*: Con la regulación del cambio la acción interventora habría conseguido efectos muy positivos a la economía nacional, como mantener estable el valor exterior de la peseta desde julio de 1928 a febrero de 1929 y desanimar a los depositantes extranjeros que adquirieron pesetas en sus expectativas de conseguir nuevas ganancias mediante la especulación. Olariaga creía que la intervención había constituido por primera vez un atisbo de política de ordenación monetaria y financiera, cuya ausencia había provocado numerosas carencias en la economía española. Todo ello, a cambio de un coste muy pequeño, ya que el único coste real que Olariaga atribuyó a la intervención era la exportación de una cantidad de divisas oro realizada para sostener el cambio, siendo una práctica habitual en todos los países que han tenido que regular el cambio de sus monedas durante el periodo de perturbación monetaria internacional.
7. *Posibilidades de adoptar en España un patrón monetario internacional*. Olariaga era un firme defensor del patrón oro, y lamentaba mucho que en España no se hubiera introducido este sistema. No era partidario de implantarlo en cualquier momento y sin garantías, pero sí le parecía un buen objetivo el perseguir el patrón oro para España. Lamentó mucho que desapareciera el patrón oro. Tras la conferencia de Bretton Woods estudió las conclusiones alcanzadas. Olariaga opinaba que la única condición ineludible para adoptar en España un patrón monetario internacional es que se llegara a una inteligencia entre las principales potencias para restablecer un patrón monetario común con las necesarias precauciones y garantías de que había de responder a las necesidades mundiales. «No pedimos mucho para tratarse de un país civilizado; pedimos simplemente que no se siga traficando con la soberanía del Estado; (...) que se obligue al Banco a cumplir con su deber poniendo el oro a disposición de España que lo necesita para preparar la defensa de sus cambios»<sup>475</sup>.

---

<sup>474</sup> Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España. BOE de 2 de junio de 1994. Artículo 7, Cap. II: Finalidades y funciones.

<sup>475</sup> OLARIAGA, L., «Cómo puede ser útil para la economía nacional una acumulación de oro», 1918, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 160.

## Capítulo 6: LA INFLACIÓN EN EL PENSAMIENTO DE LUIS OLARIAGA

«Por la inflación no se va al enriquecimiento de las naciones, sino a una maraña de conflictos y a una depauperación del propio organismo económico, cuya corrección exige luego decisiones heroicas»<sup>476</sup>.

### 6.1. INTRODUCCIÓN

La especial importancia concedida por Olariaga al tema de la inflación se debía a varios motivos. Por un lado, las implicaciones políticas y sociales que conlleva. Por otro, el hecho de que Olariaga se consideraba a sí mismo el «importador» del concepto de inflación, ya que durante la Primera Guerra Mundial, en su época de comentarista en *El Sol*, fue él quien lo incorporó al pensamiento económico español:

«El concepto de inflación me tocó importarlo en España, en el extinto periódico *El Sol* durante la Primera Guerra Mundial comentando un artículo que publicaba en la revista inglesa *Economic Journal* el entonces profesor Edgeworth de la Universidad de Oxford, refiriéndose a la elevación de los precios motivada por los incrementos de dinero que los Gobiernos de los países beligerantes se veían obligados a realizar para hacer frente a los gastos de la guerra»<sup>477</sup>.

Olariaga fue además el primero en utilizar el término «desinflación»<sup>478</sup> en lugar de deflación, habitualmente empleado.

La inflación tiene su detonante en la Primera Guerra Mundial, momento en que aparece en la literatura económica como un fenómeno económico importante. Olariaga empezó valorando el interés por el tema de la inflación como algo pasajero y superado teóricamente<sup>479</sup>, y supuso que se trataba de un problema circunstancial aparecido con ocasión de las guerras mundiales y de los enormes gastos que los Estados beligerantes se vieron obligados a acometer. Sin embargo, la experien-

---

<sup>476</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 236.

<sup>477</sup> OLARIAGA, L., *Los efectos de la inflación mundial*, 1971, cit., p. 5.

<sup>478</sup> OLARIAGA, L., *El dinero: Teoría del Dinero*, 1947, cit., p. 140. Olariaga utilizaba el término *desinflación* frente al de *deflación*, habitualmente empleado en la literatura económica. Para guardar fidelidad a la terminología utilizada por Olariaga, en nuestro análisis emplearemos también el término *desinflación*. Este término no está registrado en el *Diccionario de la Real Academia Española*. Sin embargo, sí que ha sido recogido recientemente en el Diccionario del español actual. Según el Instituto de Lexicografía de la Real Academia Española, se trata de un término del que existe escasa documentación, fechándose en los años cincuenta la primera disponible en la Base de Datos de la Real Academia Española. Esto no significa que no exista documentación especializada anterior, pero revela una frecuencia escasa del término.

<sup>479</sup> Véase OLARIAGA, L., «La misión de la banca en los ciclos económicos», en *Banca y Finanzas*, mayo 1936, p. 22.

cia y los acontecimientos posteriores demostraron que la inflación tendría necesariamente una consideración más allá de coyuntural, y terminó convirtiéndose para nuestro autor en una preocupación permanente, ocupando un lugar de especial relevancia en su obra y análisis. Llegó a comprender que la inflación sería una constante en el sistema económico capitalista, por lo que se convirtió en una preocupación que arrastró a lo largo de toda su vida, sobre la que fue evolucionando su pensamiento, adaptándose a los progresos teóricos y a la realidad internacional. Incluso en sus últimas obras fue uno de los temas a los que dedicó parte de su reflexión<sup>480</sup>.

## 6.2. EL SOPORTE TEÓRICO DE LA INFLACIÓN EN OLARIAGA

Parece conveniente realizar un breve recorrido por las teorías de inflación en las que se apoya Olariaga.

La inflación es una enfermedad monetaria. El término fue acuñado con ocasión del impresionante aumento de los precios durante la Guerra de Secesión norteamericana. Etimológicamente inflación quiere decir «inflamamiento». Pese al frecuente uso que se hace del término *Inflación*, se corresponde con uno de los conceptos más complejos y difícilmente aprensibles, en toda su profundidad, de la teoría económica. La acepción comúnmente más aceptada de inflación<sup>481</sup> describe una situación en la cual el nivel general de precios de la economía está subiendo de forma continuada, siendo la tasa de inflación la variación porcentual que experimenta el nivel de precios con respecto al periodo anterior. La inflación indica la subida del nivel general de precios a lo largo del tiempo<sup>482</sup>. En la literatura económica existe una amplia diversidad de definiciones. Unas parten de la consideración de los efectos más relevantes y directos que se acusan en el nivel de precios. Esta orientación es la que más ha calado en un lenguaje común, entendiendo la inflación como una tendencia al alza de los precios. Olariaga criticó esta noción de inflación, por ser excesivamente simplificadora, ya que los precios pueden subir por causas independientes de las variaciones en la oferta monetaria. Una buena definición es la aportada por Laidler y Parkin. Para ellos «La inflación es un proceso de elevación continua de los precios o, su equivalente, de disminución continua del valor del dinero»<sup>483</sup>. Friedman popularizó la siguiente: «La inflación es siempre y en cualquier lugar un fenómeno monetario (...) y sólo puede llegar a producirse por existir un incremento más rápido en la cantidad de dinero que en el volumen de producción»<sup>484</sup>. Según Rojo y Pérez, «Ritmos rápidos de crecimiento de la cantidad de dinero son condición necesaria y suficiente para el sostenimiento de procesos rápidos de inflación a largo plazo»<sup>485</sup>. Así pues, la causa de la inflación es la pérdida del valor del dinero por la abundancia del mismo.

El estudio de la inflación en Olariaga es controvertido. Fue siempre fiel a las influencias del mundo hayekiano y del *Treatise*, donde Keynes ya anticipaba su explicación de la creación del dine-

---

<sup>480</sup> Así por ejemplo en la obra de Luis OLARIAGA *La Sociedad a la Deriva*, publicada en 1971, la inflación sigue siendo para Olariaga un tema central en su análisis. En el mismo año publica *Los efectos de la inflación mundial*. Y en 1973, a la edad de 88 años y tan sólo tres antes de su fallecimiento, prologa la obra de Alejandro CONDE LÓPEZ, *Socio-economía de la inflación*.

<sup>481</sup> MANKIW, N. G., *Principios de Economía*, 2002, p. 9.

<sup>482</sup> SAMUELSON, P. y NORDHAUS, W., *Economía*, 2002, p. 407.

<sup>483</sup> LAIDLER y PARKIN, *Inflation, a survey*, 1975, cit., p. 741, citados por FRISCH, H., en *Teorías de la inflación*, 1988, cit., p. 23.

<sup>484</sup> FRIEDMAN, M., *The Conter-Revolution in Monetary Theory*, 1970, cit., p. 24. También en FRIEDMAN, M. y FRIEDMAN, R., *Free to choose*, 1980, cit., p. 254.

<sup>485</sup> ROJO, L. A. y PÉREZ, J., *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, 1977, cit., p. 38.

ro bancario, así como la inflación de demanda y la inflación de costes<sup>486</sup>. Cuando Olariaga publicó *La política monetaria en España* (1933), Keynes acababa de publicar esta obra<sup>487</sup>. Sin embargo, Olariaga se mostró siempre muy crítico con la *Teoría General* ya que la encontraba confusa, con lagunas y pensaba que era una fuente de peligros terrible<sup>488</sup>. Olariaga estaba convencido de que las formulaciones de la *Teoría General* podían transformarse en «metralla a favor de políticos demagógicos, que podían comprometer, además, muy seriamente, el desarrollo económico español»<sup>489</sup>.

Olariaga se apoyaba también en la teoría cuantitativa de la moneda, que había sido la dominante durante siglos. Según ésta, un incremento de la cantidad de moneda tiende a producir variaciones proporcionales de todos los precios sin alterar la estructura de los precios relativos. Esta posición surge en la segunda mitad del siglo XVI como explicación de la llamada «revolución de los precios». Muchos observadores contemporáneos explicaron ese fenómeno por la importación de metales preciosos producto del descubrimiento de América, construyendo de ese modo las bases del monetarismo. Esta escuela se perfeccionó y consolidó a fines del siglo XVIII, gracias a la reacción victoriosa contra los mercantilistas guiada por Hume y Smith.

Olariaga, influido por Hayek, rechazaba la neutralidad del dinero. El principio de la neutralidad monetaria establece que las variaciones de la cantidad de dinero influyen en las variables nominales, pero no en las reales<sup>490</sup>: «la principal objeción de Hayek a esta teoría es que se fija solamente en el nivel general de precios, y adolece de una incapacidad consustancial para descubrir los efectos que sobre la estructura relativa de los precios produce una expansión de los medios de pago dis-

---

<sup>486</sup> Véase KEYNES, J. M., *Tratado del dinero*, 1996, Cap. II: «El dinero bancario», pp. 44-52; y Cap. XVI, XVII y XVIII, pp. 227-252. En esta obra, Keynes trató de encontrar el fundamento teórico para encomendar a la política monetaria la tarea de estabilizar el valor del dinero en términos de un índice nacional de los precios, prescindiendo del patrón-oro internacional y como medio para estabilizar la producción y el empleo. Para ello trató de demostrar que la inestabilidad de la producción era la consecuencia de la inestabilidad de los precios.

<sup>487</sup> KEYNES publicó *A Treatise on Money* en 1930. Años después, cuando Olariaga publicó *El Dinero* (1947), éste tiene una estructura paralela a la del *Treatise*, al que trata de emular, ya que en ambas obras el tomo I se dedica a «La teoría pura del dinero» y el tomo II, a «La aplicada».

<sup>488</sup> Olariaga detectó la evolución del pensamiento keynesiano desde su *Tratado del dinero* hasta la *Teoría General*. En el primer caso, Keynes aún no ha sufrido la amarga experiencia de una depresión profunda y prolongada como fue la vivida entre 1929 y 1933. De la temprana insatisfacción que le produjo a Keynes el *Treatise on money*, de las críticas que suscitó y de la inusitada profundidad y persistencia de la Gran Depresión, surgiría la *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. Cuando Keynes escribe la *Teoría General*, ha vivido y padecido la Gran Depresión y sus consecuencias. Éste fue el detonante que le llevó a considerar que: «en el proceso de ajuste a corto plazo, en contraposición al pensamiento de Marshall, son las cantidades, en lugar de los precios, las variables que más rápidamente se acomodan ante cualquier cambio en el mercado» (Véase JORDAN, J. y otros, *Introducción a la política monetaria general y de España*, 1976, cit., p. 60.) Si en estas circunstancias, en que el tipo de interés puede ser demasiado elevado, la economía entra en una fase depresiva, la política monetaria será probablemente ineficaz para salvar la depresión, debido a que la eficacia marginal del capital desciende notablemente y las expectativas del público sobre el tipo de interés se hacen muy inelásticas. De esta manera, y tal como señalan Rojo y Leijonhufvud, la política monetaria pierde el protagonismo, que lo asume la política fiscal. Como indica Hayek refiriéndose a Keynes «sus preferencias políticas le convirtieron en el inflacionista, o al menos en el ávido antideflacionista de los años Treinta» (Véase HAYEK, F., *¿Inflación o pleno empleo?*, 1976, cit., p. 39.) Aclaró Olariaga que la *Teoría General* de Keynes no es propiamente una teoría del dinero, sino una teoría de la producción, aunque sí lleva implícita una teoría del dinero que matiza los conceptos fundamentales de su *Tratado del Dinero*. Olariaga explicaba cómo Keynes, en su *Teoría General*, hacía girar todo el problema del equilibrio monetario en torno a la «ocupación total». Encuentra Olariaga que quizá el aspecto más interesante de esta obra, en cuanto al estudio de la teoría monetaria, es «la precisión de conceptos para el análisis de las variaciones de los precios debidas al influjo de modificaciones del volumen del dinero» (Véase OLARIAGA, L., *El Dinero. Teoría del Dinero*, 1947, cit., p. 106.)

<sup>489</sup> VELARDE, J., *Olariaga y el Banco de España*, 2003, cit., p. 30.

<sup>490</sup> La mayoría de los economistas están de acuerdo en que la neutralidad del dinero describe aproximadamente la conducta de la economía a largo plazo. Véase MANKIW, N. G., *Principios de Economía*, 2002, pp. 393-394.

ponibles. No contempla, por ello, las consecuencias más graves del proceso inflacionario: la mala inversión de recursos y la generación del correspondiente paro laboral»<sup>491</sup>. Tanto Hayek como Olariaga estaban influidos por Thornton<sup>492</sup>, para quien el dinero no era neutral a corto plazo, sino que afectaba a los precios tanto a través de un mecanismo directo como de otro indirecto que, a través del tipo de interés, influía sobre la economía en su conjunto, alterando los precios relativos y los niveles de ocupación y producción. Si bien reconocía que a largo plazo los mecanismos de ajuste acababan afectando al nivel general de precios<sup>493</sup>.

Dentro de los cuantitativistas, Olariaga se alineaba con el pensamiento de Hume, que concedía gran importancia a la influencia de los aumentos de dinero en los precios relativos. En la misma línea apuntada por el *Efecto Cantillon* sobre los precios relativos, Olariaga creía que la teoría del dinero debía dejar de ser una teoría del valor del dinero en general, para pasar a ser una teoría de la influencia del dinero sobre las diferentes proporciones en que se cambian las mercancías de todas clases.

En cuanto a los costes o consecuencias de la inflación, para la teoría monetaria generalmente aceptada el principal efecto es que altera el sistema de información impidiendo la toma de decisiones correcta por parte de los agentes económicos. Debido a la ilusión monetaria, la inflación lleva a los individuos y a las empresas a tomar decisiones incorrectas. La percepción popular es que la inflación empobrece porque eleva el coste de lo que se compra, es decir, la inflación es negativa porque roba poder adquisitivo al dinero y reduce directamente el nivel de vida. Mankiw intenta demostrar que esta opinión es una falacia, debido a que la inflación también eleva las rentas nominales. Explica cómo la inflación no reduce por sí sola el poder adquisitivo real de los individuos, ya que si suben todos los precios por igual, la inflación de las rentas va acompañada de una inflación de los precios. Sin embargo sí debemos cuestionarnos por qué la inflación es un problema si las rentas nominales tienden a aumentar al mismo ritmo que los precios<sup>494</sup>. Esta pregunta no tiene una única respuesta,

---

<sup>491</sup> HUERTA DE SOTO, J., *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, (1998), cit., p. 409.

<sup>492</sup> Desde los autores clásicos, como Cantillon y Hume, hasta los marginalistas que trataron sobre el dinero, como Jevons, Menger, Walras o Marshall, mayoritariamente aceptaron que las variaciones en la cantidad de dinero tenían efectos sobre la producción y el empleo, al menos en el corto plazo. Thornton es un ejemplo de ello y señala tres fuentes de no neutralidad del dinero: la teoría del ahorro forzoso, las variaciones de inversión en existencias y la rigidez de salarios nominales. Al respecto, reconoció como fuente de no neutralidad del dinero el retardo existente entre los movimientos en los precios y los salarios nominales, que van por detrás debido a la rigidez de los mismos. Véase THORNTON, H., *Crédito papel*, 2000, pp. 37-38.

<sup>493</sup> MÉNDEZ IBISATE, F., «Estudio preliminar» a la obra de THORNTON, H., *Crédito papel*, (2000), pp. 9-10.

<sup>494</sup> Los costes de la inflación generalmente admitidos en la actualidad son los siguientes:

- a) El impuesto de la inflación o «El coste *en suela de zapatos*»: La inflación siempre ha sido un impuesto sobre quienes tienen dinero. El ingreso fiscal derivado- del impuesto de la inflación no es ilimitado. A medida que aumenta la tasa de inflación, el público y los comerciantes conservarán una fracción cada vez más pequeña de sus ingresos en forma de saldos en efectivo. Decía Bernácer: «La inestabilidad del valor del dinero hace del ahorro una incierta aventura» (BERNÁCER, G., *Una economía libre y sin paro*, 1955, cit., p. 194). En el momento en que cualquier aumento adicional de la tasa de inflación es compensado totalmente por una disminución en el valor real de los saldos en efectivo, el ingreso fiscal derivado de la inflación llega a su máximo. Así lo resume Bach: «Desde la Segunda Guerra Mundial la inflación ha originado una masiva transferencia de poder de compra desde los hogares, como acreedores clave netos, al Estado (...), como deudor neto principal», (BACH, G. L., *La nueva inflación*, 1974, cit., p. 49). Con la expresión «El coste en suela de zapatos» se hace referencia a los recursos despilfarrados cuando la inflación anima los individuos a reducir sus tenencias de dinero.
- b) «*Los costes de menú*»: Son los costes supone que para una empresa modificar los precios de sus productos.
- c) La variabilidad de los precios relativos y la mala asignación de los recursos: Cuando la inflación distorsiona los precios relativos se distorsionan las decisiones de los consumidores y los mercados son menos capaces de asignar los recursos a sus fines más productivos.
- d) Las redistribuciones arbitrarias de la riqueza entre los deudores y los acreedores. Las variaciones imprevistas de los precios redistribuyen la riqueza entre los deudores y los acreedores.
- e) La confusión y la incomodidad provocadas por una unidad de cuenta variable. La inflación resta valor real a la unidad de cuenta. Los agentes económicos tienen dificultades para tomar las decisiones correctas de ahorro e inversión.



y los economistas han identificado varios costes de la inflación, mostrando cada uno de ellos alguna forma en que un persistente crecimiento de la oferta monetaria sí afecta, de hecho, a las variables reales<sup>495</sup>.

### 6.3. CONCEPTO Y ORIGEN DE LA INFLACIÓN EN OLARIAGA

Afirmaba Fernández Baños: «Una de las principales preocupaciones de los economistas de todos los tiempos ha sido averiguar la o las causas de la carestía y abaratamiento de la vida, y conocer los elementos determinativos de las oscilaciones incesantes de los precios de los artículos en general»<sup>496</sup>. Olariaga compartía esa preocupación y definía inflación de la siguiente manera:

«La inflación no es la elevación de precios en general, sino un tipo de elevación de precios motivada por un incremento importante y sistemático de los medios de pago»<sup>497</sup>.

Los largos años que Olariaga dedicó al estudio de la inflación le permitieron realizar un análisis extenso y en evolución sobre la inestabilidad monetaria. Estudió el problema desde la Gran Guerra –momento en que aparece en la literatura económica el problema de la inflación como un fenómeno patológico importante que empezaba a producir grandes perturbaciones– hasta su visión de los años setenta.

La inflación se convirtió para Olariaga en un tema de obligada atención. Hasta entonces los ciclos económicos habían constituido la preocupación fundamental de los economistas<sup>498</sup>, ya que la inflación no había sido siempre un tema de interés en la teoría económica. Para adquirir esa importancia fue preciso que al término de la Primera Guerra Mundial coincidieran dos circunstancias: por un lado, una política de gran creación de dinero por los Gobiernos, que provocó que se desplomaran tanto la estructura de los precios como la de la producción en los países más importantes<sup>499</sup>; y por otro, un momento en la investigación científica monetaria en el que predominaba la

---

f) Las distorsiones fiscales provocadas por la inflación: En un mundo ideal, la legislación tributaria se redactaría de tal forma que la inflación no alterara la deuda fiscal real de nadie. Sin embargo, la legislación tributaria dista de ser perfecta. Véase MANKIŪ, N. G., *Principios de Economía*, 2002, pp. 397-402.

<sup>495</sup> La teoría monetaria convencional defiende que, a corto plazo, la política monetaria afecta a la producción, así como a su composición: a corto plazo, un aumento del dinero reduce los tipos de interés y una depreciación de la moneda, lo cual provoca un aumento de la demanda de bienes y de la producción. Con el paso del tiempo, el nivel de precios aumenta, provocando una reducción de la cantidad real de dinero hasta que la producción retorna a su nivel natural. A medio plazo, el dinero es neutral: no afecta a la producción y las variaciones del dinero se traducen en un aumento proporcional del nivel de precios. Así, el principio de la neutralidad monetaria establece que las variaciones de la cantidad de dinero influyen en las variables nominales, pero no en las reales. La mayoría de los economistas están de acuerdo en que la neutralidad del dinero describe aproximadamente la conducta de la economía a largo plazo. Una aplicación del principio de la neutralidad monetaria es el efecto de Fisher: según este efecto, cuando aumenta la tasa de inflación el tipo de interés nominal sube en la misma cuantía, por lo que el tipo de interés no varía.

<sup>496</sup> FERNÁNDEZ BAÑOS, O., *Dinamismo de los precios y carestía de la vida*, 1928, cit., p. 6.

<sup>497</sup> OLARIAGA, L., *La orientación de la política social*, Discurso leído por el Excmo. Sr. D. Luis Olariaga el día 25 de junio de 1950 en su recepción pública en su ingreso en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, cit., p. 38.

<sup>498</sup> Los ciclos económicos continuaron siendo un problema de especial relevancia en el pensamiento económico, también para Olariaga. No podemos olvidar que en 1936 tradujo la obra de HAYEK, *La teoría monetaria y el ciclo económico* y escribió su «Prólogo». Sin embargo, el tema de los ciclos perdió protagonismo para cedérselo al estudio de la inflación.

<sup>499</sup> Según el análisis de Manuel de Torres, el problema fundamental que se plantea en la guerra, desde el punto de vista económico, es el de dedicar el máximo volumen de recursos disponibles a la satisfacción de las necesidades bélicas. Sin embargo, afirma que los principios fundamentales de la lacra económica que supone la inflación son los mismos en la guerra y en la paz. TORRES, M., «Prólogo» a la obra de TUÑÓN CRUZ, A., *Política Económica de la Inflación*, 1958, p. XIII.

teoría cuantitativa del dinero y que perseguía como última finalidad el mantenimiento del nivel general de precios<sup>500</sup>.

El origen de aquella primera desorbitada elevación de precios del siglo XX fueron los enormes gastos que la Primera Guerra Mundial ocasionó. Los países beligerantes no estaban preparados para soportarlos, por lo que los Estados tuvieron que crear dinero fiduciario en gran escala para afrontar los gastos extraordinarios que implicaba la guerra. Y así nació el proceso de inflación. Los Gobiernos siguieron utilizando esta práctica durante varios decenios, provocando cada vez más inflación. Como consecuencia del Tratado de Versalles brotaron en Italia y en Alemania fuertes movimientos nacionalistas de forma que, sin que pudieran equilibrarse de nuevo las economías nacionales y los presupuestos públicos, fue dominada la vida política internacional por el peligro de una nueva guerra. Olariaga percibía cómo la preparación de esta nueva guerra avivó otra vez el clima de inflación, que volvió a convertirse en el fenómeno económico más urgente y amenazador del equilibrio entre oferta y demanda, a pesar de todas las precauciones que los Gobiernos adoptaron al organizar las economías de guerra y aprovechando al máximo los recursos productivos de los países con la menor elevación de precios posible. Y no sólo eso, sino que la inflación se erigió en amenaza de la paz social. La estabilidad de la capacidad de compra del dinero fue desde entonces una constante en la preocupación económica.

Olariaga observó que, como lo que se teme de la inflación es la consecuencia que tiene en la elevación de precios, este temor daba lugar a identificar todo incremento en los precios con la inflación. Intentó demostrar que no todo aumento de dinero produce inflación, de forma que la elevación de precios como tal no puede definir la inflación, así como el descenso de los precios la desinflación, ya que estos pueden subir o bajar por causas independientes de las variaciones del dinero<sup>501</sup>. Y este aspecto lo defendió a lo largo de toda su obra. Su análisis está centrado en dos ámbitos de estudio: A) El mercado de dinero. B) El mercado de capitales<sup>502</sup>.

### 6.3.1. El mercado de dinero

El dinero mercancía, con valor metálico propio, no era representativo de crédito alguno. Sin embargo, al ser la moneda metálica sustituida por dinero fiduciario, éste pasó a ser un título representativo de un crédito de su tenedor contra la entidad emisora. Y esta emisión de dinero fiduciario hizo posible el abuso de las entidades emisoras. Analizaba Olariaga dos situaciones posibles:

---

<sup>500</sup> OLARIAGA, L., *El dinero. Teoría del dinero*, 1947, p. 139.

<sup>501</sup> Afirmaba Olariaga lo siguiente: «Es evidente que no todo aumento de dinero produce inflación. No la producen los aumentos de dinero para pagos estacionales, que no sirven de base a compra-ventas y retornan en breve plazo al Banco emisor. No la producen los aumentos de dinero que tienen por objeto la movilización de cosechas o cubrir el tránsito de mercancías, del productor al consumidor, siempre que no sean almacenadas con fines especulativos y que el dinero retorne también al Banco emisor una vez cumplido su transitorio objetivo. No la producen, tampoco, los aumentos de dinero cuando este es atesorado por el público. Y no la producen, finalmente, los aumentos de dinero que van a imprimir actividad, en épocas de depresión, a elementos productivos circunstancialmente paralizados, en la medida en que estos elementos sean aplicados a una producción consumible y lleguen al mercado sus productos a tiempo de compensar los efectos del nuevo dinero creado. Producen, en cambio, inflación, los aumentos de dinero que incrementan la demanda de artículos de consumo o de medios de producción, en el grado en que no van acompañados de un oportuno incremento de la oferta de unos y otros». OLARIAGA, L., *El dinero. Teoría del dinero*, 1947, cit., p.143.

<sup>502</sup> OLARIAGA, L., *El Dinero II. Organización Monetaria y Bancaria*, 1954, p. 49. Las diferencias que separan el mercado monetario del mercado de capitales son el corto plazo, el reducido riesgo y la gran liquidez de los activos que en el mismo se negocian. Véase PAREJO, J. A. y otros, *Manual de Sistema Financiero Español*, 1997, p. 17.

a) **No podría haber problema de inflación del crédito** si las entidades emisoras eran Bancos especializados en abastecer y regular la circulación de dinero mediante la emisión de billetes, estando sujetos a normas limitativas por los Gobiernos<sup>503</sup>.

b) **Sí podría haber inflación del crédito.** A veces los Gobiernos son los que fuerzan a los Bancos centrales a emitir billetes porque necesitan recursos superiores a los que obtienen a través de los impuestos y del ahorro voluntario, exigiendo anticipos al Tesoro u obligándoles a suscribir o pignorar Títulos de Deuda Pública. De esa forma se origina una demanda adicional de mercancías o servicios basada en un dinero que no nace de una renta ni del traspaso de una renta y que no tiene su contrapartida de bienes en el mercado.

También los Bancos de depósito pueden crear dinero mediante la concesión de crédito<sup>504</sup>. Para Olariaga, los Bancos de depósito producirían inflación destinando las disponibilidades de sus clientes a alguno de los siguientes fines:

- i) A facilitar la especulación.
- ii) A la producción de lo que no fueran artículos de consumo. Cuando los depositantes reclamaran el reembolso de sus depósitos, los Bancos, si habían utilizado esas disponibilidades en producciones de más largo plazo, les harían el reembolso de los depósitos mediante dinero nuevo. Este dinero nuevo aumentaría la demanda de artículos de consumo.
- iii) A conceder crédito de consumo, en vez de concederlo con ahorro.

Para Olariaga los riesgos serios de inflación provenían de la creación de dinero, ya fuera por los Bancos de depósito o por los Bancos centrales o, lo que consideraba más grave, por una política financiera de los Gobiernos que impusiera una actuación de ese tipo en determinado momento a los Bancos de emisión. Siendo el crédito un factor indispensable en la producción moderna, sólo podía ser realmente recomendable desde un punto de vista de interés general cuando transfiriera a un empresario el ahorro que el poseedor de dinero dejó voluntariamente de consumir. Por el contrario, el crédito sería un factor perjudicial si favoreciera la creación de dinero adicional para sustituir un ahorro inexistente, ya que originaría una demanda de bienes antes de que dichos bienes hubieran sido producidos. Concluía que el crédito que se otorga con dinero nuevo nace a costa de reducir el consumo de los legítimos tenedores de dinero, subiéndoles los precios, es decir, produciendo inflación.

*«Y entonces hay que hacer lo que se hace en el asiento de un tranvía que lleva todas sus plazas ocupadas y se quiere instalar un nuevo viajero: los demás viajeros tienen que apretarse»<sup>505</sup>.*

---

<sup>503</sup> Por ejemplo, estando obligados a cubrir con reservas equivalentes en oro la totalidad de los billetes emitidos o una parte de los mismos, y el resto con efectos comerciales a corto plazo y sin posibilidad de renovación, de forma que el crédito que representan sea un simple crédito de circulación de unas mercancías ya ultimadas para el consumo y en tránsito del productor al consumidor. En su forma más extrema, la «doctrina de las letras reales» supone que la transmisión de efectos entre la cantidad de medios circulantes y el nivel de precios es exactamente la opuesta a la aceptada por la teoría cuantitativa, ya que la cantidad de dinero que se genera mediante el descuento cuando se sigue esa regla variará, según dicen, con el volumen de producción y se ajustará automáticamente de forma pasiva a las «necesidades del comercio». MÉNDEZ IBISATE, F., «Estudio Preliminar» a la obra de THORNTON, H., *Crédito papel*, 2000, cit., pp. 25-26.

<sup>504</sup> Constatamos aquí la influencia en Olariaga del *Treatise on Money*, donde Keynes explica la creación del dinero bancario. Véase KEYNES, J. M., *Tratado del dinero*, (1996), Cap. II: «El dinero bancario», pp. 44-52. Keynes no sólo defendió en su *Teoría General* el multiplicador monetario. Olariaga estaba vinculado a otros economistas que, como Robertson, ofrecían explicaciones afines.

<sup>505</sup> OLARIAGA, L., *La política de crédito en la estabilización española*, 1960, cit., p. 15.

Observaba que si un proceso de inflación llevaba tiempo en marcha y se había convertido en una especie de régimen económico perdurable, el mecanismo productor se adaptaba a sobrevivir con unos costes de producción siempre crecientes, en los que el beneficio estaría asegurado de forma permanente siempre y cuando contara con crédito. De esta forma, la creación incesante de dinero se convertía en el engranaje de todo el proceso productivo. Pero Olariaga advertía que la inflación no era un régimen perdurable, ya que acababa por degenerar en una carestía de la vida y en falta de medios materiales para comprar en el extranjero lo que no se produce con suficiencia dentro del país.

*«Un país que escoge como método de desarrollo económico la inflación vive devorándose a sí mismo, consumiendo su capital por el procedimiento de no renovar su maquinaria ni sus instalaciones o entrampándose con el extranjero, mientras éste le ayuda a salir de apuros para evitar mayores males»<sup>506</sup>.*

Para Olariaga, las consecuencias de recurrir sistemáticamente a la inflación como método de desarrollo económico serían funestas. De hecho, cuando Keynes buscó en 1936 en su *Teoría General* una solución para remontar las crisis cíclicas, no la halló en la política de crédito por considerarla ineficaz en la política económica, sino en la creación de una demanda pública temporal que revitalizase la producción manteniendo el nivel de renta al cual venía ajustada hasta entonces.

### 6.3.2. El mercado de capitales

La renta nacional que se ahorra para obtener de ella un rendimiento es la que da lugar al mercado de capitales, al mercado de crédito a largo plazo<sup>507</sup>, apareciendo el problema del equilibrio entre el ahorro de un país y la inversión<sup>508</sup>. La inversión puede ofrecer un rendimiento inmediato o un rendimiento lejano, o incluso no ofrecer ningún rendimiento definido. En los dos últimos casos la inversión supondría una considerable inmovilización de capital que no es devuelto al mercado oportunamente. Para Olariaga, este proceso podría generar inflación si no existiese ahorro suficiente para derivar hacia los empresarios el dinero que da derecho a la adquisición de los bienes instrumentales

---

<sup>506</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 233.

<sup>507</sup> El ahorro al que nos referimos es la masa de renta en dinero que sus poseedores deciden no gastar en el consumo propio, sino destinarla a obtener un rendimiento. Este volumen de renta ha sido denominado tradicionalmente ahorro o ahorro voluntario. Pero matizaba Olariaga que también se llama ahorro, si bien calificándole de *forzoso*, al capital que se acumula por los Bancos mediante la creación de capacidad de compra y la elevación de los precios, que provoca la pérdida de capacidad adquisitiva en términos reales a los poseedores de dinero. Indicaba Olariaga que también se denomina ahorro forzoso al originado por la reducción de la capacidad del consumo que impone el Estado a los particulares, mediante tributos o cargas sociales, para acumular riqueza y destinarla a inversiones a largo plazo, como las obras públicas, o a costear servicios sociales. Pero ese tipo de ahorro no podía ser confundido con el anterior en el aspecto de la repercusión en los precios, pues sólo implica un traspaso de capacidad de compra por el Estado de unos sectores de la población a otros –lo mismo que hacen los Bancos cuando transfieren el ahorro voluntario– y no provoca una creación de dinero adicional con la consiguiente duplicación de la capacidad de compra. En tal sentido Olariaga afirmaba que éste se asemeja más al ahorro voluntario –aunque no lo sea– que el ahorro llamado forzoso tradicionalmente, que es el que se produce mediante inflación. Véase Olariaga, L., *El ahorro voluntario y los Bancos*, 1954, p. 5. Según Olariaga, una parte muy importante de ese ahorro lo acumulan las empresas para mejorar o ampliar sus negocios con cargo a los beneficios; otra parte va directamente a las Bolsas de valores; otra parte más es entregada transitoriamente a los Bancos, generalmente en cuentas a plazo, en espera de inversiones propicias; por último, otra es pequeño ahorro que busca en los depósitos una rentabilidad aceptable. OLARIAGA, L., *El Dinero II. Organización Monetaria y Bancaria*, 1954, p. 53.

<sup>508</sup> Para un análisis detallado sobre la controversia entre Hayek y Keynes acerca de la relación ahorro e inversión, véase HUERTA DE SOTO, J., *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, 1998, Cap. VII, pp. 397-466.

que el proceso productivo ha absorbido. Podría buscarse la solución en la creación de dinero adicional con lo cual los precios subirían<sup>509</sup>.

## 6.4. TIPOS DE INFLACIÓN

Olariaga distinguió dos tipos de inflación: directa e indirecta.

### 6.4.1. Inflación directa:

Definía la inflación directa como la elevación de precios motivada por un incremento de la cantidad de dinero<sup>510</sup>. Tanto el Estado como el Banco emisor podían ser los órganos creadores de la inflación directa. El Banco emisor lo haría siguiendo instrucciones del Estado: lo que hace es realizar operaciones de intervención en Bolsa, adquiriendo efectos y Fondos públicos y aumentando de este modo las disponibilidades en el mercado de dinero. Los métodos que podría emplear el Estado para la creación de dinero son los siguientes:

- a) La acuñación de moneda metálica o la creación de papel moneda.
- b) La reducción de la paridad metálica de la unidad monetaria para que el Estado disponga de un beneficio por la revaloración de las reservas de oro nacionales.
- c) La petición de anticipos por el Estado al Banco emisor contra la creación de dinero fiduciario.
- d) La emisión de Deuda por importe superior al que esté dispuesto a adquirir el ahorro voluntario, teniendo por lo tanto que ser pignorada una parte de la emisión en el Banco emisor mediante la creación de dinero fiduciario, que es lanzado al sistema.

### 6.4.2. Inflación indirecta.

Para Olariaga, la inflación indirecta es aquella elevación de precios motivada por una reducción del tipo de interés<sup>511</sup>. Detalló cuatro formas de inflación indirecta:

---

<sup>509</sup> Olariaga sí admitía que hay que adaptar la inversión al ahorro, volviendo con ello a dar importancia fundamental al capitalista. Creía que el ahorro no podía ser incrementado considerablemente más que con la estabilidad monetaria, y que su intensificación no podía ser incluida entre los factores de la estabilización. En consecuencia, para nivelar la inversión con el ahorro, lo que proponía Olariaga era reducir aquella, ajustarla al nivel de ahorro creado por pura espontaneidad. Es decir, a la masa de capacidad de compra que el ahorro pone al servicio de una producción futura. La adecuación de la inversión al ahorro supondría necesariamente una merma pasajera de actividad industrial y una disminución también temporal del trabajo, por lo que ocasionaría un quebranto transitorio, que podía ser atenuado con la ayuda de capital extranjero. Sin embargo advertía que este capital no iba a afluir sin que se hubieran emprendido los ajustes exigidos por la estabilización monetaria, pues lo contrario equivaldría a que aquél se prestara a mantener las causas de la inflación. La reducción transitoria tanto del gasto de inversión como del gasto de consumo, debía traer aparejada una disminución de las importaciones, especialmente de materias y de maquinaria, y debía, por tanto, mejorar la balanza de pagos del país estabilizador. Véase OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en *Escritos de Reforma*, 1992, pp. 224-225.

<sup>510</sup> OLARIAGA, L., *El Dinero. Teoría del dinero*, 1947, p. 144.

<sup>511</sup> OLARIAGA, L., *El Dinero. Teoría del dinero*, 1947, p. 144. El mecanismo indirecto de conexión entre dinero y precios fue enunciado por Thornton. El argumento es que en una economía con activos monetarios y no monetarios sólo existe el equi-

- a) La primera es resultado de la práctica utilizada por los Bancos para aumentar la demanda de crédito por parte de las empresas. El procedimiento consiste en reducir el tipo de interés por debajo de lo que llama Keynes «eficiencia marginal del capital»<sup>512</sup>, del cual depende el tipo de beneficio. De esa forma los Bancos provocan las condiciones monetarias que a los empresarios les resultan apetecibles para poder emprender negocios o ampliarlos, mediante la solicitud de préstamos, con el consiguiente incremento de la demanda de toda clase de mercancías y servicios, lo que genera el posterior incremento de precios.
- b) El siguiente tipo de inflación indirecta lo crea el Estado con su política de elevación de salarios. De esa forma fuerza a los empresarios a buscar dinero para incrementar las rentas de sus empleados.
- c) El tercero, tiene su origen en las importaciones de oro a gran escala realizadas por la organización bancaria. De esa manera lo que hace es sustituir dinero en circulación por mercancías, provocando un descenso del tipo de interés cuyo resultado es, como en el primer y segundo caso, una elevación de la demanda de crédito.
- d) El último tipo de inflación indirecta posee una doble vertiente: por un lado la crea el Estado, y por otro los Bancos. Se produce cuando el Estado adquiere elementos de guerra o cuando ejecuta sus programas de obras públicas, y los Bancos, mediante el abaratamiento del dinero, estimulan la importación extraordinaria de artículos extranjeros, llevando la balanza de pagos a una situación de desequilibrio. Este desnivel favorece a su vez la especulación en los cambios por falta de confianza, provocando el correspondiente descenso del cambio con todas las consecuencias macroeconómicas.

---

libro monetario cuando el tipo de interés monetario o del mercado de préstamos es igual a la tasa de rendimiento real del capital en los mercados de bienes. Una inyección de efectivo debe llegar al mercado de préstamos por la vía del sistema bancario; el aumento de la oferta de fondos prestables hace que la tasa de interés del mercado se haga menor que el rendimiento del capital; la demanda de préstamos se ve estimulada, y el volumen de los préstamos aumenta a medida que sube el precio de los bienes de inversión. Mientras que la tasa bancaria permanezca por debajo de la tasa de beneficio del capital, la demanda de préstamos es insaciable. Sin embargo, finalmente, el aumento en la demanda de préstamos alcanzará a la oferta de préstamos. Si la tasa real de rendimiento del capital ha permanecido constante, el equilibrio se restablecerá sólo cuando la tasa bancaria haya retornado a su nivel anterior. Los precios son más altos, pero la tasa de interés queda como antes. Por lo tanto, en equilibrio a largo plazo, la tasa de interés es independiente de la cantidad de dinero en circulación. Véase MÉNDEZ IBISATE, F., «Estudio preliminar» a la obra de THORNTON, H., *Crédito papel*, 2000, p. 45. La teoría monetaria convencional explica cómo un aumento de la oferta monetaria reduce el tipo de interés que, a su vez, desencadena un incremento del gasto y de la producción, lo cual conducirá a corto plazo a un incremento de los precios, aunque a medio y largo plazo el dinero sea neutral. BLANCHARD, O., *Macroeconomía*, 2000. pp. 78, 93-95, 514.

<sup>512</sup> Para Keynes, «La tasa de rendimiento sobre costo es aquella que, usada para medir el valor presente de todos los costos y el de todos los rendimientos, igualará ambos». Keynes, J.M. *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, 1995. Explica Keynes que comparte la definición de Fisher de *Eficiencia marginal del capital*, a la que él denomina *La tasa de rendimiento sobre costo* y que se aproxima bastante a la de Marshall, que la denominó *la Eficiencia marginal neta* o *La utilidad marginal del capital*, ob. cit. pp. 128-129. Como crítica a Keynes, Huerta de Soto explica que «Hayek ha puesto impecablemente de manifiesto que toda la doctrina keynesiana de la «eficiencia marginal del capital» como determinante de la inversión sólo es admisible si se supone que no existe escasez alguna de bienes de capital y que, por tanto, puede adquirirse cualquier cantidad de estos a un precio constante prefijado. Sin embargo, salvo en las circunstancias de una mítica economía en que no exista escasez o experimente en extremo un exceso de capacidad por encontrarse en lo más profundo de una gravísima depresión en la vida real siempre existe un momento a partir del cual al menos alguno de los bienes complementarios necesarios para producir el bien de capital comenzará a ser escaso en términos relativos y los empresarios, en la medida en que esperen obtener beneficios, aumentarán la cantidad que estén dispuestos a pagar por el bien en cuestión justo hasta aquel nivel en que la eficiencia o productividad marginal del capital se haga igual al tipo de interés. Es decir, como indica Hayek, la propia competencia entre los empresarios les llevará, en última instancia, a hacer subir el coste o precio de oferta de los bienes de capital, precisamente hasta aquel nivel en que coincida con el valor descontado (por el tipo de interés) de la productividad marginal del equipo en cuestión, de manera que la «eficiencia marginal del capital» siempre tenderá a coincidir con el tipo de interés». HUERTA DE SOTO, J., *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, 1998, cit., pp. 432-433.

## 6.5. LOS COSTES DE LA INFLACIÓN

Para Olariaga la inflación no era un problema en sí misma, sino que se convertía en un problema por las consecuencias económicas y sociales que provocaba. Los costes de la inflación denunciados por nuestro autor son los siguientes<sup>513</sup>:

### 6.5.1. La inflación provoca redistribución de la renta

La inflación supone una redistribución de la renta nacional entre los distintos grupos, según estos se hallen sujetos a rentas fijas o a rentas variables y según dispongan de más o menos fuerza social para promover el incremento de su renta. La inflación no suscitaría problema social alguno si el incremento de rentas se hiciese uniformemente en todos los grupos sociales. Pero como lo más frecuente es que la inflación genere incrementos de renta parciales, siempre habrá algunos grupos sociales beneficiados en detrimento del resto.

La inflación implicaría una pérdida de renta para quienes tuvieran ingresos fijos y no contarán con la necesaria fuerza social o política para resarcirse de dicha pérdida a tiempo de hacer frente a la subida de precios. Concluía que la inflación provocaría un desplazamiento de la capacidad de compra desde los perceptores de renta fija y de la masa general de asalariados hacia los empresarios, e implicaría un proceso de enormes magnitudes de trasvase de capacidad de compra de unos grupos sociales en favor de otros. Amparándose en las palabras de Parker Willis y Chapman, Olariaga explicaba que «*Vista así la inflación como fenómeno de producción y distribución de riqueza, es un proceso mediante el cual son alterados la distribución y el uso de la capacidad de compra de la colectividad. La inflación ocurre cuando se produce una alteración artificial en las rentas de varios grupos sociales, o cuando estos son inducidos a aplicar esas rentas en forma radicalmente diferente a aquella en que eran previamente empleadas*»<sup>514</sup>.

Según nuestro autor la inflación, entendida como proceso sistemático ascensional de los precios, podría ser incluso un fenómeno favorable para el funcionamiento de la economía capitalista si no tuviera sus complicaciones sociales y su punto crítico para la propia organización económica<sup>515</sup>. Veía con meridiana claridad que los efectos de la inflación sobre la distribución desigual de la renta hacían difícil que en algún caso pudieran llegar a apreciarse sus efectos positivos. Hayek llamaba la atención sobre los peligros de la inflación y sus consecuencias: «Si el tigre (la inflación) se libera nos devorará; si se pone a correr cada vez más velozmente y nos aferramos a él desesperadamente, nos derrotará igualmente»<sup>516</sup>.

En la literatura económica encontramos numerosas reflexiones en torno a la «inflación beneficiosa» y a la redistribución de la renta que provoca la inflación: está generalmente admitido que la inflación imprevista redistribuye la riqueza entre la población debido a que la mayoría de los préstamos se especifican en la unidad de cuenta, que es el dinero<sup>517</sup>. Las variaciones imprevistas de los precios redistribuyen la riqueza entre los deudores y los acreedores. Lo acertado del análisis de Ola-

---

<sup>513</sup> OLARIAGA, L., *El dinero. Teoría del dinero*, 1947, pp. 146-149.

<sup>514</sup> OLARIAGA, L., *La orientación de la política social*, 1950, cit., p. 42.

<sup>515</sup> En este aspecto, Olariaga recibe una clara influencia de Hume, Cantillon o Hayek, respecto a la alteración que provoca la inflación en los precios relativos, lo que le lleva a reflexionar sobre la «inflación beneficiosa».

<sup>516</sup> HAYEK, F., *A tiger by the Tail*, 1972. Citado en *Inflación y Deflación*, 2002, Vercelli, cit., p. 23.

<sup>517</sup> Véase MANKIW, N. G., *Principios de Economía*, 2002, p. 400.

riaga en cuanto a las consecuencias redistributivas de la inflación lo apreciamos en la siguiente afirmación de Viñals, recogida por el Servicio de Estudios del Banco de España: la inflación (...) entraña una importante redistribución de la renta y de la riqueza que tiende a perjudicar a aquellos sectores sociales con menos medios para protegerse de la inflación»<sup>518</sup>.

### 6.5.2. La inflación destruye el sistema monetario

La segunda consecuencia de la inflación es que, además de generar una redistribución desigual e inequitativa de la renta, acaba por destruir el sistema monetario, poniendo así en peligro toda la organización económica.

La elevación de los precios adquiere carácter acumulativo, provocando el incesante crecimiento de los medios de pago que impulsan a su vez nuevamente los precios. Según Olariaga<sup>519</sup>, el proceso se veía empujado, en primer lugar, por el afán de los empresarios de adquirir cada vez más mercancías que aún no se hubieran encarecido para obtener un beneficio cierto en sus reventas y por el deseo de producir cada vez en mayor escala para aprovechar la prosperidad en los negocios, de un lado. En segundo lugar, la corriente ascensionista de los precios vendría determinada por la reacción psicológica del público, deseoso de adquirir toda clase de objetos y desprenderse de un dinero que cada vez vale menos, incrementándose así la demanda de una forma incluso desmesurada, lo que aceleraría progresivamente la desvaloración del dinero. Este proceso continuaría hasta que se alcanzara un punto crítico de la inflación, momento en el cual el público rechazaría el dinero, que ya no valdría nada, sustituyéndolo por otros medios de pago como pudieran ser dinero extranjero o unidades de cuenta convencionales basadas en índices de precios, o incluso llegaría a reemplazar el cambio indirecto por el trueque.

### 6.5.3. La inflación materializa la sociedad

En las obras tardías de Olariaga encontramos una reflexión melancólica y un tanto pesimista. Olariaga observaba que la población recurría habitualmente a créditos al consumo para mejorar su nivel de vida, ya que le proporcionaban medios para gastar anticipadamente futuros ingresos en artículos que no eran de urgente necesidad. Una proporción importante de esos créditos podría originar inflación general de precios y estrechar por lo tanto los presupuestos familiares para el gasto de primera necesidad, con lo que se llegaría a la contradicción de que, en el intento de la población por elevar su bienestar material, verían reducido el nivel real de esa vida que se pretende mejorar. En consecuencia, Olariaga opinaba que la política de restricción del crédito era inevitable. Con clara inspiración orteguiana, criticaba la materialización de la vida y defendía un tipo de vida austero, rechazando esta aspiración a mejorar el bienestar material siempre que no fuera acompañado de un aumento de la producción y la productividad.

*«El sistema capitalista no es una consecuencia inevitable y necesaria del régimen de empresa privada y mercado libre: es una consecuencia directa del materialismo que envenena nuestra época»<sup>520</sup>.*

<sup>518</sup> VIÑALS, J., «Política monetaria e inflación», contenido en SERRANO, J., *La Política Monetaria y la inflación en España*, 1997, cit., p. 55.

<sup>519</sup> OLARIAGA, L., *El dinero. Teoría del dinero*, 1947, pp. 146-149.

<sup>520</sup> OLARIAGA, L., *Los bancos y el sistema capitalista*, 1955, cit., p. 17.



Esta línea de pensamiento la compartía con Fernández Baños, que encontraba que la carestía de la vida estaba en parte provocada por «el alto tenor de la vida de una parte de la sociedad, que a veces se complace en gastos de un lujo ridículo»<sup>521</sup>.

## 6.6. LOS BANCOS DE EMISIÓN ANTE LA INFLACIÓN

Afirmaba Hayek, «El principal objetivo (de la política monetaria) ha de ser la estabilidad del valor de la moneda»<sup>522</sup>. Para Olariaga, la principal preocupación de los Bancos de emisión debía ser estabilizar la capacidad de compra o valor interior del dinero. Como creía imprescindible que los Bancos Centrales realizaran políticas orientadas a servir al interés general, los Bancos de emisión debían estar sometidos a un reglamento que les imposibilitara la creación de dinero indebido, desterrando todo posible interés inflacionista con el que pudieran perseguir el lucro privado. La actuación de los Bancos Centrales debía hallarse al servicio exclusivo de la organización nacional del crédito y de la política monetaria del país, orientando su política de modo que les permitiera vigilar en todo momento el mercado de dinero y su relación con la marcha de los precios, a la vez que dominarlo y acoplar el suministro de dinero a las condiciones de volumen y de tipo de empleo exigidas por la defensa de su capacidad de compra en el interior del país y por la atenuación de los ciclos económicos. Otorgaba así a los Bancos de emisión un papel fundamental a la hora de estabilizar la capacidad adquisitiva del dinero.

Para conseguirlo, los Bancos de emisión debían evitar las variaciones de capacidad de compra del dinero producidas por causas monetarias y cuyo principal aspecto es la inflación, y para ello habían de emitir únicamente dinero destinado a facilitar la circulación de los bienes, y nunca con el objetivo de aumentar la capacidad de compra, lo cual podría influir en los precios<sup>523</sup>. En este aspecto de su reflexión, que defendió firmemente desde 1933 con su obra *La política monetaria*, constatamos cómo Olariaga se anticipó plenamente a lo que en la actualidad es uno de los objetivos prioritarios de los Bancos Centrales. Es evidente la importancia que se otorga actualmente a la estabilidad de los precios, señalándolo como uno de los objetivos que debe perseguir la política monetaria<sup>524</sup>.

Además, estrechamente enlazado con el problema de la inflación es importante destacar el nexo que existe entre la estabilidad de precios interiores y la estabilidad de los precios en el exterior o tipo de cambio de la moneda. Olariaga defendía la importancia de la estabilidad del cambio, reflexión también corroborada por la literatura económica, que considera que la política monetaria afecta

---

<sup>521</sup> FERNÁNDEZ BAÑOS, O., *Dinamismo de los precios y carestía de la vida*, 1928, cit., p. 88.

<sup>522</sup> HAYEK, F., *¿Inflación o pleno empleo?*, 1976, cit., p. 56.

<sup>523</sup> OLARIAGA, L., *La política monetaria en España*, 1933, p. 27.

<sup>524</sup> Muchos economistas admiten que la credibilidad de las políticas monetarias está relacionada con la reputación antiinflacionista de las autoridades monetarias. El actual economista jefe –Consejero Económico– del FMI, Rogoff –basándose en esta observación y apoyándose en un trabajo de Barro y Gordón (BARRO, R. y GORDON, R., *A Positive theory of monetary policy in a natural rate model*, 1983)– sugirió que un modo de mejorar la credibilidad de las políticas monetarias era delegarlas en un Banco Central adverso a la inflación (ROGOFF, K., *Can international monetary cooperation be counter productive?*, 1985). Afirma Barro que la inspiración de estas teorías probablemente provenga de la observación de que Alemania, el país con el mejor comportamiento respecto a la estabilidad de los precios en la posguerra, tenía un Banco Central famoso por su fuerte posición antiinflacionista y por su independencia del gobierno alemán, (Barro, R. *Macroeconomía*, 1997, p. 507), yendo los datos más allá del caso alemán, tal como hemos detallado dentro del capítulo 3, «Política Monetaria y Banco Central», en el epígrafe 3.5, *Funciones monetarias de los Bancos Centrales*. La legislación del Banco de España, concretamente en la *Ley de Autonomía*, dice así: «El Banco de España definirá y ejecutará la política monetaria, con la finalidad primordial de lograr la estabilidad de precios» (*Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España* de 1994. Cap. II, art. 7, Publicada en el BOE de 2 de junio de 1994)

al gasto y a la producción no sólo a través de los tipos de interés, sino también del tipo de cambio. Un aumento del dinero provoca tanto una reducción del tipo de interés como una depreciación, lo que eleva el gasto y la producción, con las subsiguientes consecuencias inflacionarias<sup>525</sup>.

## 6.7. LA INFLACIÓN Y LA OCUPACIÓN TOTAL

Olariaga estudió la reacción de los gobiernos ante los procesos inflacionistas acaecidos después de la Primera y la Segunda Guerra Mundial.

Después de la Primera Guerra Mundial, observó el clamor general que se alzó contra el abuso de las creaciones de dinero fiduciario y contra las intervenciones del Estado en la vida económica de los pueblos. Aunque la mayoría de los países intentaron volver a lo que había sido la normalidad de 1914, se produjeron una serie de restricciones en cadena que implicaron una enorme disminución del comercio y de la producción internacional, lo que llevó al abandono del patrón oro de forma sistemática por la mayoría de los países, que recurrieron al préstamo a gran escala y a la emisión de dinero para financiar la guerra. La consecuencia inmediata fue la elevación de los precios, aunque no en todos los países alcanzó la misma proporción. Así, al final de la guerra, los precios en Estados Unidos se habían multiplicado por término medio por 2,5 desde 1914; en Gran Bretaña, por 3. En Francia, por 5,5. En Alemania, por 15 y en Bulgaria, por 20<sup>526</sup>.

*«No hay país en el que no se haya ido la mano en los gastos públicos durante el periodo de inflación y que no se pueda, por tanto, castigar en medida ostensible dichos gastos. Es, además, dar un ejemplo»<sup>527</sup>.*

Opinaba que la elevación desigual de precios que se produjo de forma mundial dificultó la reconstrucción de las relaciones internacionales, con sus evidentes consecuencias en el ámbito social y político<sup>528</sup>. Los trastornos tanto financieros como monetarios que resultaron de la Primera Guerra Mundial se vieron agravados por los tratados de paz, que a su entender fueron los que realmente provocaron el derrumbamiento de la economía internacional, subyaciendo como principal problema las reparaciones<sup>529</sup>.

---

<sup>525</sup> BLANCHARD, O., *Macroeconomía*, 2000, p. 514.

<sup>526</sup> Fuente: CAMERON, R., *Historia económica mundial*, 1993.

<sup>527</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 222.

<sup>528</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, p. 217. Los países que no abandonaron el patrón oro llevaron a cabo políticas de deflación para intentar restablecer el equilibrio, políticas que fracasaron y que tuvieron a la larga nefastas consecuencias. Por ejemplo, el miedo que la inflación alemana dejó en aquel país, dejó a los alemanes un miedo terrible a que se reprodujera, de forma que los efectos de la inflación allanaron el camino al fascismo y facilitaron la ocupación del poder por Hitler en Alemania.

<sup>529</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, p. 214.

Francia y Gran Bretaña exigían que Alemania les pagara tanto los daños civiles como una indemnización en concepto de coste en que habían incurrido los gobiernos aliados en la guerra. Estados Unidos tampoco renunció a cobrar su deuda. Alemania fue incapaz de hacer frente a las reparaciones, y suspendió pagos a finales del verano de 1922. Ya en 1919 Keynes había advertido lo siguiente: «la capacidad de Alemania para pagar quedará agotada por las reclamaciones directas y legítimas que los aliados presentan contra ella, y la cuestión de sus responsabilidades subsidiarias se convierte en una cuestión académica para los aliados. Todo estadista prudente y honorable hubiera debido concederle el beneficio de la duda y no haberle reclamado más daño que ella misma ha causado». KEYNES, J. M., *Las consecuencias económicas de la paz*, 1919, cit., p. 79.

«el mundo terminó la guerra con un extraordinario incremento del aparato productor general, con nacionalismos económicos, con nacimiento de nuevas nacionalidades por exigencias de los Tratados de paz, con una serie de circunstancias que amplificaron considerablemente el aparato industrial y agrícola productor del mundo»<sup>530</sup>.

En definitiva, Olariaga constató por un lado el colapso económico sufrido por Alemania –que se materializó en una terrible inflación y, como consecuencia, en una durísima redistribución de la renta–. Y por otro lado, Gran Bretaña se enfrentaba al reto de reponerse a su tremenda dependencia comercial y a una industria que se estaba quedando anticuada, las dos causas del gran desempleo al que se tuvo que enfrentar. Las políticas monetarias puestas en marcha en los años treinta y cuarenta fueron políticas de intereses bajos tanto a corto como a largo plazo, política de dinero barato para quitar presión a la carga fiscal de un endeudamiento creciente del Estado. El periodo de entreguerras se caracterizó, por lo tanto, en una intensa inestabilidad que provocó un vuelco en la teoría y la política económica, y por el caos monetario y financiero en que se sumieron prácticamente todos los países europeos.

Olariaga no pasó por alto el hecho de que Europa saliera de la Segunda Guerra Mundial con una orientación agudamente socialista que envolvió a los Gobiernos formados en aquellas circunstancias<sup>531</sup>. La doctrina keynesiana adquirió en aquellos momentos un evidente protagonismo, y pasó a influir explícitamente sobre las políticas de los Estados. Hayek explicaba la situación: «Las implicaciones políticas que el sistema keynesiano presenta (...) ofrecía a los políticos no sólo un método rápido y barato de aliviar el sufrimiento humano, sino que también les aliviaba a ellos de aquellas molestas restricciones que les impedían alcanzar la popularidad. El gastar (SIC) y los presupuestos deficitarios se consideraron de pronto la representación de las virtudes»<sup>532</sup>. Después de las enseñanzas aprendidas en la primera posguerra, percibía Olariaga<sup>533</sup> que los países reaccionaron más rápidamente ante la práctica inflacionista en la segunda posguerra, como consecuencia precisamente de la presión socialista en los principales países de Europa y especialmente de la política de ocupación total. A pesar de que lord Keynes no era un economista socialista<sup>534</sup>, nuestro autor afirmaba tajantemente que los Gobiernos de tendencia socializante hacían suyo el «nuevo dogma»

<sup>530</sup> OLARIAGA, L., *España y la situación económica del mundo*, 1933, cit., p. 98.

<sup>531</sup> Véase ALMENAR, S., «La recepción e influencia de Keynes y del keynesianismo en España», en FUENTES QUINTANA, E., *Economía y economistas españoles*, vol. VI, 2002, pp.419-523. En este artículo, Almenar realiza un espléndido análisis de las reacciones provocadas en España por las propuestas keynesianas. Para nosotros tiene particular interés el epígrafe V de dicho artículo, «Dos réplicas a Keynes: Bernácer y Olariaga».

<sup>532</sup> HAYEK, F., *¿Inflación o pleno empleo?*, 1976, cit., p. 42.

<sup>533</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, p. 217.

<sup>534</sup> Extremo que podemos confirmar en sus propias palabras: «Desde el punto de vista de la eficacia, las ventajas de la descentralización de las decisiones y de la responsabilidad individual son mayores aún, quizá, de lo que el siglo XIX supuso; y la reacción contra el llamado interés personal puede haber ido demasiado lejos. Pero, por encima de todo, el individualismo es la mejor salvaguarda de la libertad personal si puede ser purgado de sus defectos y abusos, en el sentido de que, comparado con cualquier otro sistema, amplía considerablemente el campo en que puede manifestarse la facultad de elección personal». KEYNES, J. M., *Tratado del dinero*, 1930, cit., p. 334.

<sup>535</sup> Explicaba Olariaga la postura de Keynes: para atajar un proceso de inflación, el método de reducir los salarios y los beneficios de los empresarios y, en general, las rentas para restablecer el equilibrio de las economías mediante la reducción de costes, resultaba impracticable debido a la resistencia del proletariado a la reducción de sus retribuciones, incluso podía ser contraproducente, porque debilitaba la demanda precisamente en el momento en que era conveniente mantenerla. Olariaga señalaba que la teoría de Keynes se refería exclusivamente a las crisis cíclicas, en las que quedan desocupados una parte de los obreros, de las máquinas y de las materias primas como resultado de un debilitamiento de la demanda monetaria con determinados precios, en las cuales es posible reorganizar rápidamente la parte paralizada del mecanismo productivo con

de la ocupación total, sugerido y consagrado científicamente por Keynes<sup>535</sup>. Olariaga observaba que el único país del mundo que no se contaminó con aquella oleada socialista europea fue Estados Unidos<sup>536</sup>.

Presenció cómo los políticos se adhirieron masivamente a la teoría de la ocupación total, al creer que les otorgaba la legitimidad suficiente para que el Estado realizara inversiones de forma sistemática, incluso aunque no hubiese suficiente ahorro voluntario siempre que se consiguiera dar empleo en cualquier forma y con cualquier nivel de costes a los obreros que estuvieran parados. Al decir de Hayek, «El socialismo (...) había sometido a su hechizo a gran parte de los líderes intelectuales, y muchos le consideraron la meta definitiva a que fatalmente se dirigía la sociedad»<sup>537</sup>. Tal como explica Jordan, «fue la Segunda Guerra Mundial la experiencia que manifestó la potencia de la teoría keynesiana como plataforma de una política de gasto público»<sup>538</sup>. Olariaga estaba absolutamente en contra de la propuesta keynesiana de la ocupación total, compartiendo la opinión de Hayek, «La Gran Inflación de Austria y Alemania nos llamó la atención por la conexión entre cambios en la cantidad de dinero y cambios en el nivel de desempleo. Especialmente nos mostraba que el empleo creado por la inflación disminuía en cuanto ésta empezaba a disminuir y que su terminación producía lo que vino en llamarse *crisis de la estabilización*, con un fuerte paro. Fue la comprensión de esta conexión lo que hizo que otros contemporáneos y yo nos opusiéramos, y rechazáramos desde el principio el tipo de política de pleno empleo propugnada por lord Keynes y sus seguidores»<sup>539</sup>. Aunque Olariaga reconocía que «*contraer el consumo no es plato de gusto*»<sup>540</sup>, creía imprescindible contener el gasto. No sólo en la esfera pública, sino también en la esfera privada, tanto por equidad como para conseguir un resultado significativo.

Keynes quiso generalizar el procedimiento por el cual el Estado regularizara las inversiones mediante la ampliación o contracción de los gastos públicos, de ciertos impuestos y de las cuotas del seguro obrero, aventurándose incluso a caer en la inflación<sup>541</sup>. Al analizar los efectos sobre la inflación que conllevaba la propuesta keynesiana, Olariaga aseguraba<sup>542</sup> que la «ocupación total» ponía en manos de los Gobiernos la regulación de la producción mediante aumentos o disminucio-

---

una emisión de dinero nuevo. La política de tipos de interés bajos fue mantenida por casi todos los países occidentales durante la Segunda Guerra Mundial y después de ella. Esto se debió, por una parte, al temor a una nueva crisis y, por otra, a la necesidad de mantener baja la carga financiera de la Deuda Pública.

<sup>536</sup> Aunque fue cuestión de tiempo porque, tal como afirma Manuel Jesús González: «en el decenio de 1960, las ideas keynesianas no sólo se habían aclimatado perfectamente en el escenario político americano. Habían calado en la opinión pública, y vivieron, durante la década, momentos de máximo esplendor». GONZÁLEZ, M. J., *¿Adónde va el sector público? Del Estado de bienestar al bienestar con menos Estado*, 1994, cit., pp. 102-103.

<sup>537</sup> HAYEK, F. A., *Los fundamentos de la libertad*, 1959, cit., p. 315.

<sup>538</sup> JORDAN, J. y otros, *Introducción a la política monetaria general y de España*, 1976, cit., p. 63.

<sup>539</sup> HAYEK, F., *¿Inflación o pleno empleo?*, 1976, cit., pp. 34-35

<sup>540</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 222.

<sup>541</sup> En general, un aumento en la demanda efectiva se traducirá en parte en inflación, pero también en un incremento de empleo: «Cuando un nuevo crecimiento en el volumen de demanda efectiva no produce ya un aumento más en la producción y se traduce sólo en un alza de la unidad de costos, en proporción exacta al fortalecimiento de la demanda efectiva, hemos alcanzado un estado que podría designarse apropiadamente como de inflación auténtica. Hasta alcanzar este punto, el efecto de la expansión monetaria es completamente cuestión de grado y no hay momento previo en el cual podamos trazar una línea definida y declarar que las condiciones de inflación están operando. Es probable que cada aumento anterior en la cantidad de dinero, en la medida que hace subir la demanda efectiva, se traduzca parte en una elevación de la unidad de costos y parte en un aumento de la producción». KEYNES, J. M., *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, 1995, cit., p. 269.

<sup>542</sup> OLARIAGA, L., *El Dinero II. Organización Monetaria y Bancaria*, 1954, p.80.

nes de los gastos públicos que se acoplaban a las diversas fases del ciclo económico, en los periodos de depresión el Estado se veía legitimado para emprender grandes inversiones, de forma que existiera una demanda pública suplementaria que sustituyera transitoriamente la menor demanda privada. Hay dos importantes consecuencias derivadas de esta doctrina: la primera, el Estado debería regular las inversiones de capital, siendo él mismo inversor en gran escala en determinados momentos. La segunda, el Estado sería responsable de la regularidad de la actividad productora. Y para garantizar la regularidad de las inversiones y de la producción el Estado se vería obligado a dirigir discrecionalmente el Banco Central y las Bolsas de valores al ser los órganos de control del mercado de dinero y del mercado de capitales<sup>543</sup>. Olariaga detectó el peligro de esta injerencia del Estado, ya que necesitaría convertir la política monetaria y de crédito en un instrumento de la política de producción de los Gobiernos, y para ello situarían a los Bancos Centrales en condiciones de crear dinero para inversiones a largo plazo. De esta forma desaparecería el criterio restrictivo por el que los Bancos emisores limitaban la creación de dinero para impedir la inflación y mitigar los ciclos<sup>544</sup>.

Olariaga afirmaba que la propuesta keynesiana de garantizar la «ocupación total» con inversiones del Estado siempre que la iniciativa privada abriera camino al paro forzoso sólo entusiasmó a los enemigos del capitalismo, que encontraron así un procedimiento para traspasar al Estado la dirección de la vida financiera. Y si se disparase una inflación irrefrenable, atisbaban una oportunidad de forzar la socialización completa para sacar a las economías nacionales del atasco. Describía Olariaga que la política de ocupación total con dinero barato e inversiones públicas a granel dio «*carta blanca*»<sup>545</sup> a los gobernantes para romper con la tradición de no hacer inversiones a largo plazo sin previa acumulación de ahorro y para crear todo el dinero adicional que les fuera necesario. La consecuencia que detectó Olariaga fue la quiebra de todo el mecanismo de ahorro e inversiones clásico, y la canalización de éstas últimas principalmente a través de los organismos oficiales. Olariaga creía improbable que la política de ocupación total se pudiera llevar a cabo sin provocar inflación y sin descomponer a la larga el mecanismo del crédito y de la producción<sup>546</sup>.

Olariaga no compartía el análisis de la inflación y el desempleo en Keynes. Opinaba que los obreros no aceptarían el encarecimiento de la vida aunque disminuyera el desempleo, sino que reclamarían aumentos de salarios disparándose un proceso de inflación incontenible, llegando a una situación con mayor paro que el inicial y un caos económico generalizado. Olariaga criticó duramente a los políticos que defendían la intervención pública, por no tener en cuenta estas consideraciones. Con los postulados keynesianos hubo un pretexto para dar cierto sentido a la estatificación ban-

---

<sup>543</sup> Según Thornton, otra de las fuentes de no neutralidad del dinero es la explicación dada a través de la teoría del ahorro forzoso. La doctrina sostiene que la inflación monetaria estimula la formación de capital y el producto potencial mediante el traslado de ingresos reales desde los asalariados y rentistas, que tienen propensiones al consumo elevadas, hacia los empresarios y capitalistas, que tienen propensiones a la inversión elevadas. MÉNDEZ IBISATE, F., «Estudio preliminar» a la obra de THORNTON, H. *Crédito papel*, 2000, p. 40.

<sup>544</sup> En cuanto a la relación entre el ahorro forzoso y la inflación, Olariaga explicaba que el ahorro forzoso no creaba inflación, sino al revés, la inflación crea ahorro forzoso: El ahorro forzoso siempre convive con la inflación. De los dos tipos de ahorro forzoso -expuestos en el capítulo anterior- el más peligroso de cara a la inflación es el consistente en la acumulación de capital de inversión por parte del Estado mediante la absorción directa de renta de los particulares por medio de impuestos o de cargas sociales, ya que si el Estado crea más impuestos y los dedica a aumentar el Gasto (aunque puede dedicar esa recaudación a otros fines que no sean aumentar el Gasto Público, como por ejemplo, a amortizar Deuda Pública) se generará alguna tensión inflacionista pero poco significativa, y se produce fundamentalmente por el retardo que siempre tiene lugar entre la captación del ahorro forzoso y la generación de productos.

<sup>545</sup> OLARIAGA, L., *El Dinero II. Organización Monetaria y Bancaria*, 1954, cit., p.122.

<sup>546</sup> El análisis detallado de la crítica hayekiana al multiplicador keynesiano lo encontramos en HUERTA DE SOTO, J., *Dinero, Crédito Bancario y Ciclos Económicos*, (1998), pp. 434-435.

caría en nombre del principio de la «ocupación total» ya que, sin esta justificación, el Poder público podía hallar una resistencia en la organización bancaria en un momento dado:

*«Les bastó con que una gran autoridad científica les disculpara la inflación y arrancara de manos de los Bancos emisores la regulación de los ciclos para ponerla en manos de los partidarios políticos de turno en el Gobierno. Y llegaron a una paradójica conclusión: la de que procedía convertir en dependencia del Estado por lo menos el Banco emisor»<sup>547</sup>.*

La paradoja estaba en estatificar la creación de dinero al propio tiempo que aceptaban relegar a segundo término la política monetaria, pasando a desempeñar un papel casi pasivo. Es decir, que mientras la política monetaria era el instrumento único de regulación de los ciclos podía estar encomendada a un organismo privado; pero cuando iba a quedar poco menos que neutralizada dentro de una compleja política económica y fiscal, podría convertirse en un peligro para la nación no transformarla en una pieza administrativa del Estado.

Lamentaba Olariaga<sup>548</sup> que la interpretación dada a la teoría de la ocupación total contribuyera a que los gobernantes perdieran el respeto al incremento de los gastos públicos y a las limitaciones que imponía el ahorro voluntario, embaucando incluso a los elementos políticos más moderados, de los que afirmaba que aceptaron como dogma incuestionable la ocupación total. Como las que Olariaga denominaba «*las masas socialistas*»<sup>549</sup> incorporaron de forma rápida y definitiva a su ideario la ocupación total, lo que favoreció durante más de un decenio la política de dinero barato y de creación de trabajo a toda costa, a pesar de las funestas consecuencias que produjo. Acusó a los Gobiernos de lanzarse sin reservas a un incremento enloquecido de la industrialización, haciendo que la inflación fuera un recurso poco menos que normal e inevitable, en vez de un problema<sup>550</sup>. Compartía Olariaga la lamentación de Hayek: «Siento decir que la responsabilidad de la inflación que hoy sufre el mundo corresponde de manera total e insoslayable a los economistas, o al menos a aquella mayoría de mis colegas que han seguido las enseñanzas de lord Keynes»<sup>551</sup>.

Esta dinámica hizo que los asalariados se acostumbraran a reclamar sistemáticos aumentos de sueldos a medida que subían los precios: «*Junto a la inflación de demanda se apreció la inflación de costes por encarecimiento de materias primas de alimentos importados y, sobre todo, por elevación de salarios. Con lo cual la inflación podría ser de demanda o de costes*»<sup>552</sup>. «*Los precios (...) pueden sufrir aumento del lado de la demanda o del lado de los costes de producción. Por este último concepto puede darse incremento en el precio de las materias primas o en el los salarios y sueldos y lo que hoy presiona justamente es esta retribución del tiempo de trabajo*»<sup>553</sup>. Veía Ola-

<sup>547</sup> OLARIAGA, L., *La Ordenación bancaria en España*, 1946, cit., p. 30.

<sup>548</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, pp. 232-234.

<sup>549</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 217.

<sup>550</sup> En sintonía con este pensamiento encontramos la afirmación de Hayek: «Es falso el argumento tantas veces oído de que la inflación produce meramente una redistribución del producto, mientras que el paro lo reduce, y que, por tanto, este último representa un mal más grave. En realidad, la inflación es causa de un paro incrementado». HAYEK, F. A., *¿Inflación o pleno empleo?*, 1976, cit., p. 46.

<sup>551</sup> HAYEK, F., *¿Inflación o pleno empleo?*, 1976, cit., p. 101.

<sup>552</sup> OLARIAGA, L., «Prólogo» a la obra de CONDE LÓPEZ, A., *Socio-Economía de la inflación*, 1973, cit., p. XVIII.

<sup>553</sup> OLARIAGA, L., *Los efectos de la inflación mundial*, 1971, cit., p. 6.

riaga que si los empresarios mostraban resistencia se encontraban con la imposición de los Gobiernos. La misma Comisión del Patrón Oro ya había alertado sobre las consecuencias negativas de esta política: «La otra causa de retraimiento de nuestros empresarios es la política social. Parecería imposible (...) que una política imaginada con tan grande propósito de paz hubiera de conducir a resultados tan opuestos a su espíritu»<sup>554</sup>. De esta forma, la llamada espiral de sueldos y precios fue durante varios años, al modo de ver de Olariaga, la inevitable y obligada compañía de la política de dinero barato y del gasto público y privado sin freno y, a veces, con poco juicio. Algunos autores pasaron a acusar al poder sindical como responsable del proceso inflacionista, siendo la teoría de la inflación de costes la versión del problema discutida durante la posguerra<sup>555</sup>. La causa principal de la inflación de costes reside en que ciertos grupos económicos tienen poder para elevar los salarios y los precios, disociando la remuneración de los factores de su productividad. Desencadenado el proceso, se llega a elevaciones generales de precios por contagio o imitación. En general, la inflación de costes se identifica con la provocada por los aumentos excesivos de salarios logrados, generalmente, por el aumento de poder de los sindicatos. La distinción entre inflación de demanda e inflación de costes implica la elección entre dos políticas económicas alternativas, imputando la responsabilidad de la inflación a diferentes sujetos económicos. Si se trata de la inflación de demanda, la responsabilidad caerá implícitamente sobre la autoridad monetaria por una excesiva creación de moneda, o sobre el gobierno o los entes locales por un gasto público excesivo. Si se trata de inflación de costes, la responsabilidad recaerá sobre los sindicatos por sus excesivas peticiones salariales, o sobre los empresarios por sus excesivas ganancias. En el primer caso, el remedio es una política monetaria y presupuestaria de tipo restrictivo; en el segundo caso, una política de rentas. Olariaga puntualizó que este debate se planteó justo en el momento en que existía por parte de los gobiernos un compromiso para buscar el pleno empleo, indicando que esto llevaba a pensar que los gobiernos iban a estar dispuestos a financiar transacciones a más elevados precios monetarios con tal de evitar el paro forzoso, y advertía: «Corresponde así a la política de los Gobiernos afrontar los problemas que en el trasfondo socioeconómico se vislumbra para que puedan tener asiento estable las organizaciones que garanticen el equilibrio comercial y monetario entre las naciones»<sup>556</sup>.

Olariaga concluía que la «droga»<sup>557</sup> keynesiana consistente en incrementar la demanda pública no podría causar otro efecto que el de una superinflación. Para nuestro autor el crédito no podía ser sino factor coadyuvante para combatir una depresión. Enunciaba Hayek: «La verdad, incómoda, aunque inmovible, es que una falsa política crediticia y monetaria, promovida sin apenas interrupción durante todo el periodo a partir de la última guerra, ha abocado a los sistemas económicos

<sup>554</sup> Comisión del Patrón Oro, *Dictamen de la Comisión del Patrón Oro*, 1929, cit., p. 70.

<sup>555</sup> A comienzos de los años cincuenta se agota el largo proceso de inflación de demanda que caracterizaba desde hacía más de una década a los países capitalistas. Comienza el periodo de la inflación reptante, durante el cual los principales países industrializados sufren tasa de inflación moderadas pero persistentes, del orden del 2%-4%, inflación que ofrece a los economistas mayores dificultades que la inflación más grave de los años cuarenta, ya que no puede ser explicada fácilmente a partir de una situación de exceso de demanda. *Inflación de demanda*. Es la situación en que la demanda agregada crece más rápidamente que la producción potencial en pleno empleo. Dado que la elevación permanente de los precios es la característica principal de una situación inflacionista y que la formación del precio es un fenómeno de mercado, el exceso de demanda era la primera función macroeconómica que aparecía como causa de dicha elevación. *Inflación de costes*. Se produce cuando el proceso inflacionario está determinado por un desplazamiento de la oferta agregada. No podemos renunciar a recoger la aseveración de Hayek: «Lo que se llama inflación de costes es simplemente el efecto de aumentos de la cantidad de dinero que los gobiernos creen necesario suministrar para impedir el paro producido por una anterior subida de los salarios (u otros costes) concedida en la expectativa de que el gobierno incrementará la cantidad de dinero». HAYEK, F., *La desnacionalización del dinero*, cit., p. 97.

<sup>556</sup> OLARIAGA, L., «Prólogo» a la obra de CONDE LÓPEZ, A., *Socio-Economía de la inflación*, 1973, cit., p. XIX.

<sup>557</sup> OLARIAGA, L., *La política de crédito en la estabilización española*, 1960, cit., p. 17.

de los países industriales occidentales a una posición altamente inestable, con lo que cualquier acción que se emprenda produce consecuencias muy desagradables»<sup>558</sup>.

Sirva como colofón el propio lamento de Olariaga, cuando en 1971, en una de sus últimas obras, al sopesar las consecuencias terribles ocasionadas por algunas políticas imprudentemente emprendidas, afirmaba:

*«Corresponde, en consecuencia, a los economistas estudiar más, con objetividad y responsabilidad y no fabricar dogmas doctrinales para abastecer partidos en pugna ni hacer juegos de prestidigitación con los cálculos de probabilidades que enardecen ilusionados a las masas y las lleven a reclamar lo que sensatamente no puede hacerse y a presionar dislocaciones en una economía que anda a bandazos cada vez más bruscos y más difíciles de dominar, y a desintegrar una sociedad que no sabe dónde va por falta de fe en todos los sistemas que le brindan, y que sólo responde al brutal frenesí de una voracidad de inmediatos placeres que la llevan a destruirse a sí misma»<sup>559</sup>.*

## 6.8. LA DESINFLACIÓN

La otra cara de la moneda de la inflación y su problemática es la desinflación. Olariaga siguió un análisis paralelo al de la inflación para estudiar la desinflación y sus consecuencias. Afirmaba que, de igual manera que la elevación de precios como tal no podía definir la inflación, el descenso de los precios en sí mismo no definía la desinflación.

La teoría monetaria convencional aporta sus definiciones de deflación. Puesto que la deflación se caracteriza por un proceso de precios a la baja, por desajustes de signo contrario a los ya estudiados, la deflación se caracterizaría por una situación en que la tasa de inflación es negativa.

Olariaga destacó la definición de Cassel dentro de la teoría cuantitativa, aún siendo excesivamente simplificadora, por ser capaz de resumir de forma bastante fiel el concepto más generalizado de desinflación: «Consideramos desinflación el proceso (...) del aumento del valor del dinero por una circulación demasiado reducida de medios de pago»<sup>560</sup>.

La desinflación, al igual que la inflación, podía ser directa o indirecta<sup>561</sup>.

### 6.8.1. Desinflación directa

Es la consecuencia de la contracción de la masa de medios de circulación por parte del Estado. Los métodos para provocarla son los siguientes:

- a) La recogida de papel moneda emitido por el propio Banco emisor.

---

<sup>558</sup> HAYEK, F., *¿Inflación o pleno empleo?*, 1976, cit., p. 36.

<sup>559</sup> OLARIAGA, L., *La Sociedad a la deriva*, 1971, cit., pp. 108-109.

<sup>560</sup> OLARIAGA, L., «El dinero: Teoría del Dinero», 1947, citando la obra de CASSEL, G. *Theoretische Sozialökonomie*, cit., p. 140.

<sup>561</sup> OLARIAGA, L., *El dinero. Teoría del Dinero*, 1947, p. 150.



- b) La cancelación de los anticipos efectuados por el Banco emisor y la retirada correspondiente de dinero de la circulación.
- c) Mediante operaciones de venta de efectos y de fondos públicos.

El Estado, para poner en marcha cualquiera de los dos primeros métodos, necesitaría previamente reducir sus gastos. Olariaga creía que la forma de hacerlo pasaba por disminuir o incluso suprimir los gastos en bienes o servicios que hubieran dejado de ser indispensables. Ponía como ejemplos los gastos extraordinarios de armamentos y de obras públicas, la reducción de plantillas de funcionarios o sus sueldos. Opinaba que de esta manera se iba generando una situación presupuestaria que permitía al Estado destinar cantidades importantes a la recogida de una parte del dinero creado por la inflación.

### 6.8.2. Desinflación indirecta

No sólo el Estado puede provocar la contracción de los medios de circulación para absorber dinero del mercado y provocar desinflación. Hay otros métodos, y son los que generan la denominada desinflación indirecta:

1. Pueden originarla los Bancos por presión del Banco emisor en el mercado de dinero, respondiendo a la iniciativa del Estado.
2. Si llegan a agotarse las reservas para la creación de nuevo dinero, toda la organización bancaria puede verse forzada a provocarla. Señala Olariaga que en ese caso habrá que restringir el crédito o encarecerlo en la medida necesaria para que los empresarios no puedan seguir utilizándolo para hacer frente a unos costes cada vez más exigentes.
3. Pueden provocarla los empresarios, siguiendo una política de reducción de salarios.

Fuera por desinflación directa o indirecta, Olariaga aseguraba que la contracción de los medios de circulación podría provocar la elevación de los tipos de interés a corto plazo. De igual forma que la inflación es un instrumento propulsor del mecanismo productor capitalista, entendía que la desinflación suponía todo lo contrario, ya que desde su comienzo provocaba un proceso de pérdida de renta para los empresarios, proceso que podía llegar incluso a la paralización de algunas producciones.

Olariaga estudió las consecuencias de la desinflación en el mundo financiero y en el ámbito productivo<sup>562</sup>. Señaló que el aspecto psicológico jugaba un importante papel en el proceso de desinflación, ya que en el mismo momento en que surgiera la vacilación ante una perspectiva desfavorable de los precios, los empresarios suspenderían pedidos a los fabricantes. Si, a su vez, quienes tenían almacenadas mercancías recibían la impresión de que la coyuntura cambiaba irremisiblemente y se alarmaban, empezaban a vender rápidamente, acelerando el proceso de liquidación y precipitando la depresión consiguiente. Olariaga aseguraba que el fenómeno psicológico de precipitarse a liquidar las mercancías e interrumpir la producción basada en costes altos aparecía tan pronto como quedaban cortadas las ampliaciones de crédito.

Nuestro autor veía claramente que la economía capitalista es mucho más sensible a los efectos de la desinflación que a los de la inflación. Los empresarios se encontrarían con que va siempre

---

<sup>562</sup> OLARIAGA, L., *El dinero. Teoría del Dinero*, 1947, pp. 151-153.

más de prisa el descenso de precios que la reorganización de sus empresas para producir más barato, debido a la desconfianza y a la especulación a la baja. Como los empleados se resisten a la reducción de sueldos, para Olariaga esta situación desembocaría en constantes conflictos sociales y en el paro forzoso.

En el caso de que los gobiernos quisieran utilizar la desinflación con el objetivo de restablecer el equilibrio perturbado previamente por la inflación, Olariaga creía imprescindible que los sistemas de precios y de rentas fueran elásticos, de forma que éste último pudiera ir reajustándose a un nivel inferior de costes. Sin embargo, al profesor no se le escapa la dificultad de conseguirlo, debido a que el factor más importante del coste es el precio de la fuerza de trabajo, caracterizado por su rigidez a la baja.

Encontraba en este punto un elemento para atacar nuevamente a los sindicatos obreros por su rechazo frontal a la reducción de sueldos. «*Los sindicatos obreros no han tenido más que una sola política: aumentar los salarios y disminuir la jornada. Es decir, aumentar el coste de producción*»<sup>563</sup>. Para Olariaga, esta postura se debía a que consideraban que las elevaciones son mejoras decisivas conquistadas en la lucha social y no aceptaban su anulación ni su merma bajo ningún pretexto. Sin embargo, criticaba esta actuación porque, desde su punto de vista, no tenían en cuenta las consecuencias que pudieran traer a la sociedad sus exigencias. En este aspecto compartía nuevamente el pensamiento de Hayek cuando afirmaba: «Aun cuando es notorio que los sindicatos, con su política de salarios, han logrado mucho menos de lo que se cree, la acción sindical en dicho campo es, sin embargo, perniciosa en extremo desde el punto de vista económico y altamente peligrosa desde el político. Las asociaciones obreras utilizan su poder de tal suerte que conduce al aniquilamiento del mercado y a que la actividad económica quede bajo su control. Control que sin duda entraña un grave peligro ejercitado por el Estado, pero que resulta intolerable en manos de un grupo en particular. Para alcanzar su finalidad, los sindicatos influyen sobre los salarios relativos de los diferentes grupos de trabajadores y mediante ininterrumpida presión alcista actúan también sobre el nivel de los salarios nominales, con sus inevitables consecuencias inflacionarias»<sup>564</sup>.

Olariaga reconocía que los sindicatos obreros iban adquiriendo una fuerza incuestionable a estos efectos, por lo que creía que la posible ejecución de una política de desinflación como instrumento para luchar contra la inflación iba a tropezar cada vez más con insuperables dificultades. Esto llevaba a Olariaga a la conclusión de que si bien las consecuencias de la desinflación sobre el organismo productor la hacen temible e indeseable, sus efectos sociales habían llegado a hacerla difícilmente practicable y, por tanto, ineficaz para restablecer el equilibrio perturbado por la inflación.

## 6.9. CONCLUSIÓN

A la luz de la obra de Olariaga, las conclusiones a las que llega el profesor respecto a la inflación son las siguientes:

1. *Inflación no es cualquier elevación de precios.* Olariaga defendió que inflación no es la elevación de precios en general, sino un tipo de elevación de precios motivada por un incremento importante y sistemático de los medios de pago. Afirmaba además que no todo aumento de dinero produce inflación

<sup>563</sup> OLARIAGA, L., *España y la situación económica del mundo*, 1933, cit., p. 101.

<sup>564</sup> HAYEK, F. A., *Los fundamentos de la libertad*, 1959, cit., p. 337.

Debemos criticar esta afirmación de Olariaga ya que actualmente está generalmente aceptado que inflación es la tasa de crecimiento del nivel general de precios motivado por cualquier incremento en la cantidad de dinero en circulación. No es preciso que ese incremento en la cantidad de dinero sea «*importante y sistemático*», como defiende Olariaga.

2. *Puede haber inflación de demanda e inflación de costes.* A lo largo de los años en que Olariaga estudió el tema de la inflación fue modificando su postura, y llegó a reconocer nítidamente que, tal como ya defendía Keynes en su *Treatise on Money*<sup>565</sup>, puede haber inflación de demanda e inflación de costes.
3. *Para mantener estables los precios, el Banco Central debería controlar estrictamente la oferta monetaria.*

La evolución de la legislación que regula Banco de España y el Banco Central Europeo hicieron realidad esta aspiración de Olariaga, ya que de conformidad con lo dispuesto en el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y en los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, el objetivo primordial del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios<sup>566</sup>: «De acuerdo con el artículo 105(1) (ex artículo 105(1)) de este Tratado, el principal objetivo del SEBC deberá ser el mantenimiento de la estabilidad de precios»<sup>567</sup>.

4. *La inflación beneficiosa.* Afirmaba Olariaga que la inflación podría ser un fenómeno favorable para el desarrollo capitalista si no tuviese peligrosas consecuencias en la distribución de la renta y si no llevara, a la larga, a un estado de crisis al propio sistema monetario capitalista. Como la inflación permite un desplazamiento de renta de determinadas clases de la sociedad a favor de otras, y muy especialmente de la clase de empresarios –que es la que hace funcionar el mecanismo productor de las organizaciones capitalistas– la inflación podría tener un aspecto positivo.

Es la idea de la «inflación beneficiosa». Pero Olariaga entendía que es prácticamente imposible encontrar el lado beneficioso de la inflación, dado que tiene peligrosas consecuencias en la distribución de la renta y conduce, a la larga, a un estado de crisis al propio sistema monetario capitalista. Percibía que las consecuencias sociales que provoca la inflación con la distribución desigual de la renta que produce son tan dañinas, que el posible aspecto positivo se desvanece.

5. *La inflación implica unos costes objetivos que la hacen indeseable.* Las subidas de precios imponen un tributo sobre el público. La inflación produce pérdidas puramente de eficiencia. Los aumentos esperados en la inflación reducen los saldos de dinero en manos del público. Se gastan recursos reales en los ajustes requeridos para subir los precios al aumentar los costes de producción. La inflación anticipada lleva también a una deficiente asignación de recursos a través de sus efectos sobre el sistema tributario, y afecta al valor real de los ingresos tributarios cuando hay retrasos en la recaudación de los impuestos. Así mismo, la

---

<sup>565</sup> KEYNES, J. M., *Treatise on money*, 1996, Cap. XVI, XVII y XVIII, pp. 227-252.

<sup>566</sup> Recordemos que en el contexto de la Unión Europea, en cuanto al objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE ha adoptado la siguiente definición: «Se define la estabilidad de precios como un incremento interanual por debajo del 2% del índice Armonizado de Precios de Consumo (IPCA) para el área del euro». BLANCHARD, O., *Macroeconomía*, 2000, cit., p. 528.

<sup>567</sup> Protocolo n.º 18 del Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, 1992, Capítulo II, Artículo 2.

inflación genera una redistribución desigual de la renta entre los distintos sectores de la población, en la que siempre hay perjudicados.

6. *No sólo crean dinero el Estado y los Bancos de emisión.* Olariaga admitía que hay que tener en cuenta la capacidad de compra acumulada en las cuentas corrientes bancarias y reflejada en las del Banco emisor.
7. *Consideraba que la «Teoría General» de Keynes sentó las bases para una tendencia socializante en el mundo.*

La interpretación dada a la teoría de la ocupación total contribuyó a que los gobernantes perdieran el respeto al incremento de los gastos públicos y a las limitaciones que imponía el ahorro voluntario. Olariaga analizó los efectos que conllevaba la propuesta keynesiana de la política de «ocupación total» sobre la inflación. Para garantizar la regularidad de las inversiones y de la producción el Estado se vería obligado a dirigir discrecionalmente el Banco Central y las Bolsas de valores al ser los órganos de control del mercado de dinero y del mercado de capitales. Olariaga detectó el peligro que implicaba esta injerencia del Estado, ya que necesitaba convertir la política monetaria y de crédito en un instrumento de la política de producción de los Gobiernos, y para ello situaban a los Bancos Centrales en condiciones de crear dinero para inversiones a largo plazo. De esta forma desaparecía el criterio restrictivo por el que los Bancos emisores limitaban la creación de dinero para impedir la inflación y mitigar los ciclos.

Percibía Olariaga que la propuesta keynesiana de la ocupación total proporcionaba el pretexto para dar sentido a la estatificación bancaria. El «nuevo dogma» de la ocupación total daba a los Gobiernos la legitimidad suficiente para que el Estado realizara inversiones de forma sistemática, incluso aunque no hubiese suficiente ahorro voluntario pero se consiguiera dar empleo en cualquier forma y con cualquier nivel de costes a los obreros que estuvieran parados. Las «masas socialistas» incorporaron de forma rápida y definitiva a su ideario la ocupación total, lo que favoreció durante más de un decenio la política de dinero barato y de creación de trabajo a toda costa: los Gobiernos se lanzaron sin reservas a un incremento enloquecido de la industrialización, haciendo que la inflación fuera un recurso poco menos que normal e inevitable, en vez de un problema contra el que luchar.

8. *La lucha social genera inflación y materializa la vida.* Con la política de ocupación total puesta en práctica por muchos gobiernos, la población se habituó a reclamar sistemáticos aumentos de salarios a medida que subían los precios, con lo que la espiral de sueldos y precios fue durante varios años la inevitable compañía de la política de dinero barato y del gasto público y privado sin freno. Olariaga pensaba que la tendencia socializante en el mundo seguiría animando la lucha social, por lo que los Gobiernos se verían ante la paradoja de que el proletariado, que en teoría es anticapitalista, pretendería intensificar su consumo exigiendo el empleo de un mayor capital, siendo ése precisamente el gran problema económico del mundo: no se produce lo necesario para satisfacer el consumo presente e incluso se consume una parte de lo que debía ahorrarse para formar el capital que el progreso y el crecimiento de los países exigen. Si la productividad va decreciendo y, al mismo tiempo, crece el gasto de consumo y de inversión, es un proceso que lleva inevitablemente a un incremento constante de los precios, precipitando a la economía mundial en la inflación tanto del lado de los costes como del lado de la demanda.

*«La inflación es una consecuencia de administrar, de mala gana y con menosprecio de las leyes de su funcionamiento, un sistema económico que se considera*

*arcaico y desprestigiado, pero del cual no pueden prescindir los pueblos de la Europa Occidental sin caer en el comunismo igualitario y esclavizador, y al cual se le exige que produzca más cuando la gente trabaja menos y se halla embalada en una alegre carrera de intensificación de su bienestar material»<sup>568</sup>.*

9. *La desinflación provoca graves consecuencias sobre el mecanismo productor.* La parte más importante de la renta de los consumidores, que es la sindicada, se resiste y desatiende a sus jefes cuando estos invocan el interés general. Los sindicatos, al rechazar las reducciones en los salarios a toda costa, imposibilitan la ejecución de una política de desinflación como instrumento para luchar contra la inflación. De esa manera, los gobiernos no pueden utilizar la desinflación para restablecer el equilibrio perturbado previamente por la inflación.
10. *Soluciones propuestas por Olariaga para luchar contra la inflación.* Olariaga creía que los Gobiernos de los países occidentales tropezaban con serias dificultades para contener la inflación general y progresiva. Hayek argumentaba: «En el momento actual se espera de los economistas que digan cómo ha de extirparse del mundo libre la seria amenaza de la inflación acelerada que (...) es el resultado de la política que la mayor parte de los economistas han recomendado, e incluso urgido, a los gobiernos»<sup>569</sup>. Olariaga creía que la solución debía ir de la mano de una política de precios y rentas, consistente en una negociación razonada entre la masa sindicada, tanto patronal como obrera. Olariaga no vislumbraba otro camino anti-inflacionista que el de recurrir a una política de acercamiento de trabajadores y de empresarios bajo tutela gubernamental y sobre la base de aclarar las exigencias de la coyuntura económica de las naciones y de las condiciones concretas y prudentiales en que puede trabajar cada empresa, tomando en cuenta sus riesgos y perspectivas.

Valgan las propias palabras de Olariaga como colofón a su pensamiento:

*«¡Por algo llamó Carlyle ciencia lúgubre a la Economía! A lo cual pudo añadir que las consecuencias de no respetarla son mucho más lúgubres todavía»<sup>570</sup>.*

---

<sup>568</sup> OLARIAGA, L., «Significación histórica de las actuales estabilizaciones monetarias», 1959, contenido en OLARIAGA, L., *Escritos de Reforma*, 1992, cit., p. 235.

<sup>569</sup> HAYEK, F., *La pretensión del conocimiento*, Conferencia pronunciada con ocasión de la recepción del premio Nóbel de Economía, el 11 de diciembre de 1974, contenido en *¿Inflación o Pleno empleo?*, cit., p. 9.

<sup>570</sup> OLARIAGA, L., *Los efectos de la inflación mundial*, 1971, cit., p. 17.



## Capítulo 7: CONCLUSIONES

*«¿Que estamos anticuados los economistas que de este modo opinamos? Bueno; también están anticuados para muchos el sentido común, la prudencia, la competencia profesional, la experiencia, la contención de las ambiciones, el cumplimiento de las obligaciones adquiridas... y está anticuado el mundo entero que lucha por mantener su equilibrio económico con el incómodo aparato de la estabilización monetaria»<sup>571</sup>.*

En esta investigación hemos analizado el pensamiento monetario de Luis Olariaga. Se trata de un autor con un pensamiento interesante en comparación con otros autores españoles de su tiempo, adelantado a su época, moderno y que en muchos aspectos no ha perdido la actualidad.

La contrastación entre las propuestas por él defendidas y la realidad monetaria que se ha ido desarrollando a lo largo de los años nos permite sopesar cómo de acertadas eran sus ideas. Aunque la perspectiva de los años y la evolución de la práctica y las teorías en materia monetaria a veces dificultan la tarea de discernir cuánto de innovador y de atrevido tenían las aportaciones de Luis Olariaga Pujana, es en su pensamiento y en su obra donde reside el germen de lugares que son hoy comunes para nosotros, ya en otro siglo, en lo que se refiere al terreno monetario, financiero y bancario, en los que destacó siempre. La modernidad, amplitud y actualidad del pensamiento de Olariaga hacen que, en gran medida, aún hoy éste sea vigente en muchas de sus aseveraciones, de sus críticas y en muchos de los consejos a los políticos para fortalecer la economía española.

*Las CONCLUSIONES a las que llegó Olariaga en materia monetaria son las siguientes:*

**I. La política monetaria es la acción de la autoridad monetaria encaminada a la regulación del dinero y del crédito, siendo el órgano natural de ejecución de dicha política el Banco Central de cada país.**

La autoridad monetaria –que puede ser o no el Estado– debe estimular, difundir y regular el crédito nacional con el objetivo de activar el desarrollo del comercio y del sector productivo. Su preocupación por la política monetaria y por el papel que debía asumir el Banco emisor distancian a Olariaga de la ortodoxia de la época, puesto que durante el periodo al que se refiere su análisis la política monetaria tendió a ocupar una posición secundaria en casi todos los países.

**I.A) El Banco Central ha de ser independiente respecto del Gobierno para garantizar la autonomía de la política monetaria.**

Olariaga consideraba que el Banco Central debía ser independiente respecto del Gobierno para garantizar la autonomía de la política monetaria. Siempre criticó el hecho

---

<sup>571</sup> OLARIAGA, L., *La política de crédito en la estabilización española*, 1960, cit., p. 25.

de que el Banco de España estuviera sometido a los criterios y conveniencias de los distintos Gobiernos, y luchó en todo momento para que las leyes reguladoras del Banco garantizaran su independencia.

**I.B) *El Banco Central ha de perseguir su estatificación como fórmula para servir al interés general.***

En este aspecto constatamos la evolución de Olariaga, ya que en sus primeras obras defendía la importancia primordial de un Banco Central independiente, incluso aunque fuera una entidad privada. Advertimos aquí un elemento curioso en el pensamiento de nuestro autor, evidentemente motivado por la coyuntura propia en que vivió. Ya fuera el Banco Central una entidad pública o privada, debía hallarse sujeto a una buena legislación, lo que impediría un mal uso de su privilegio que le permitiera dejar de servir objetivamente a la economía nacional. Con el tiempo fue matizando su planteamiento hasta llegar a defender nítidamente en 1946, en su obra *La ordenación bancaria en España*, la estatificación de los Bancos Centrales.

Es fácil corroborar cómo la aspiración de Olariaga a favor de la independencia de los Bancos Centrales es hoy una realidad. Así, el *Estatuto del SEBC y del BCE* establece que ni el Banco Central Europeo, ni los bancos centrales nacionales, ni ningún otro miembro de sus órganos rectores recabarán ni aceptarán instrucciones procedentes de ningún organismo externo cuando desempeñen funciones relacionadas con el Eurosistema como fórmula para garantizar la independencia de la política monetaria. El Estatuto va incluso más lejos, ya que indica que las instituciones y organismos comunitarios, así como los Gobiernos de los Estados miembros, no deberán tratar de influir sobre los miembros de los órganos rectores del BCE o de los Bancos Centrales nacionales en el ejercicio de sus funciones<sup>572</sup>.

**I.C) *Los Bancos de emisión deben hacer frente a las necesidades monetarias del país sin producir inflación.***

Para los Bancos de emisión es compatible el mantenimiento de la circulación en condiciones de elasticidad con la defensa de la capacidad de compra del dinero y con el mantenimiento de la paridad en el cambio intervalutario. La estabilidad de los precios internos es un requisito imprescindible para la estabilidad del cambio exterior de una moneda, con todas las consecuencias que implica sobre producción y empleo.

De nuevo las propuestas de Olariaga se verían llevadas a la práctica. La estabilidad de precios es hoy el objetivo prioritario para el Eurosistema. El *Tratado constitutivo de la Comunidad Europea* así lo considera, y en los *Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo* se afirma: «De acuerdo con el artículo 105(1) (ex artículo 105(1)) de este Tratado, el principal objetivo del SEBC deberá ser el mantenimiento de la estabilidad de precios»<sup>573</sup>.

---

<sup>572</sup> Véase Organización del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), *Documentos Oficiales del BCE. Independencia del Eurosistema*.

<sup>573</sup> Protocolo n.º 18 del *Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo*, 1992. Capítulo II, Artículo 2. El Estatuto del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo se denomina *Protocolo n.º 18* (ex n.º 3) en el *Tratado de la Unión Europea*, con fecha 7/2/1992. De acuerdo con el artículo 311 del Tratado de la Comunidad Europea, este protocolo forma parte del Tratado. El Estatuto fue publicado en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas* C191 de fecha 29/7/1992, página 68 en adelante. Fuente: *Oficina Internacional del Banco Central Europeo*.



## **II. El Banco de España fue el culpable de muchos de los problemas económicos largamente sufridos en España durante las primeras décadas del siglo XX.**

La falta de apego del Banco de España a sus obligaciones de política patria estaba enraizada en sus mismos orígenes. Olariaga, consciente del papel que juega el Banco Central de emisión en la economía de un país, aspiraba a que la prosperidad del Banco de España se desarrollara no a costa, sino a compás de la prosperidad económica nacional.

### **II.A) *El Banco de España potenció el fetichismo del oro.***

Fue el propio Banco de España el que, en busca de su propio interés y en contra del interés de la economía nacional, potenció el fetichismo del oro, para que sus beneficios no disminuyeran.

Para Olariaga era inadmisibles que en España no existiera una política monetaria nacional. El Estado no debía desentenderse de las funciones de emisión y regulación de la moneda, ejes del valor de nuestra riqueza, y que sin embargo habían quedado convertidas simplemente en un negocio más de una empresa privada, provocando fatales consecuencias. Lamentaba que ni el sector financiero más formado ni el sector político influyente fueran capaces de descubrir las motivaciones del Banco de España, con consecuencias nefastas para la economía española. Consideraba el exceso de reservas en oro que poseía el Banco de España era un simple fetiche influyente tan sólo en un sentido psicológico. El Banco había engañado a toda la opinión nacional difundiendo las supuestas ventajas del mantenimiento de grandes reservas de oro cuando únicamente las utilizaba para obtener más beneficios. De esa forma, cuando llegó el momento de utilizar el oro para defender el valor de cambio de una peseta que se estaba depreciando, se opusieron la mayoría de los sectores de influencia.

### **II.B) *El Banco emisor español debía asumir ineludiblemente algunas funciones que en el periodo objeto de nuestro estudio nunca asumió.***

#### **II.B.a) *El Banco emisor debía limitar sus operaciones de crédito a aquéllas que no produjeran inflación.***

El Banco emisor debía haber mostrado una gran preocupación por los efectos inflacionarios de su política, y sin embargo no lo hizo. Además, la estabilidad de los precios internos era un requisito imprescindible para la estabilidad del cambio exterior de una moneda, con todas las consecuencias que el mismo tiene sobre producción y empleo.

A pesar de que el Banco eludió durante largo tiempo su responsabilidad en el control de la inflación –así por ejemplo, en la *Ley de Ordenación bancaria de 1946* aún no aparecía entre las funciones del Banco ninguna referencia al mantenimiento de la estabilidad de precios, como tampoco será una de las funciones que le asigne la *Ley de Nacionalización y Reorganización del Banco de España de 1962*–, la *Ley de Autonomía de 1994* expone: «La autonomía de nuestro Banco Central exige, en primer término, que el Tesoro público no pueda incurrir en descubiertos en su cuenta en el Banco de España, ni siquiera de carácter transitorio, porque al hacerlo privaría a éste de la iniciativa en el proceso de creación monetaria. Como cautela adicional prevista en el *Tratado de la Unión Euro-*

pea, el Banco de España no podrá adquirir directamente del Tesoro valores emitidos por éste, sin perjuicio de que pueda efectuar operaciones en el Mercado de la Deuda Pública. La señalada autonomía exige, asimismo, que, en el ámbito de la política monetaria, el Banco no esté sometido a instrucciones del Gobierno o del Ministro de Economía y Hacienda, de forma que pueda orientar dicha política al fin primordial de mantener los precios estables»<sup>574</sup>.

*II.B.b) El Banco de España debía ser el responsable de velar por la estabilidad valutaria.*

Para Olariaga el ideal de toda política económica en materia de cambios debía ser la conservación de la paridad de la moneda, siendo la regulación de los cambios con el extranjero era uno de los problemas económicos que la autoridad monetaria debía cuidar escrupulosamente. Denunciaba que en España ésta función no se había desarrollado en aras del interés social. Las leyes que regulaban el funcionamiento del Banco de España y la actitud mantenida por los poderes públicos marcaron de forma decisiva el control monetario en España, con todas las consecuencias que ello conllevaba en cuestiones como la estabilidad de precios, el control valutario o el déficit público.

Olariaga, para quien la defensa de la valuta era uno de los principales deberes de un Banco Central de emisión, afirmaba que el Banco de España nunca consideró la regulación del cambio de la divisa entre sus funciones naturales. Para nuestro autor, la política de divisas no podía en forma alguna estar separada del Banco emisor al ser una parte integrante de su política monetaria.

La enorme e injustificada acumulación de oro que realizó el Banco de España fue en pos sus propios intereses, sin tener en cuenta los efectos que pudiera tener en la economía nacional. El más grave fue la depreciación sufrida por la peseta.

**II.C) Para erradicar los males provocados por el Banco de España había de buscarse una reforma definitiva de la legislación del Banco de España que regulara su funcionamiento.**

Según Olariaga, los aspectos que dicha reforma debía tener en cuenta son los siguientes:

*II.C.a) Debía ser fundamentalmente una reforma del Banco emisor.* Los demás órganos del crédito debían ser sus satélites y recibir del mismo todas las orientaciones que inspirara el interés público en materia de dinero y crédito. Olariaga reclamaba la alteración esencial de la organización bancaria española para conseguir la creación de un sistema financiero moderno que acompañara al desarrollo comercial e industrial de la España de principios de siglo XX.

*II.C.b) Era imprescindible que se lograra la necesaria independencia entre el Banco de España y el Tesoro Público, así como la estatificación del Banco.*

Como hemos visto en los puntos I.A. y I.B. de estas conclusiones, Olariaga propuso un Banco Central independiente respecto del Gobierno para garantizar la

---

<sup>574</sup> Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España, BOE de 2 de junio de 1994, cit., p. 4358.

autonomía de la política monetaria y, desde 1946, defendió su estatificación como mejor fórmula para servir objetivamente a la economía nacional.

Es imprescindible destacar en este punto la modernidad del pensamiento del autor, al que podemos considerar precursor del Banco de España moderno, aunque la ansiada independencia del Banco de España respecto del Gobierno tardó en llegar. La *Ley de órganos rectores* de 1980 hizo que el Banco de España entrara en la modernidad, al definir al Banco como una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que actuaría con autonomía con respecto a la Administración del Estado para el cumplimiento de sus fines. Este decreto facilitó la asunción por parte de la entidad de altas dosis de autonomía. La reclamada independencia entre Banco y Tesoro llegaría en 1994 con la *Ley de Autonomía del Banco de España* y aún después, con la *Modificación de la Ley de Autonomía del Banco de España de 1998*, que dice en su artículo 1: «El Banco de España es una entidad de Derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada. En el desarrollo de su actividad y para el cumplimiento de sus fines actuará con autonomía respecto a la Administración General del Estado, desempeñando sus funciones con arreglo a lo previsto en esta ley»<sup>575</sup>.

*II.C.c) Todo el mecanismo del crédito debía estar subordinado a una dirección unitaria y superior dictada por una política económica que persiguiera el interés nacional.*

Creía necesario subordinar todo el mecanismo del crédito con el objetivo de someter las creaciones de dinero a una disciplina de interés general, de forma que impidiera las alteraciones del valor de la moneda en el exterior, las oscilaciones indebidas de los precios y las fluctuaciones de la coyuntura económica española. *Olariaga defendió un Banco emisor que asumiera, entre otras, las funciones de Banco de Bancos y de defensa de la moneda.* La implicación del Banco emisor en cuanto a la estabilidad del valor de la moneda siempre fue reclamada por Olariaga, el Banco de España no podía ser insolidario con la defensa de la peseta.

Éstas y otras funciones fueron plenamente asumidas por el Banco de España a partir de *la ley de nacionalización y reordenación bancaria de 1962*. En particular, con la *Ley de Órganos Rectores del Banco de España de 1980* y con la *Ley de Autonomía del Banco de España de 1994* se garantiza gran libertad y flexibilidad en la instrumentación de sus funciones, y muy especialmente en lo que se refiere a la política monetaria.

*II.C.d) El Banco emisor debía ser el eje técnico de toda la política bancaria nacional.*

El Banco de España debía ser el rector de todo el sistema monetario y crediticio español. Debía proporcionar un sólido pilar del crédito y una estabilidad del valor de la peseta en el interior y en el exterior. El Banco de España no sólo había de preocuparse por la regulación de la circulación y por el estado de las reservas, sino también por el destino del crédito nacional: la relación entre la expansión del

---

<sup>575</sup> Ley 12/1998 de *Modificación de la Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España*. Publicada en el BOE de 29 de abril de 1998.

crédito con el ahorro, el ritmo de capitalización del país, la proporción de crédito dedicada a producir medios de consumo y medios de producción.

Su defensa del Banco emisor como eje técnico de toda la política bancaria nacional también llegaría a quedar recogida en la legislación. A partir de la *ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca de 1962*, junto con otras normas complementarias, el Banco de España se convirtió en el rector del sistema monetario y crediticio español. Aunque hasta 1994 la responsabilidad de la política monetaria correspondía al Ministerio de Hacienda, el Banco ya tenía autoridad y competencia en el orden técnico para ejecutar y desarrollar las medidas correspondientes. En la segunda mitad de la década de los 70, el Banco de España fue completando su configuración como Banco Central, plenamente responsable de la regulación y supervisión del sistema financiero español. Para conseguir este objetivo, era indispensable que el Banco dejara de realizar operaciones comerciales, cuestión largamente denunciada por Olariaga, y que no se consiguió hasta 1962, no sólo con la *Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca*, sino con el *Decreto-Ley de Nacionalización y Reorganización del Banco de España* de junio del mismo año. Tal como explica Rojo, el paso de la década de los años sesenta a los años setenta presenció un esfuerzo por dotar a las autoridades monetarias de instrumentos más eficaces de control. En 1969 se posibilitó un mayor grado de flexibilidad en el manejo del tipo de redescuento del Banco de España. En diciembre de 1970 se introdujo un coeficiente legal de caja para la banca y, un año después, para las Cajas de Ahorro. En 1971 se suprimieron los créditos especiales generadores de efectos automáticamente redescontables en el Banco de España, de modo que éste se vio libre de una vía de generación de liquidez que hipotecaba cualquier intento eventual de practicar una política monetaria activa. El Banco de España contaba así, a comienzos de la década de los años setenta, con dos instrumentos básicos de control potencial activo de la liquidez del sistema: los coeficientes de caja y las líneas de redescuento ordinario. Era obvia, por otro lado, su limitación más importante: se trataba de instrumentos de actuación discontinua; ni los movimientos de los coeficientes de caja ni las variaciones en los límites fijados a las líneas de redescuento ordinario eran medios adecuados para desarrollar una política monetaria continua, es decir, para que el Banco de España pudiera desplegar una suave actuación compensatoria de los efectos ejercidos por los factores autónomos de creación de liquidez básica del sistema<sup>576</sup>.

En conclusión, Olariaga propuso una reforma definitiva de la legislación del Banco de España *consistente en una reforma fundamentalmente del Banco emisor, que supeditara el mecanismo del crédito a una dirección unitaria y superior dictada por una política económica en pos del interés nacional, sometiendo las creaciones de dinero a una disciplina de interés general que impidiera las alteraciones del valor de la moneda en el exterior, las oscilaciones indebidas de los precios y las fluctuaciones de la coyuntura económica española*. A partir fundamentalmente de la *Ley de Órganos Rectores del Banco de España* de junio de 1980, la flexibilidad y libertad mencionadas en la instrumentación de sus funciones persiguieron precisamente la consecución de esos aspectos.

---

<sup>576</sup> ROJO, L. A. y PÉREZ, J., *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, 1977, p. 9.

### **III. Con la trayectoria de la política monetaria seguida en España se consiguió que la moneda española quedara abandonada al destino.**

El inhibicionismo de la autoridad monetaria durante los tres primeros decenios del siglo XX provocó grandes desastres para una economía debilitada, y que sin el apoyo firme y decidido del Banco de España por defender el valor de la peseta tendría serias dificultades para remontar la crisis. Todo ello, unido al gran desconocimiento generalizado del tema y a la confusión provocada directamente por el Banco de España, posibilitó que ni siquiera los financieros españoles estuvieran convencidos de la necesidad de defender la moneda nacional.

Olariaga apostaba por la intervención en los cambios al prever que si caía fuertemente la peseta era necesario tener el control y no dejarlo en manos de las fuerzas del mercado. Olariaga denunció que en España esta función no se había desarrollado en búsqueda del interés social. Olariaga defendió la intervención por parte de la autoridad competente alineándose con las propuestas del liberalismo económico. Olariaga compartía esta postura con Eucken<sup>577</sup> —que defendía el orden del mercado, pero propugnando el intervencionismo en lo relativo al tipo de cambio, debido a la consideración de que el mundo financiero debe tener control para no ser pasto de especuladores, con consecuencias dramáticas para la economía nacional—. O con Hayek, para quien el mantenimiento del liberalismo requería un adecuado marco legal, que debía ser obra del Estado: «Es importante no confundir la oposición contra la planificación (...) con una dogmática actitud de *laissez faire*. (...) El funcionamiento de la competencia no sólo exige una adecuada organización de ciertas instituciones como el dinero, los mercados y los canales de información —algunas de las cuales nunca pueden ser provistas adecuadamente por la empresa privada—, sino que dependen, sobre todo, de la existencia de un sistema legal apropiado»<sup>578</sup>.

#### **III.A) *El inhibicionismo de la autoridad monetaria fue el causante de la depreciación de la peseta.***

Durante el periodo comprendido entre 1901 y 1921, el cambio de la peseta se mantuvo alto sin que las autoridades monetarias emprendieran regulación alguna. Esto sentó un precedente para el inhibicionismo en materia cambiaria. Cabe destacar una serie de hechos en la coyuntura nacional e internacional que prepararon el camino para la depreciación. Además de los acontecimientos nacionales e internacionales que influyeron en la economía española, Olariaga identificó el motivo fundamental de la depreciación de la peseta: entre 1926 y 1927 se produjo en España la entrada especulativa de depósitos calculada en unos 700 u 800 millones de pesetas procedentes de diversos países extranjeros, estimulados por las perspectivas de alza de la peseta que, ante la falta de control y previsión por parte de la autoridad monetaria, provocaron una caída constante del valor de la peseta.

#### **III.B) *El proceso de internacionalización de capital bancario que padeció España no fue una excepción en el ámbito financiero internacional.***

El elemento distintivo en el caso español fue que no se cumplieron las expectativas para los especuladores extranjeros, por lo que los depósitos iniciaron la retirada en el segundo trimestre de 1928 provocando unas consecuencias catastróficas para el cambio.

---

<sup>577</sup> EUCKEN, W., *Cuestiones fundamentales de la Economía Política*, 1947. Primera edición alemana, 1939.

<sup>578</sup> HAYEK, F. A., *Camino de servidumbre*, 1990, cit., pp. 64/66.

### **III.C) *La causa última de la depreciación de la peseta fue que los elementos bancarios se desentendieron de la vigilancia y regulación del cambio de la moneda.***

El absentismo en materia de cambios fue lo que permitió que el valor exterior de la peseta se desplomara. Dado que el Banco de España no consideraba que la estabilidad del valor de cambio de la peseta fuera una de sus funciones, el Gobierno asumió semejante cometido. La *ley de Ordenación Bancaria de 1921* fue el primer intento en la política monetaria española encaminado a defender el valor exterior de la peseta. La creación del Comité Interventor de los Cambios en 1928 fue el segundo paso en el camino para estabilizar el cambio. Tras la suspensión de la intervención en 1929, la peseta continuó desplomándose hasta que la cartera del Ministerio de Hacienda recayó en Ventosa Calvell, quien preparó el camino hacia la estabilización bancaria. Este camino se vería interrumpido por la proclamación de la República, y reabierto de nuevo con la nueva *ley de ordenación bancaria de 1931*, que estrechó el control del Gobierno sobre el Banco de España.

De nuevo, el tiempo daría la razón a Olariaga. Su aspiración para que el Banco emisor asumiera el control del tipo de cambio como mecanismo para la estabilidad económica desembocó finalmente en la *ley de Autonomía del Banco de España de 1994*, que señala: «Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos, instrumentando la política de tipo de cambio»<sup>579</sup> es una de las finalidades y funciones del Banco de España.

### **IV. Olariaga defendió la adopción de un patrón monetario internacional.**

Olariaga era partidario del sistema del patrón oro. Cuando éste fue abandonado definitivamente, el profesor se interesó mucho por la implantación de un patrón monetario internacional, advirtiendo que la única condición ineludible era que se llegase a una inteligencia entre las principales potencias para restablecer un patrón monetario común con las necesarias precauciones y garantías para responder a las necesidades mundiales. De esta manera se harían desaparecer todos los mecanismos de regulación de divisas tras los cuales se atrincheraban los nacionalismos cuyo objetivo era desarrollar independientemente sus políticas financieras.

La Unión Monetaria Europea parece ser heredera legítima de esta propuesta de Olariaga al que, aunque no se le puede considerar su precursor teórico, es evidente que se encontraba entre los primeros especialistas que defendieron su germen. El Banco de España ha quedado integrado en el Sistema Europeo de Bancos Centrales, junto con los Bancos centrales del resto de las naciones de la Unión Monetaria y el Banco Central Europeo. El ingreso de España en el Sistema Monetario Europeo implicaba el sometimiento a la disciplina de un tipo de cambio fijo. Aunque las circunstancias son muy distintas a las planteadas por el dictamen de la Comisión del patrón oro, la experiencia que se puede aprender del informe no debe despreciarse.

### **V. Inflación no es cualquier elevación de precios.**

Para Olariaga, *Inflación no es la elevación de precios en general, sino un tipo de elevación de precios motivada por un incremento importante y sistemático de los medios de pago*. Olariaga defendió que, dado que los precios pueden subir o bajar por causas independientes de las

---

<sup>579</sup> Ley 13/1994 de Autonomía del Banco de España, BOE de 2 de junio de 1994. Artículo 7, Cap. II: Finalidades y funciones.

variaciones del dinero, no toda elevación de precios podía ser considerada inflación, y no toda disminución de precios podía considerarse desinflación.

Debemos criticar estas afirmaciones de Olariaga, ya que inflación es la tasa de crecimiento del nivel general de precios, y él se estaba refiriendo a variaciones en los precios relativos.

Además, como segundo aspecto de esta crítica, actualmente está generalmente aceptado que inflación es la tasa de crecimiento del nivel general de precios motivado por cualquier incremento en la cantidad de dinero en circulación. No es preciso que ese incremento en la cantidad de dinero sea «*importante y sistemático*», como defendía Olariaga.

**V.A) *La inflación podría ser un fenómeno favorable para el desarrollo capitalista si no conllevara una serie de complicaciones sociales y no expusiera a la propia organización económica a un punto crítico.***

Es la idea de la «inflación beneficiosa», admitida por Olariaga. Sin embargo, entendía que era prácticamente imposible que la inflación produjera efectos beneficiosos, dadas las peligrosas consecuencias que tiene en la distribución de la renta conduciendo, a la larga, a un estado de crisis al propio sistema monetario capitalista. «*Si se pudiera vivir socialmente con una constante inflación, con una constante elevación de precios para todos, pero de rentas únicamente para grupos de presión, quizá se lograra la mágica maravilla de cuadrar el círculo. Sin embargo, la economía antigua teme que un proceso inflacionista si se prolonga sea una fusta para la agitación social, una mordedura progresiva para el valor del dinero*»<sup>580</sup>.

**V.B) *La estatificación de los Bancos Centrales estuvo influida por los postulados keynesianos y favoreció las políticas inflacionistas.***

La interpretación dada a la teoría de la ocupación total contribuyó a que los gobernantes perdieran el respeto al incremento de los gastos públicos y a las limitaciones que imponía el ahorro voluntario. Olariaga aseguraba que el proceso de estatificación de los Bancos Centrales –que comenzó en los años inmediatamente anteriores a la Segunda Guerra Mundial– estuvo influido por las orientaciones socializantes amparadas en el sustento teórico de los postulados keynesianos. El proceso de estatificación de los Bancos eliminó las restricciones que se oponían tradicionalmente a la acción de los Bancos centrales en materia de anticipos al Estado y de pignoración de fondos públicos. La orientación agudamente socialista con la que Europa salió de la Segunda Guerra Mundial favoreció la doctrina keynesiana, y los Gobiernos de tendencia socializante hicieron suyo el «nuevo dogma» de la ocupación total, que les otorgaba la legitimidad suficiente para que el Estado realizara inversiones de forma sistemática con el objetivo de dar empleo en cualquier forma y con cualquier nivel de costes a los obreros que estuvieran parados, incluso aunque no hubiese suficiente ahorro voluntario. Olariaga detectaba el peligro de esta injerencia del Estado, ya que necesitaba convertir la política monetaria y de crédito en un instrumento de la política de producción de los Gobiernos, y para ello situaban a los Bancos centrales en condiciones de crear dinero para inversiones a largo plazo, desapareciendo en consecuencia el criterio restrictivo por el que los Bancos emisores limitaban la creación de dinero para impedir la inflación y mitigar los ciclos. Para Olariaga, la política de ocupación total y dinero barato no podían mantenerse de mane-

---

<sup>580</sup> OLARIAGA, L., «Prólogo» a la obra de CONDE LÓPEZ, A., *Socio-Economía de la inflación*, 1973, cit., p. XIX.

ra indefinida sin la intensificación de intervenciones coactivas del Estado que condujeran a un régimen de inspiración económico socialista.

Olariaga era contrario a la política de la ocupación total y a la transformación del Banco emisor en un instrumento de creación de dinero para abastecer de medios a un estado intervencionista. Este punto no se contradice con su defensa de un Banco Central con carácter público, siempre que observe las características que hemos señalado en el punto II.C. de estas conclusiones. La estatificación defendida por Olariaga buscaba precisamente un Banco Central bien reglamentado que sirviera objetivamente a la economía nacional, mientras que los postulados keynesianos legitimaban las actuaciones en los Bancos Centrales que podían ir, precisamente, contra los intereses del país.

La ocupación total favoreció durante más de un decenio la política de dinero barato y de creación de trabajo a toda costa, por lo que los Gobiernos hicieron de la inflación un recurso poco menos que normal e inevitable, en vez de un problema contra el que luchar. Para Olariaga, la «*droga*» keynesiana consistente en la expansión de la demanda pública no podría causar otro efecto que el de una superinflación. Creía incuestionable que el crédito no podía ser sino factor coadyuvante para combatir una depresión. Advertimos en esta reflexión un aspecto muy interesante del pensamiento de Olariaga, al ser capaz de separarse de lo que en su tiempo era lo «ortodoxo». Olariaga, que siempre se mantuvo siempre crítico frente a las propuestas de la *Teoría General*, aseguraba que si la alternativa a la libertad de ahorro e inversión debía ser una política inflacionista de los Gobiernos, esta situación era incompatible con la existencia y el desarrollo del régimen de empresa privada y ahorro voluntario. Y creía que para que perdurara la intervención estatal sería necesario demostrar que ésta era más eficiente para la formación espontánea del ahorro y para la distribución fecunda del capital en la producción que la libertad de la acción inversora.

Olariaga rechazó firmemente la política de ocupación total y todas sus consecuencias, debido a su defensa de la libertad económica. Y pronosticó que era dudoso que la política de ocupación total fuera practicable sin provocar inflación y sin descomponer a la larga el mecanismo del crédito y de la producción. Denotamos en esta reflexión un aspecto muy interesante del pensamiento de Olariaga, al ser capaz de separarse de lo que en su tiempo era lo «ortodoxo».

### **V.C) La lucha social genera inflación y materializa la vida.**

Con la política de ocupación total puesta en práctica por muchos gobiernos de países europeos<sup>581</sup>, la población se habituó a reclamar aumentos sistemáticos de salarios a medida que subían los precios, con lo que la espiral de sueldos y precios fue durante varios años la inevitable compañía de la política de dinero barato y del gasto público y privado sin freno. Olariaga creía que la tendencia socializante en el mundo seguiría animando la lucha social, por lo que los Gobiernos se verían ante la paradoja de que la clase trabajadora, que en teoría es anticapitalista, pretendía intensificar su consumo exigiendo el empleo de un mayor capital, siendo ése precisamente el gran problema económico del mundo, ya que no se producía lo necesario para satisfacer el consumo presente e incluso se consumía una parte de lo que debía ahorrarse para formar el capital que el progreso y el crecimiento de los países exigían. La disminución de la productivi-

---

<sup>581</sup> En España esta tendencia no se produce hasta después de fallecido Olariaga (1976), por evidentes motivos políticos.



dad y, al mismo tiempo, el crecimiento del gasto de consumo y de inversión, era para nuestro autor un proceso que conduciría inevitablemente a un incremento constante de los precios, precipitando la economía mundial en la inflación tanto del lado de los costes como del lado de la demanda.

## VI. Olariaga ha influido de forma, tanto directa como indirecta, en el fenómeno monetario nacional.

Olariaga realizó una tarea sobresaliente en el terreno monetario, tanto en lo que significaba ser receptor de las nuevas aportaciones en la materia como al adentrarse con habilidad en los entresijos de la realidad financiera española. Si bien sus ideas no eran novedosas ni su obra creativa, sí contenía numerosas aportaciones en el ámbito de la economía política y en lo que significaba para España empaparse de tendencias que se estaban gestando en otros países. En nuestro análisis hemos intentado descubrir el correlato político de sus ideas, la influencia en el pensamiento político y social de su tiempo y las posibles repercusiones de su pensamiento en la aplicación práctica de medidas económicas. En definitiva, las enseñanzas debidas a Olariaga en la vida bancaria y política española.

Esta influencia la logró de dos maneras:

**Directa.** Olariaga evolucionó políticamente desde una postura muy afín al socialismo, hasta llegar a ser un franquista beligerante, que entendía la dictadura de Franco como camino inevitable para llegar a otras situaciones de mayor libertad. El liberalismo económico de Olariaga es compatible con su participación activa en las dictaduras ya que nuestro autor fue siempre orteguiano y, por lo tanto, liberal en lo económico aunque no en lo político. Fue una persona clave en la política económica, sobre todo en la dictadura de Primo de Rivera, periodo en que se hizo cargo de la Oficina del Control de Cambios y con Calvo Sotelo se dedicó al montaje inicial del Banco Exterior de España, que se fundó en ese momento. Intervino de nuevo, de forma muy relevante, en la era de Franco. Después de la guerra civil fue secretario del Consejo Superior de Ferrocarriles, sector que le atrajo mucho por su importancia para el desarrollo económico nacional. Desde los cargos que ocupó, y con las tareas de responsabilidad que asumió, participó directamente en la reorganización del sistema monetario y crediticio español tras la guerra civil. Trajo a España las nuevas tendencias del pensamiento monetario de otros países de Europa, y trabajó desde sus puestos en el Consejo Superior Bancario y en el Consejo de Administración y Consejo Ejecutivo del Banco de España en la evolución de las leyes reguladoras del sistema financiero español, con el Banco de España a la cabeza. Además, la estrecha relación mantenida con Luis Sáez de Ibarra –director general de Banca y Bolsa después de la guerra civil– le reafirmó en el papel directo que tuvo en la reconstrucción del sistema financiero español.

**Indirecta.** Además del propio pensamiento de Olariaga, que supone una sugerente reflexión, están los cauces de transmisión de sus ideas dentro del ámbito docente y entre los responsables políticos. Con sus enseñanzas intentó inyectar en las nuevas generaciones la inquietud por la economía y sus efectos sobre la realidad social, consiguiendo influir en un grupo de destacados discípulos que, posteriormente, han desempeñado y desempeñan papeles relevantes en la enseñanza, en la Administración, en la política y en las empresas. Entre los discípulos ilustres de Olariaga cabe destacar a algunos que, antes de saltar a la vida pública, fueron profesores ayudantes en su cátedra, como Fuentes Quintana<sup>582</sup>, Velar-

---

<sup>582</sup> Enrique Fuentes Quintana es uno de los economistas españoles de la segunda mitad del siglo XX que ha tenido mayor influencia académica y social, especialmente, pero no sólo, en el campo de la Hacienda Pública. Ha sido catedrático de Eco-

de<sup>583</sup> o Pérez Armiñán<sup>584</sup>. Otros han destacado en distintos ámbitos de la política, la economía o la universidad, como Larraz<sup>585</sup>, Sebastián<sup>586</sup>, Prados Arrarte<sup>587</sup> o Sardá<sup>588</sup> –los cuatro

nomía Política y Hacienda Pública de la Universidad de Valladolid (1956-1958), catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal en la Facultad de Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales de la Universidad Complutense de Madrid (1958-1978), catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED) (1978-1990) y es profesor emérito de esta misma Universidad desde 1990. En la administración pública, además de Técnico Comercial del Estado desde 1951, ha sido director del Servicio de Estudios del Ministerio de Comercio y de la prestigiosa revista *Información Comercial Española* de 1958 a 1970. De ahí pasó a ser director del Instituto de Estudios Fiscales y director de *Hacienda Pública Española* (1970-1978) y otras publicaciones de dicho Instituto. Ha sido también Director General de la Fundación «Fondo para la Investigación Económica y Social» (FIES) de las Cajas de Ahorros Confederadas (1979-1995), y de las revistas *Papeles de Economía Española*, *Perspectivas de Sistema Financiero*, *Economía de las Comunidades Autónomas* y *Cuadernos de Información Económica*. En 1977 fue nombrado Vicepresidente del Gobierno para Asuntos Económicos y Ministro de Economía, puesto desde el que llevó a cabo el Programa de Saneamiento y Reforma Económica acordado por las fuerzas democráticas en los Pactos de la Moncloa así como una profunda reforma fiscal que proporcionó a la Hacienda Española la equidad y la eficacia que el sistema democrático recién estrenado requería. Ha obtenido además numerosos premios y distinciones.

<sup>583</sup> El profesor Velarde ha sido catedrático, sucesivamente, de «Estructura de Instituciones Económicas» en la Universidad de Barcelona en 1960, y de «Economía Aplicada» en la Universidad Complutense de Madrid desde 1964. Miembro de número (medalla n.º 20) de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas desde 1978. En la actualidad es Consejero del Tribunal de Cuentas. Ingresó con el número uno en el Cuerpo Superior de Inspectores de Trabajo y Seguridad Social en 1951. Director de la *Revista de Trabajo*. En 1968 ingresó por concurso-oposición en el Cuerpo de Economistas Sindicales y en 1970 dirige la revista *Anales de Economía*. Premio Nacional de Literatura de Ensayo en 1971. Ha obtenido además numerosos premios y distinciones.

<sup>584</sup> Gonzalo Pérez de Armiñán fue Jefe del Gabinete para el Estudio y Reforma de los Reglamentos del Banco de España, Catedrático de Economía Política y Hacienda Pública. Fue profesor de Legislación Bancaria Española en el Instituto Bancario, directamente designado por Luis Olariaga. Sus enseñanzas sobre la materia primero estuvieron dirigidas al ámbito estrictamente profesional y docente, para posteriormente tener una difusión más amplia. Pérez de Armiñán, en su texto *Legislación bancaria española*, 1976, sigue fielmente las enseñanzas de Olariaga, y en distintos capítulos podemos encontrar párrafos que reproducen de forma literal escritos de nuestro autor.

<sup>585</sup> José Larraz (1904-1973) llegó al Banco de España el 10 de diciembre de 1930 comisionado por Weiss para organizar el Servicio de Estudios a las órdenes del gobernador. Fue subdirector del Servicio de Estudios del Banco de España desde su fundación, el 2 de enero de 1931, hasta octubre del mismo año. Desde 1931 y tras los intentos fallidos de Recasens y Vidal, el cargo de director del Servicio de Estudios se dejó vacante durante toda la década de los treinta, ejerciendo la Dirección conjuntamente los subdirectores (a la sazón, Larraz y Fernández Baños), quienes terminaron adoptando el título de jefes del Servicio, que fue como se denominaron ellos mismos y como se les conocía dentro de la administración del Banco. (Véase MARTÍN ACEÑA, P., *El Servicio de Estudios del Banco de España 1930-2000*, 2000, pp. 22-23.) El Sr. Larraz estuvo como director desde noviembre 1937 hasta agosto 1939. Con su destino en el Banco se perseguía que aportara su experiencia organizativa y sus conocimientos de economía europea y española, por lo que se le asignó la tarea de realizar los estudios preparatorios para la estabilización de la peseta. Larraz fue nombrado en 1939 Ministro de Hacienda, cargo que asumió hasta 1941. Fue nombrado profesor encargado de la cátedra de Sociología de la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de la Universidad Central el 21 de octubre de 1947. Fernández Baños se trasladó a Madrid para desarrollar su trabajo en el Banco de España como Director del Servicio de Estudios (1930-1939) después de una entrevista con el Ministro de Hacienda Calvo Sotelo. A pesar de los avances en economía y en estadística, son aplicables sus técnicas según los expertos. Fue desde 1934 hasta su fallecimiento en 1946 el primer Catedrático de Estadística por oposición en la Universidad Central de Madrid. Durante la Guerra Civil, desde el Instituto General y Técnico de Santander, comenzó la elaboración de los «Índices del Coste de la Vida» (hoy I.P.C.) en varias provincias y posteriormente en toda España.

<sup>586</sup> Mariano Sebastián Herrador fue Director del Servicio de Estudios del Banco de España desde marzo de 1947 hasta noviembre de 1956. En el ámbito académico, fue nombrado auxiliar temporal de la cátedra de Economía Política de la Facultad de Derecho de la Universidad Central el 17 de noviembre de 1939, prorrogándose este nombramiento en varias ocasiones hasta ser nombrado encargado de la cátedra de Hacienda Pública de la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de la misma Universidad el 15 de octubre de 1945. El 18 de enero de 1946 fue nombrado catedrático en la Universidad de Santiago de Compostela, pero el 23 de abril del mismo año fue confirmado, excepcionalmente, en su cátedra de la Universidad Central.

<sup>587</sup> Jesús Prados Arrarte nació en Bilbao en 1908. Economista, Doctor en Derecho e intendente mercantil. Fue jefe del Estado Mayor de una división republicana en la guerra civil. Estuvo en el exilio hasta 1954, año en que decidió volver y actuar como economista de la CEPAL, catedrático de la Facultad de Derecho de la Universidad de Madrid y Jefe del Servicio de Estudios del Banco de España. Escribió entre otras obras *Inflación y desarrollo económico* (1957), y *El plan de desarrollo de España (1964-1967)*. Falleció en Madrid en 1983.

<sup>588</sup> Juan Sardá Dexeus (1910-1995). Formado en la Facultad de Derecho de la Universidad de Barcelona, amplió su forma-

fueron personalidades relevantes del Servicio de Estudios del Banco de España, que jugó un importantísimo papel en la metamorfosis y modernización del Banco de España<sup>589</sup>-, Naharro<sup>590</sup>, Rodríguez Salmones<sup>591</sup> o Tejero<sup>592</sup>. Todos ellos han contribuido activamente a difundir el pensamiento de Olariaga, de forma que sus propuestas siguen vivas.

Además, esta influencia indirecta se manifiesta también a través de la vinculación que Olariaga estableció entre Banca y Universidad. La labor de sus últimos años se orientó hacia el fortalecimiento del Instituto Bancario –que después se transformaría en el CUNEF–, al que vinculó a insignes catedráticos seguidores de sus ideas, como Gonzalo Pérez de Armiñán o Esteban Hernández. A través de los docentes de su entera confianza que allí asentó, Olariaga sabía que sus convicciones y propuestas no morirían con él, sino que permanecerían vivas y nuevamente transmitidas por las enseñanzas de sus discípulos. Además, influyó directamente en el Banco de España ya que en el Instituto Bancario y en el CUNEF está el origen del Centro de Formación de Funcionarios del Banco de España. Esteban Hernández, que comenzó como profesor en el Instituto Bancario, siendo Subdirector General del Centro de Formación del Banco de España explicaba que Olariaga se anticipó con su pensamiento, volcando enormes esfuerzos: «gracias al esfuerzo pionero de Olariaga y a la inquietud que (...) supo despertar en los medios bancarios, nuestro cometido encuentra hoy una resonancia que pocos se hubieran atrevido a imaginar hace tan sólo un cuarto de siglo»<sup>593</sup>. Por otro lado, este nexo entre Banca y Universidad quedó de manifiesto cuando, al jubilarse como catedrático en la Facultad de Derecho, la organización bancaria española –en concreto, los entonces llamados cinco grandes y el Urquijo, encabezados por el Banco de España–, creó para él en 1957 una cátedra para impartir cursos de Doctorado en la Facultad de Derecho, en la que impartió clases durante casi veinte años, hasta su fallecimiento, y desde la cual siguió lanzando su mensaje.

A la vista de estas conclusiones, y tras haber confrontado las propuestas de Olariaga con la evolución en la teoría y en la práctica monetaria española, alcanzamos a verificar que, en efecto, se cumple nuestra hipótesis de partida:

---

ción en la London School of Economics y en la Universidad de Munich. En 1934 fue el primer profesor ayudante de ciencias económicas de la Universidad Autónoma, donde enseñó hasta 1939, pasando después a la Universidad de Santiago de Compostela. Fue asesor del Banco Central de Venezuela y, desde 1957, director del Servicio de Estudios del Banco de España (1956-1965). Participó en la creación de las dos facultades de ciencias económicas de Barcelona y Bellaterra. Olariaga siempre estuvo muy pendiente de Sardá. Véase FUENTES, E.; VELARDE, J. y ESTAPÉ, F., *Joan Sardá Dexeus y sus aportaciones los estudios económicos en Economía y economistas españoles*, vol. VII, 2002, p. 375. Claramente influido por Olariaga, Sardá estuvo especializado en temas monetarios. Expuso en sus obras ideas directamente vinculadas a nuestro autor, como su defensa de la independencia del Banco de España en materia monetaria o su exposición de la evolución del cambio de la peseta en los tres primeros decenios del siglo XX (Véase SARDÁ, J., *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España*, 1936).

<sup>589</sup> Véase MARTÍN ACEÑA, P., «Los estudios de macroeconomía en España», en FUENTES QUINTANA, E. *Economía y economistas españoles*, vol. VII, 2002, pp.543-550.

<sup>590</sup> José María Naharro Mora fue nombrado catedrático de Economía Política de la Facultad de Derecho de la Universidad Central el 22 de diciembre de 1953. Anteriormente había desempeñado la cátedra de Economía Política y Hacienda Pública en la Universidad de Valencia. El profesor Naharro era además Jefe de Primera Clase del Cuerpo de Administradores Civiles del Estado, con destino en la Inspección Veterinaria del Puerto de Valencia. Con fecha 30 de junio de 1954 cesa en ese puesto para incorporarse a su cátedra de la Universidad Central.

<sup>591</sup> Jesús Rodríguez de los Salmones (sic) fue propuesto para encargado de la cátedra de Estructura y Política Económica, de la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de la Universidad Central el 29 de septiembre de 1945.

<sup>592</sup> Julio Tejero, tras la guerra civil, concretamente el 23 de abril de 1936, tomó posesión de la Cátedra de Economía Política y Hacienda pública de la Universidad de Murcia.

<sup>593</sup> HERNÁNDEZ, E., *Luis Olariaga y la formación profesional*, en *Diario 16*, 22 de enero de 1985.

### **El pensamiento de Luis Olariaga ha tenido influencia en el fenómeno monetario nacional.**

Con motivo de las conferencias organizadas en honor de Olariaga ante su jubilación, el profesor dijo en su intervención: «*Y ahora van ustedes a perdonarme, amigos míos, que no me despida de mis compañeros, ni de mis alumnos, ni de nadie. El calendario y el Estado han pretendido jugarme una mala pasada, declarándome viejo y jubilándome, pero yo no soy un pasivo dócil y no pienso jubilarme hasta que Dios me lo mande. Con escalafón o sin escalafón, con Universidad o sin ella, yo seguiré enseñando mientras las fuerzas no me falten y haya alguien que crea que puedo enseñarle*»<sup>594</sup>. Aún creemos que Olariaga puede seguir enseñándonos. La valoración que hoy hacemos de su hazaña intelectual nos permite calificar a Olariaga como un economista competente, equilibrado, moderno, capaz de distanciarse de las tendencias impuestas por la moda pero conjugando su buen criterio con el vivo interés por las novedades y los caminos seguidos por la ciencia económica.

Finalizamos pues este trabajo, aunque no nuestra investigación, con el reconocimiento a la tarea científica y divulgativa que Olariaga nos dejó a lo largo de toda una vida dedicada al estudio. Concluimos que la obra de Olariaga constituye una excepcional aportación al conocimiento de la economía monetaria en España, y hacemos nuestras las palabras de Rodríguez Salmones, «Gracias por habernos enseñado unas cosas (...) que tienen su vigencia y validez hoy mismo»<sup>695</sup>.

---

<sup>594</sup> CASTAÑEDA, J., *Don Luis Olariaga y Pujana 1885-1976*, 1977, cit., p. 282.

<sup>595</sup> RODRÍGUEZ SALMONES, J., «El mercado de capitales y su función en el proceso del ahorro», dentro de *Conferencias en honor de don Luis Olariaga Pujana*, 1955, cit., p. 74.

## EPÍLOGO

La Historia del Pensamiento Económico Español es una disciplina joven, pero de forma progresiva e intensa vamos conociendo cuáles fueron las aportaciones que los españoles han realizado al análisis económico. Aunque no disponemos todavía de una historia completa en un solo libro, existen ya excelentes monografías que desde diferentes enfoques estudian las ideas de quienes en el pasado se enfrentaron en España con los problemas económicos. Este libro de Isabel Cepeda se inserta de pleno derecho en esta tradición y tiene el gran mérito de mostrar de forma clara y rigurosa el reencuentro del pensamiento económico español, en la obra de Olariaga, con el análisis. Se trata de un estudio riguroso, que fiel a los textos de Olariaga, pone de manifiesto los aciertos y debilidades de su pensamiento monetario. Un pensamiento que, a pesar de ser contemporáneo a las controvertidas teorías regeneracionistas, es fácilmente homologable a la teoría monetaria defendida por la corriente principal de pensamiento en las universidades anglosajonas. Aquí radica otro mérito importantísimo del libro de Isabel Cepeda.

No hemos sido capaces de explicar todavía de forma definitiva qué serie de factores se dieron cita en nuestro país a primeros del siglo XVII para que se produjera aquella ruptura y posterior decadencia en el pensamiento en general pero sobre todo en el análisis económico. Pues mientras que los escolásticos españoles del siglo XVI sentaron las bases de la teoría monetaria para explicar el nivel general de precios y las variaciones del tipo de cambio, así como la teoría de los precios relativos; a partir del primer cuarto del siglo XVII prácticamente desaparece el valor analítico de la reflexión económica de nuestros autores. Es cierto que los economistas españoles de los siglos XVII y XVIII investigaron sobre aspectos importantes de economía aplicada, pero su obsesión por España les apartó del análisis económico propiamente dicho. Por fortuna la aplicación de la metodología de los nuevos programas de investigación en Teoría Económica como el Nuevo Institucionalismo y el Análisis Económico del Derecho nos está proporcionando riquezas y matices nuevos en las obras de los arbitristas, pero de cualquier forma aquellos pertenecen más al ámbito de la economía aplicada que del análisis económico.

Las proposiciones abstractas de valor universal de la Escuela de Salamanca dieron paso en el siglo XVII a una corriente castellana de reformistas que conectará a través de los ilustrados del siglo XVIII con los regeneracionistas de finales del XIX y principios del XX y que los conocemos con el nombre de arbitristas. Con estos autores se inicia una literatura que trata del atraso económico primero de Castilla y luego de España. Estamos en el origen de la consideración de «Castilla como problema» o «España como problema» tan presente en la obra de los escritores del 98.

Mientras que toda discusión teórica que tuvo lugar entre los economistas españoles del siglo XIX se realizó al margen del cuerpo principal de análisis económico primero de la escuela clásica inglesa de economía y después del marginalismo y el análisis neoclásico, Olariaga se va a enfrentar con los problemas de la peseta a la luz de la teoría monetaria ortodoxa, entendiéndose por tal la síntesis que surgió de las grandes controversias monetarias del siglo XIX, esto es, la controversia bullo-

nista, en la que se trataba de elaborar una teoría de papel moneda, y la controversia entre la escuela monetaria y la escuela bancaria, cuyo objetivo era determinar cual sería el comportamiento adecuado del Banco de Inglaterra para garantizar la estabilidad del valor del dinero.

Mientras los regeneracionistas, que no se sienten ni oligarquía caciquil ni proletariado analfabeto incapaz de asumir las riendas de la nación, arremeten especialmente contra el sistema político corrupto surgido de la Restauración y contra la incapacidad de la clase dirigente para poner remedio a los problemas de España, Olariaga trabajaba para perfeccionar el sistema monetario español.

Luis Olariaga, como señala acertadamente Isabel Cepeda, pensaba que la autoridad monetaria tenía que mantener estable el valor del dinero así como la paridad del tipo de cambio, dicho de otra forma, lo mismo que haría Keynes en su *Breve tratado sobre la Reforma monetaria*, la preocupación de Olariaga se centraba en la estabilidad de los precios interiores y en el mantenimiento del tipo de cambio. Nuestro autor se adelantó a su tiempo al considerar el papel de los Bancos Centrales. Tal vez como también detecta Isabel Cepeda la parte más débil la encontramos en su tratamiento de la inflación. Pero a pesar de todo pensamos que Olariaga merece un puesto en la Historia del Pensamiento Económico.

VICTORIANO MARTÍN MARTÍN

## BIBLIOGRAFÍA

- ABEL, A. (2001): *Macroeconomics*, Ed. Addison Wesley, Madrid.
- ACKLEY, G. (1967): *Teoría Macroeconómica*, Ed. Uteha, México.
- AFTALION, A. (1932): *L'or et sa distribution mondiale*, Ed. Librería Dalloz, Paris.
- (1938): *L'or et la monnaie: leur valeur; les mouvements de l'or*, Ed. Domat-Montchrestien, Paris.
  - (1948): *La valeur de la monnaie dans l'economie contemporaine*, Ed. Librería Du Recueil Sirey, Paris.
- AIXALÁ PASTÓ, J. (1999): *La peseta y los precios. Un análisis de largo plazo (1868-1995)*, Ed. Prentice-Hall de España, Zaragoza.
- ALESINA, A. (1994): «The political Economy of Growth: A critical survey of the recent literature», *World Bank Economic Review*.
- ALESINA, A. y ROSENTHAL, H. (1995): *Partisan Politics, Divided Government and the Economy*, Ed. Cambridge University Press, Cambridge.
- ALESINA, A. y ROUBINI, N. (1997): *Political Cycles and the Macroeconomy*, Ed. The MIT Press, Cambridge.
- ALESINA, A. y SUMMERS, L. H. (1993), «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, núm. 2, mayo.
- ALESINA, A.; ANGELONI, I. y ETRO, F. (2001): *The Political economy of international unions*, Ed. Harvard University, Boston.
- ÁLVAREZ SEREIX, R. (1916): *Proyecto del Señor Alba: Informe presentado a la Comisión Parlamentaria del Congreso*, Ed. Imprenta y Encuadernación de J. Cosano, Madrid.
- ANES, R. (1974): *La banca española en la Restauración*, Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
- ANGELL, N. (1919): *The peace treaty and de economic chaos of Europe*, Ed. The Swarthmore Press, London.
- ANGELL, N. (1933): *From chaos to control*, Ed. George Allen & Unwin, London.
- (1936): *Raw materials, population pressure and war*, Ed. World Peace Foundation, Boston.
- APPLEYARD, D. y FIELD, A. (1995): *Economía Internacional*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- ARANOVICH, F. (1983): *Gasto público e inflación*, Ed. Depalma, Buenos Aires.
- ARANZADI DEL CERRO, J. (1999): *Liberalismo contra liberalismo: Análisis teórico de las obras de Ludwig von Mises y Gary Becker*, Ed. Unión Editorial, Madrid.

- ARGANDOÑA, A. (1987): «Presentación» a la obra de OLARIAGA, L. *El patrón oro, la peseta y la economía española, 1900-36*, Madrid, Ed. Orbis, pp. 5-8.
- AZPIAZU, J. (1930): *La actualidad monetaria española*, Ed. Razón y Fe, Madrid.
- BACH, G. L. (1962): *Tratado de economía*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
- (1973): *The new inflation: causes, effects, cures*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs. (Edición en español bajo el título *La nueva inflación* (1974), Ed. Labor S.A., Barcelona).
- BACKHOUSE, R. (1988): *Historia del análisis económico moderno*, Ed. Alianza, Madrid.
- BALL, R. J. (1965): *Inflación y teoría monetaria*, Ed. Rialp, Madrid.
- BANCO DE ESPAÑA (1898): «Memoria leída en la Junta General de Accionistas del Banco de España los días 1 y 6 de marzo de 1898», Ed. Imprenta del Banco de España, Madrid.
- (1900): *Movimientos monetarios del banco emisor*, Ed. Banco de España, Madrid.
  - (1902): «Memoria leída en la Junta General de Accionistas del Banco de España los días 4 y 9 de marzo de 1902», Ed. Imprenta del Banco de España, Madrid.
  - (1930): *Informe Quesnay*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1933a): *El tipo de descuento del banco de emisión y el cambio monetario internacional*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1933b): *Cambio y mercado de la peseta*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1933c): *Informe sobre la disminución de los tipos oficiales de interés*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1933d): *Informe sobre los problemas monetarios y las demás cuestiones que con aquellos se relacionan: contenidos en el Orden del día de la Conferencia Económica Mundial*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1933e): *Informe sobre oro*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1933f): *Ritmo de la crisis económica española en relación con la mundial: resumen*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1935a): *El problema de la plata en relación con España*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1935b): *Estudio sobre el cambio de la peseta: septiembre-noviembre 1935*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1935c): *Moneda y cambios: informes varios, 1930-35*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1936a): *Situación y perspectiva económico-financiera en España*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1936b): *Situación actual del problema cambiario y algunas posibles soluciones*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1936c): *Problemas de la peseta: informes varios*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.



- (1940): *Nota sobre la reserva legal*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1946): *Cuestiones monetarias: 1933-1946*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1987): *Leyes orgánicas, estatutos y reglamento del Banco de España*, Ed. Tipografía de los Sucesores de Rivadeneyra, Madrid.
- BARAN, P. y SEEZY, P. (1969): *El capital monopolista*, Ed. Siglo XXI, Madrid.
- BARBER, W. (1995): *Historia del pensamiento económico*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- BARRO, R. (1991): *Macroeconomía*, Ed. Alianza Universidad Textos, Madrid.
- BARRO, R. y GORDON, R. J. (1986): «A positive theory of monetary policy in a natural rate model», *Journal of Political Economy*, n.º 91, agosto, pp. 589-310.
- BARTHE, A. (1905): *Estudio crítico de la crisis monetaria: memoria*, Ed. Jaime Rates, Madrid.
- (1908): *El problema monetario en España: la circulación de la moneda de plata*, Ed. Imprenta de Fortanet, Madrid.
- BECKER ZUAZÚA, F. (1988): *El Banco Exterior de España y su tiempo (1929-1939)*, Tesis inéditas (UAM), Madrid.
- BELTRÁN, L. (1976): *Historia de las doctrinas económicas*, Ed. Teide, Barcelona.
- BENAVIDES, L. (1972): *La política económica en la Segunda República*, Ed. Guadiana, Madrid.
- BENDIXEN, F. (1926): *La esencia del dinero*, Ed. Revista de Occidente, Madrid.
- BENJUMEA, J. (1946): *Discurso pronunciado por el Sr. Benjumea en la sesión de las Cortes Españolas del día 30 de diciembre de 1946 en defensa del proyecto de Ley de ordenación bancaria*, Ed. Gráficas Reunidas, Madrid.
- BERNÁCER, G. (1930): «Fisiología del dinero», en SACRISTÁN, A.; FERNÁNDEZ BAÑOS, O.; FRANCO, G. y BERNÁCER, G. (Coord.): *El problema del cambio*, Ed. Hermanos Ruiz, Madrid, pp. 129-192.
- (1935): *Informe sobre el problema de la plata en España*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1941): «A la búsqueda de un patrón monetario», *El economista*, julio, pp. 407-409.
  - (1943): «¿Moneda-mercancía o moneda-signo?», *Economía mundial* n.º 115, marzo, pp. 3-4.
  - (1953): *La doctrina del gran espacio económico*, Ed. Aguilar, Madrid.
  - (1955): *Una economía libre sin crisis y sin paro*, Ed. Aguilar, Madrid.
- BERNACER, G. y SAENZ, J. (1945): *La doctrina funcional del dinero*, Ed. Instituto de Economía Sancho de Moncada, Madrid.
- BERZOSA, C.; BUSTELO, F. y DE LA IGLESIA, J. (1996): *Estructura económica mundial*, Ed. Síntesis, Madrid.
- BHAGWATI, J. (1991): *El proteccionismo*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- BLANCHARD, O. (2000): *Macroeconomía*, Ed. Addison Wesley, Madrid.
- BÖHM-BAWERK, E. (1999): *Ensayos sobre teoría económica*, Ed. Unión Editorial, Madrid.

- BOLETÍN DE ESTUDIOS ECONÓMICOS (1974): *La política antiinflacionista en España*, Ed. Universidad de Deusto, Bilbao.
- BONN, M.J. (1931): «*Prosperity*»: *leyendas y verdades sobre la vida económica americana*, Ed. Revista de Occidente, Madrid.
- BRESCIANI-TURRONI, C. (1937): *The economics of inflation: a study of currency depreciation in post-war Germany*, Ed. George Allen and Unwin, London.
- BRUNER, K. (1971): «La revolución monetarista en teoría monetaria», en VARIOS AUTORES: *El Nuevo Monetarismo*, Ed. I.E.F., Madrid.
- BUSTELO, F. (1996): *Introducción a la historia económica mundial y de España (Siglos XIX-XX)*, Ed. Síntesis, Madrid.
- BUSTELO, F. y TORTELLA, G. (1976): *Monetary inflation in Spain, 1800-1970*, Ed. Banco di Roma, Roma.
- CAGAN, P. (1967): *Determinants and effects of change in the stock of money, 1875-1960*, Ed. National Bureau of Economic Research, New York.
- CAIRNES, J.E. (1965): *Essays in political economy*, Ed. Augustus M. Kelley, New York.
- CAMBÓ, F. (1917): *El pesimismo español*, Ed. Hesperia, Madrid.
- (1920): *El problema de las monedas extranjeras*, Ed. Talleres de Artes Gráficas, Barcelona.
  - (1921a): «El problema ferroviario en España», en CAMBÓ, F. (Recopilador): *Elementos para el estudio del problema de ferroviario en España*, Ed. Catalana, Barcelona.
  - (1921b): *Ordenación bancaria de España: antecedentes y elementos para el estudio del problema bancario español: proyecto de ley*, Ed. Gráficas Reunidas, Madrid.
  - (1922): *La crisis económico-financiera y la conferencia de Génova*, Ed. Residencia de Estudiantes, Madrid.
  - (1929): *La valoración de la peseta*, Ed. M. Aguilar, Madrid.
- CAMERON, R. (1993): *Historia económica mundial: desde el paleolítico hasta el presente*, Ed. Alianza Universidad Textos, Madrid.
- CANTILLON, R. (1978): *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
- CARANDE, R. (1949): *Carlos V y sus banqueros*, Ed. Sociedad de Estudios y Publicaciones, Madrid.
- CARBAUGH, R. J. (1999): *Economía Internacional*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- CASASSAS YMBERT, J. (1983): *La Dictadura de Primo de Rivera (1923-1930). Textos*, Ed. Anthropos, Barcelona.
- CASSELL, G. (1966): *The downfall of the gold standard*, Ed. Frank Cass and Co., London.
- CASTAÑEDA, J. (1977): «Don Luis Olariaga: 1885-1976», *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, n.º 54, pp. 279-288.
- CEBALLOS, J. G. (1916): *La reforma del Banco de España y la circulación oro: observaciones y comentarios al Proyecto de Ley de modificación y prórroga del privilegio de emisión de 24 de septiembre de 1916*, Ed. Imprenta de Isidoro Perales, Madrid.

- (1932): *Historia económica, financiera y política de España en el siglo XX*, Ed. El Financiero, Madrid.
- CHANDLER, L. V. (1947): *Introducción a la teoría monetaria*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
- CHRISTIERNIN, P. N. (1989): *The swedish bullionist controversy: Lectures on the high price of foreign exchange in Sweden (1761)*, Ed. UMI, Michigan.
- CIOCCA, P. (2000): *La Economía Mundial en el siglo XX*, Ed. Crítica, Barcelona.
- COHEN, B. J. (1979): *Política de balanza de pagos*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- COLMEIRO, M. (1988): *Historia de la Economía Política en España*, Ed. Fundación Banco Exterior, Madrid.
- COMIN, F.; VELARDE, J. y TORTELLA, G. (1993): «Estado y crecimiento económico en España: lecciones de la historia», *Papeles de Economía Española*, n.º 57, pp. 32-56.
- COMISIÓN PARA EL ESTUDIO DE LA IMPLANTACIÓN DEL PATRÓN ORO (1929): *Dictamen de la Comisión nombrada por Real orden de 9 de enero de 1929, para el estudio de la implantación del patrón oro*, Ed. Consejo Superior Bancario, Madrid.
- COMITÉ CENTRAL DE LA BANCA ESPAÑOLA (1931): *Informe presentado a las Cortes para la Comisión dictaminadora del proyecto de reforma de la Ley de ordenación bancaria*, Ed. Gráficas Reunidas, Madrid.
- CONDE LÓPEZ, A. (1973): *Socio-economía de la Inflación*, Ed. Index, Madrid.
- CUADRADO ROURA, J. (2000): *Política Económica: objetivos e instrumentos*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- DE LA IGLESIA, J. (1993): *Ensayos sobre pensamiento económico*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio de 1962, «de Nacionalización y Reorganización del Banco de España», *BOE-Gaceta de Madrid*, 13 de junio de 1962, n.ºs 140-141.
- DUARTE, A. (1997): *La España de la Restauración (1875-1923)*, Ed. Hipòtesi, Barcelona.
- DURÁN, J. (1997): *Mercado de divisas y riesgo de cambio*, Ed. Pirámide, Madrid.
- DUVERGER, M. (1972): *Las dos caras de Occidente*, Ed. Ariel, Barcelona.
- EKELUND, R. y HEBERT, R. (1991): *Historia de la teoría económica y su método*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- ENGERMAN, S. (1972): «Política de estabilización regional», en NEEDLEMAN, L. (coord.): *Análisis Regional: textos escogidos*, Ed. Tecnos, Madrid.
- EUCKEN (1947): *Cuestiones fundamentales de Economía Política*, Ed. Revista de Occidente, Madrid.
- FABOZZI, F. y MODIGLIANI, F. (1996): *Mercados e instituciones financieras*, Ed. Addison Wesley, Madrid.
- FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES, UCM (1979): *Economía Internacional: Teoría monetaria*, Ed. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense, Madrid.
- FEITO, J. L. (1999): *Hayek y Keynes: Ed debate económico de entreguerras*, Ed. Círculo de Empresarios, Madrid.

FERNÁNDEZ BAÑOS, O. (1928): *Dinamismo de los precios y carestía de la vida*, Ed. Industrial Gráfica, Madrid.

- (1930): «Estudio de las variaciones del cambio de la peseta basado en investigaciones estadísticas», en SACRISTÁN, A.; FERNÁNDEZ BAÑOS, O; FRANCO, G. y BERNÁCER, G. (Coord.): *El problema del cambio*, Ed. Hermanos Ruiz, Madrid. pp. 43-100.
- (1939): *Trabajo y capital: sus funciones en una Economía nacional*, Ed. Sobrinos de la Sucesora de M. Minuesa de los Ríos, Madrid.

FERNÁNDEZ, A.; PAREJO, J. y RODRÍGUEZ, L. (1999): *Política económica*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.

FISHER, I. (1925): *The purchasing power of money*, MacMillan, New York. Revisada en 1931 y publicada por la misma Ed. con el título *The purchasing power of money: its determination and relation to credit interest and crises*.

- (1929): *L'illusion de la monnaie stable*, Ed. Payot, París.
- (1935): *100% Money*, Ed. Adelphi Publication, New York.
- (1999): *La teoría del interés*, Ediciones Aosta, Madrid.

FLORES DE LEMUS, A. (1899): *El Congreso de Amiens (1801-1802) y su obra*, Tesis inéditas, Facultad de Derecho de la Universidad de Madrid.

- (1905): *La reforma arancelaria: consideraciones y materiales*, Ed. Imp. De Antonio Marzo, Madrid.
- (1924): «Prólogo» a la obra de MIGUEL, A.: *Introducción a la metodología estadística*, Ed. Imp. de Samarán y Compañía, Madrid.

FONTANA, J. (1999): *Introducción al estudio de la historia*, Ed. Crítica, Barcelona.

FOREMAN PECK, J. (1995): *Historia económica mundial. Relaciones internacionales desde 1850*, Ed. Addison Wesley, Madrid.

FRIEDMAN, M. (1962): *Un programa de estabilidad monetaria y reforma bancaria*, Ed. Deusto, Bilbao.

- (1969a): «El papel de la política monetaria», *I.C.E.*, n.º 425, enero, pp. 99-110.
- (1969b): *The optimum quantity of money and other essays*, Macmillan, London.
- (1970): *The counter-revolution in monetary theory*, Ed. Institute of Economic Affairs for de Wincott Foundation, London.
- (1974a): *Milton Friedman's monetary framework: a debate with his critics*, The University of Chicago Press, London.
- (1974b): *La inflación: desastre mundial*, Ed. Diana, México.
- (1977): *Inflation and unemployment: the new dimension of politics*, Ed. Institute of Economic Affairs, London. (Traducido al español en 1977 con el título *Paro e Inflación*, Ed. Unión Editorial, Madrid.)
- (1992a): *Teoría de los precios*, Ed. Alianza, Madrid.
- (1992b): *La economía monetarista*, Gedisa Editorial, Barcelona.
- (1992c): *Paradojas del dinero: hacia un nuevo liberalismo económico*, Ed. Grijalbo, Barcelona.

- FRIEDMAN, M. y FRIEDMAN, R. (1980): *Free to choose: a personal statement*, Ed. Penguing, Harmondsworth. (Traducido al español en 1987 con el título *Libertad de elegir: hacia un nuevo liberalismo económico*, Ed. Grijalbo, Barcelona.)
- FRISCH, H. (1988): *Teorías de la inflación*, Ed. Alianza Editorial, Madrid.
- FUENTES QUINTANA, E. (1959): «Estabilización de los precios y comercio exterior», *I.C.E.*, febero.
- (1975): «Factores estratégicos del desarrollo económico español», en ROS HOMBRAVELLA, J. (Ed.): *Trece economistas españoles ante la economía española*, Ed. Oikos-tau, Madrid.
  - (2001): *Economía y economistas españoles. Las críticas a la economía clásica*, Ed. Galaxia Gutenberg: Círculo de Lectores, vol. 5, Madrid.
  - (2001): *Economía y economistas españoles. La modernización de los estudios de economía*, Ed. Galaxia Gutenberg: Círculo de Lectores, vol. 6, Madrid.
  - (2002): *Economía y economistas españoles. La consolidación académica de la economía*, Ed. Galaxia Gutenberg: Círculo de Lectores, vol. 7, Madrid.
- GALBRAITH, J. (1961): *La hora liberal*, Ed. Ariel, Barcelona.
- (1972): *La crisis de las sociedades industriales*, Ed. Zero, Vizcaya.
  - (1984): *La anatomía del poder*, Ed. Plaza & Janes, Barcelona.
  - (1987): *La sociedad opulenta*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (1991): *Breve historia de la euforia financiera*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (1993a): *Historia de la economía*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (1993b): *Panorama mundial actual y economías de guerra y paz*, Ed. Complutense, Madrid.
  - (1996): *El dinero*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (1997): *Una sociedad mejor*, Ed. Crítica, Barcelona.
  - (2000a): *El crack del 29*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (2000b): *Con nombre propio: de Franklin D. Roosevelt en adelante*, Ed. Crítica, Barcelona.
- GALINDO, M.; (1994): *Paro e inflación en Europa*, Ed. Eudema, Madrid.
- GALINDO, M.; MALGESINI, G. (1994): *Crecimiento económico*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- GALVARRIATO, J. A. (1921): *El Banco de España: síntesis de su labor desde que fue creado en 1856 hasta el momento actual, lo que debe ser la nueva ley del privilegio de emisión*, Ed. J. Espinosa, Madrid.
- (1932): *El Banco de España: Constitución, historia, vicisitudes... en el primer siglo de su existencia*, Ed. Gráficas Reunidas, Madrid.
- GÁMEZ, C. y TORRES, J. (1996): *Teoría monetaria internacional*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- GÁMIR, L. (1975): «El periodo 1939-1959, la autarquía y la política de estabilización», en GAMIR, L. (coord.): *Política Económica de España*, Ed. Gaudiana, 3.<sup>a</sup> edición, Madrid.
- GARCÍA NIETO, M.<sup>a</sup> C. e YLLAN, E. (1987): *Historia de España 1808-1978*, Ed. Crítica, Barcelona.

- GIL, F. (1906): *Estudios sobre la moneda y los cambios*, Ed. Imprenta de la Revista de Legislación, Madrid.
- GOICOECHEA, A. (1916): *Problemas del día: mosaico de conferencias, discursos y artículos*, Ed. Imprenta de El Mentidero, Madrid.
- (1917): *El problema económico y financiero de España*, (Resumen del Curso de Conferencias organizado por el Centro de Estudios Económico-Administrativos), Ed. Juan Pérez Torres, Madrid.
- GONZÁLEZ, M. J. (1973): *Evolución de los precios e inflación*, Ed. Anaya, Salamanca.
- (1994): *¿Adónde va el sector público?: Del Estado de Bienestar al bienestar con menos Estado*, Ed. Instituto de Estudios y Análisis Económicos, Madrid.
  - (1997): «Sobre la definición de economía y otras cuestiones afines» en FEBRERO, R. (Coord.): *Qué es la economía*, Ed. Pirámide, Madrid, pp. 27-64.
  - (1998): «Estudio preliminar» a la obra de JEVONS, W. S. *La teoría de la Economía Política*, Ed. Pirámide, Madrid.
- GRICE-HUTCHINSON, M. (1995): *Ensayos sobre el pensamiento económico en España*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- GRIFFITHS, B. (1976): *Inflation*, Ed. Morrison&Gibb Ltd., London.
- (1978): *Inflación: el precio de la prosperidad*, Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid.
- HAHN, F. (1982): *Dinero e inflación*, Ed. Antoni Bosch, Barcelona.
- (1985): *Money, growth and stability*, Ed. Blackwell, Oxford.
- HALL, R. (1982): *Inflation: causes and effects*, Ed. University of Chicago Press, Chicago.
- HAMILTON, A.; MADISON, J. y JAY, J. (1943): *El federalista*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
- HANSEN, B.A. (1951): *A study in the theory of inflation*, Ed. Macmillan, Londres.
- HARPER, F. (1975): *Defending private property: devaluation and inflation*, Ed. Institute for Humane Studies, California.
- HAWTREY, R. G. (1926): *Monetary reconstruction*, Ed. Longmans Green, London.
- (1928a): *Economic destiny*, Ed. Longmans Green, London.
  - (1928b): *Currency and Credit*, Ed. Longmans Green, London.
  - (1935): *La circulation monétaire et le crédit*, Ed. Recueil Sirey, París.
  - (1948): *La restauración económica del mundo de la postguerra: Los peligros y las dificultades de la situación económica en la postguerra expuestos de forma clara y sencilla*, Ed. Aguilar, Madrid.
  - (1950): *The Balance of Payments and the Standard of Living*, Ed. Royal Institute of International Affairs, London.
  - (1951): *El patrón oro en la teoría y en la práctica*, Ed. Aguilar, Madrid.
  - (1952): *Capital and employment*, Ed. Longmans Green, London.
  - (1967): *Incomes and money*, Ed. Longmans Green, London.





















- PAREJO, J. A.; CUERVO, A., CALVO, A. y RODRÍGUEZ SÁIZ, L. (1997): *Manual de sistema financiero español*, Ed. Ariel, Barcelona.
- PARET, L. V. (1921): *El Estado y el banco de España: política fiduciaria y participación en los beneficios: estudio histórico, estadístico y crítico*, Ed. Victoriano Suárez, Madrid.
- PARIS EGUILZA, H. (1946): *El problema de la reforma bancaria en España: consideraciones sobre la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946*, (s.n.), Madrid.
- PELLICER, J. L. (1984): «La formación del sistema bancario español», en *Información comercial española*, n.º 615, diciembre, pp. 59-71.
- PERDICES, L. (1993): *La restauración de la riqueza de España por la industria: reflexiones sobre el industrialismo de los arbitristas del siglo XVII*, Ed. Universidad Complutense, Madrid.
- PERDICES, L. y REEDER, J. (2000): *Diccionario del Pensamiento Económico en España*, Ed. Síntesis, Madrid.
- PÉREZ DE ARMIÑÁN y GARCÍA-FRESCA, M.<sup>a</sup> C. (1991): *Problemas Geopolíticos, sociales y económicos en la obra periodística del profesor Olariaga*, Ed. Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- PÉREZ DE ARMIÑÁN, G. (1953): *Planificación y competencia*, Instituto de Economía Sancho de Moncada, Madrid.
- (1959): *Economía política*, Ed. Consejo Superior Bancario, Madrid.
  - (1964): *Economía política: explicaciones*, Ed. de Derecho Financiero, Madrid.
  - (1970): «Exposición y comentario a la ley de Bases del Crédito y de la Banca de 1962», en MORENO, A. (Coord.): *El Banco de España. Una historia Económica*, Ed. Banco de España, Madrid.
  - (1978): *Introducción a la Economía*, Ed. de Derecho Privado, Madrid.
  - (1983): *Legislación bancaria española*, Ed. Banco de España, Madrid.
- PÉREZ DELGADO, R. (1985a): *Historia de la Segunda República, 1931-1939*, Tomo I, Ed. Giner, Madrid.
- (1985b): *Historia de la Segunda República, 1931-1939*, Tomo III, Ed. Giner, Madrid.
  - (1985c): *Historia de la Segunda República, 1931-1939*, Tomo IV, Ed. Giner, Madrid.
- PÉREZ PICAZO, M.<sup>a</sup> T. (1996): *Historia de España del siglo XX*, Ed. Crítica, Barcelona.
- PICKLES, D. (1971): *Democracia*, Ed. Emecé, Buenos Aires.
- PITCHFORD, J.D. (1968): *Inflación de coste e inflación de demanda*, Ed. G. Gili, Barcelona.
- POMED SÁNCHEZ, L. A. (1996): *Régimen jurídico del Banco de España*, Ed. Tecnos, Madrid.
- PRADOS ARRARTE, J. (1956): *Inflación y desarrollo económico*, Aguilar S.A. de Ediciones, Madrid.
- (1974): *La inflación*, Guadiana de Publicaciones, Madrid.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (1993): *De imperio a nación. Crecimiento y atraso económico en España (1780-1930)*, Alianza Universidad, Madrid.
- Protocolo (n.º 17) sobre el artículo 141 del «Tratado Constitutivo de la Unión Europea», de 7 de febrero de 1992, y anejo a los tratados constitucionales de las Comunidades Europeas (Roma, 1957), <http://w.w.w.europa.eu.int/abc/obj/treaties/es>.



- RAYA MELLADO, P. (1988): *Una aproximación a los factores determinantes del tipo de cambio de la peseta*, Ed. Caja de Ahorros de Antequera, Ed. D.L., Málaga.
- RICARDO, D. (1958): *Notas a los principios de economía política de Malthus*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
- (1959): *Obras y correspondencia de David Ricardo*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
  - (1966): *Economic essays*, Ed. Augustus M. Kelley, New York.
  - (1985): *Principios de economía política*, Ed. Sarpe, Madrid.
- ROBINSON, J. (1973): *Libertad y necesidad*, Ed. Siglo XXI, Madrid.
- ROGOFF, K. (1985): «Can International Monetary Co-operation be counter productive?», *Journal of Money, Credit and Banking*, n.º 18, pp. 447-457.
- ROJO, L. A. (1963): «Política Monetaria», en *El desarrollo Económico de España*, Ed. Revista de Occidente, Madrid.
- (1971): «El nuevo monetarismo», en VARIOS AUTORES: *El nuevo monetarismo*, Ed. I.E.F., Madrid.
  - (1975): *Keynes y el pensamiento macroeconómico actual*, Ed. Tecnos, Madrid.
  - (1976): *Inflación y crisis en la economía mundial: hechos y teorías*, Ed. Alianza, Madrid.
  - (1984): *Keynes, su tiempo y el nuestro*, Ed. Alianza, Madrid.
- ROJO, L. A. y PÉREZ, J. (1977): *La política monetaria en España: objetivos e instrumentos*, Ed. Banco de España, Madrid.
- ROLDÁN, S. (1973): *La formación de la sociedad capitalista en España: 1914-1920*, Ed. Confederación Española de Cajas de Ahorro, D.L., Madrid.
- RUBIO JIMÉNEZ, M. (1968a): *La organización de la autoridad monetaria*, Colección Moneda y Crédito, Madrid.
- (1968b): *El Plan de Estabilización de 1959*, Ed. Colección Moneda y Crédito, Madrid.
  - (1977): *Qué es la política monetaria*, Ed. La Gaya Ciencia, Barcelona.
- SALCEDO ANGULO, F. (1947): *Fenómenos monetarios en España*, Ed. Publicaciones de la Universidad Comercial de Deusto, Bilbao.
- SAMPEDRO, J. L. (1976): *La inflación en versión completa*, Ed. Planeta, Barcelona.
- (1985): *La inflación: la prótesis del sistema*, Ed. Montesions, Ed. D.L., Barcelona.
- SAMUELSON, P. A. y NORDHAUS, W. D. (2002): *Economía*, Ed. Mc. Graw-Hill, Decimosexta Edición, Madrid.
- SAMUELSON, P. A. (1984): *Economía desde el corazón*, Ed. Orbis, Barcelona.
- SÁNCHEZ-ALBORNOZ, N. (1991): *La modernización económica de España 1830-1930*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- SANTILLÁN, J. (1996): *Política cambiaria y autonomía del Banco Central*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de trabajo n.º 9631, Banco de España, Madrid.
- SARDÁ, J. (1948): *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*, Ed. Ariel, Barcelona.

- (1968): *La crisis monetaria internacional*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (1970): «El Banco de España: 1931 a 1962», en MORENO, A. (Coord.): *El Banco de España: una historia económica*, Ed. Banco de España, Madrid, pp. 419-479.
  - (1974): *La crisis monetaria internacional*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (1975): *La intervención monetaria y el comercio de divisas en España, 1936*, (En la Reimpresión del Servicio de Estudios de Banca Más Sardá, 1975), Barcelona.
  - (1980): *Una nueva economía de mercado*, Ed. Unión Editorial, Madrid.
- SARGENT, T. J. (1989): *Expectativas racionales e inflación*, Ed. Alianza, Madrid.
- SAUVY, A. (1977): *La economía del diablo: paro e inflación*, Ed. Magisterio Español, Madrid.
- SCARFE, B. (1977): *Cycles, growth and inflation: a survey of contemporary macrodynamics*, Ed. McGraw-Hill, London.
- SCHUMPETER, J. (1968): *Capitalismo, socialismo y democracia*, Ed. Aguilar, Madrid.
- (1994): *Historia del análisis económico*, Ed. Ariel Economía, Barcelona.
  - (1935): *El programa económico de Roosevelt*, Ed. Revista de Derecho Privado, Madrid.
  - (1976): *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
  - (1982): *Historia del análisis económico*, Ed. Ariel, Barcelona.
  - (1990): *Diez grandes economistas: de Marx a Keynes*, Ed. Alianza, Madrid.
- SCHWARTZ, P. (1964): «John Stuart Mill y el «laissez-faire »», *Moneda y Crédito*, n.º 91, diciembre (tirada aparte).
- (1982): «El monopolio del banco central en la historia del pensamiento económico: un siglo de miopía en Inglaterra», en *Homenaje a Lucas Beltrán*, Ed. Moneda y Crédito, Madrid, pp. 689-729.
  - (1984a): *El Estado liberal*, Unión Liberal, Madrid.
  - (1984b): *Bases filosóficas del liberalismo*, Ed. Instituto de España, Madrid.
  - (1998): *Nuevos ensayos liberales*, Ed. Espasa-Calpe, Madrid.
- SCHWARTZ, P. y RODRÍGUEZ BRAUN, C. (1991): *Bentham on Spanish protectionism*, Documento de trabajo n.º 9116, Ed. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM, Madrid.
- SECRETARÍA GENERAL DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS (1993): *Entidades de crédito y autonomía del Banco de España*, Ed. Dirección de Estudios y Documentación de la Secretaría General del Congreso de los Diputados, Madrid.
- SEGURA, J. (1974): *Inflación, paro y mercado de trabajo*, Ediciones de la Revista de Trabajo, Madrid.
- SEOANE, J. (1987): *Psicología matemática*, Ed. UNED, Madrid.
- SERRANO SANZ, J. (1997): *La política monetaria y la inflación en España*, Ed. Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid.
- SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA (1997): *La política monetaria y la inflación en España*, Ed. Alianza Economía, Madrid.

- SHERMAN, H. J. (1980): *Estanflación, una teoría radical del desempleo y la inflación*, Ed. Harla, México.
- SHOUP, C.S.; FRIEDMAN, M. y MACK, R. (1943): *Taxing to prevent inflation*, Ed. Columbia University Press, Morningside Heights, New York.
- SNYDER, C. (1940): *Capitalism the creator: the economic foundations of modern industrial society*, Ed. MacMillan, New York.
- Statute of 1992, of «the European System of Central Banks and of the European Central Bank», Attached as Protocol (N.º 18) (ex N.º 3) to the EU Treaty, *Official Journal of the European Communities*, C 191 on 29.07.1992 pages 68 ff.
- SWEEZY, P. (1972): *La aportación de Keynes al análisis del capitalismo*, Ed. Ariel, Barcelona.
- (1982): *Teoría del desarrollo capitalista*, Ed. Fondo de Cultura Económica, Madrid.
- TAMAMES, R. y BECKER ZUAZÚA, F. (1991): *La formación económica y política de España*, Ed. Universitat D.L., Madrid.
- TAUSSIG, F. W. (1920): *Free trade, the tariff and reciprocity*, Ed. MacMillan, New York.
- (1945): *Principios de Economía*, Ed. Espasa Calpe S.A., Madrid.
- TEDDE DE LORCA, P. (1974): «La banca privada española durante la Restauración (1874-1914)», en ANES, TORTELLA y SCHWARTZ (Coord.): *La banca española en la Restauración*, Ed. Banco de España, Madrid.
- (1988): *El Banco de San Carlos (1782-1829)*, Ed. Alianza; Banco de España, Madrid.
- TEMIN, P. (1995): *Lecciones de La Gran Depresión*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- TERCEIRO, J. B. (1970): *Diccionario de economía: teoría y aplicación a España*, Ed. Zero, Algorta, Vizcaya.
- THORNTON, H. (2000): *Crédito papel: una investigación sobre la naturaleza y los efectos del crédito papel de Gran Bretaña*, Ed. Pirámide, Madrid.
- THORP, W. L. (1959): *The new inflation*, Ed. McGraw, Hill Book, Co., New York.
- TOCQUEVILLE, A. (1982): *El antiguo régimen y la revolución*, Ed. Alianza, Madrid.
- (2002): *La democracia en América*, Ed. Alianza, Madrid.
- TORRES, M. (1943): *Teoría general del multiplicador*, Ed. Gráficas «Diana», C.S.I.C.; Instituto de Economía Sancho de Moncada, Madrid.
- (1955): *Teoría y práctica en la política económica*, Ed. Aguilar, Madrid.
- (1957) «Prólogo» a la obra de MARSHALL, A.: *Principios de economía: un tratado de introducción*. Ed. Aguilar, Madrid.
- (1958) «Prólogo» a la obra de Tuñón Cruz, A.: *Política Económica de la inflación*. Ed. Aguilar, Madrid.
- TORTELLA, G. (1970b): «Estimación del stock de oro en España (1874-1914)» en ANES, TORTELLA y SCHWARTZ (Coord.): *La Banca Española en la Restauración*, Ed. Banco de España, tomo II, Madrid.

- (1970c): *Ensayos sobre la economía española a mediados del siglo XIX*, Ed. Servicio de Estudios del Banco de España, Madrid.
  - (1995): *Los orígenes del capitalismo en España*, Ed. Tecnos, Madrid.
  - (1997a): «El Banco de España en su historia: comentarios al trabajo de Martín Aceña», *Papeles de Economía Española*, pp. 22-27.
  - (1997b): *El desarrollo de la España contemporánea. Historia económica de los siglos XIX y XX*, Ed. Alianza Universidad Textos, Madrid.
  - (1998): «Los nuevos caminos de la historia económica», *Claves de razón práctica* n.º 84, jul/ago, pp. 2-7.
  - (2000): *La revolución del siglo XX: capitalismo, comunismo y democracia*, Ed. Taurus, Madrid.
- TOYNBEE, A.J. (1956): *La Postguerra*, Ed. AHR, Barcelona.
- Tratado, de 7 de febrero de 1992, «Constitutivo de la Unión Europea», *Diario Oficial de la Comunidad Europea*, C340 de 10.11.1997, pp. 145-172.
- TRAVÉ, F. (1935): *Estudio sobre la peseta y los cambios (1898-1935) y algunos esbozos económicos*, Ed. Reus, Madrid.
- TRIFFIN, R. (1961): *El caos monetario*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.
- TUGORES, J. (1999): *Economía Internacional: Globalización e integración regional*, Ed. Mc Graw-Hill, Madrid.
- TUÑÓN CRUZ, A. (1958): *Política económica de la inflación: estudio del tiempo bélico*, Ed. Aguilar, Madrid.
- TUÑÓN DE LARA, M. (1981): *Historia de España*, Ed. Labor, Barcelona.
- URZÁIZ Y CUESTA, A. (1902): «Discurso pronunciado en el Congreso de los Diputados por el Sr. Urzáiz al discutirse el Proyecto de ley regulando la circulación fiduciaria, el día 18 de abril de 1902», Ed. Establecimiento Tipográfico El Trabajo, Madrid.
- VARELA, M. y VARELA, F. (1966): *Sistema monetario y financiación internacional*, Ed. Pirámide, Madrid.
- VARIOS AUTORES (1930): *El problema del cambio*, (conferencias pronunciadas en el curso organizado por la Sección de Cuestiones Económicas, Financieras y Monetarias de la Asociación Española de derecho internacional), Ed. Ruiz Hermanos, Madrid.
- (1955): *Conferencias en honor de don Luis Olariaga Pujana al jubilarse en la Cátedra de Economía Política de la Universidad de Madrid*, Ed. Colección Moneda y Crédito, Madrid.
- VELARDE FUERTES, J. (1948): «La economía intervenida y la libertad», *Alférez*, Año II, n.º 21, octubre, pág. 6.
- (1961): *Flores de Lemus ante la economía española*, Ed. Instituto de Estudios Políticos, Madrid.
  - (1986): «Luis Olariaga en su centenario», Discurso pronunciado en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas en la sesión del día 22 de abril de 1986, Madrid.
  - (1989b): «Prólogo» a la obra de OLARIAGA, L.: *Escritos varios: advertencias, incitaciones y reformas*, Ed. Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social: Obra de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, Madrid, pp. VII-LXXVIII.

- (1990): *Economistas españoles contemporáneos: primeros maestros*, Ed. Espasa Calpe, Madrid.
  - (1991): «Prólogo» a la obra de PÉREZ DE ARMIÑÁN, M.<sup>ª</sup> C.: *Problemas Geopolíticos, sociales y económicos en la obra periodística del profesor Olariaga*, Ed. I.E.F., Madrid, pp.11-56.
  - (1992): «Edición e Introducción» a la obra de OLARIAGA, L.: *Escritos de Reforma*, Ed. Antoni Bosch; I.E.F., Madrid, pp. IX-LII.
  - (1998): «Discurso pronunciado con motivo de su investidura como doctor Honoris Causa por la Universidad de Alicante» el día 5 de noviembre de 1998, página Web de la Universidad de Alicante, 6 páginas.
  - (2002): «El legado de la regente María Cristina», en *Época Intereconomía*, Semana del 17 al 23 de mayo de 2002.
  - (2002): «Navarro Rubio y Ullastres, los primeros de la cuerda», *Revista XXI*, n.º 52, Invierno 2001/2002, pp. 77-82.
  - (2003-Próxima Publicación): «Olariaga y el Banco de España», en *Papeles y Memorias de la Real Academia*, Ed. Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid.
- VERCELLI, A. (2002): *Inflación y deflación*, Ed. Oikos-Tau, Barcelona.
- VIDAL VILLA, J.; MARTÍNEZ PEINADO, J. (1987): *Estructura económica y sistema capitalista mundial*, Ed. Pirámide, Madrid.
- VIÑAS, A. (1976): *El oro español en la guerra civil*, Ed. Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- (1984): *Guerra, Dinero, Dictadura*, Ed. Crítica, Madrid.
- WAIS, J. (1933): *Una experiencia sobre moneda y cambio*, Ed. Diana, Artes Gráficas, Madrid.
- WALGNER, A. (1914): *Les fondements de l'économie politique*, Ed. M. Giard & Brière, París.
- WALRAS, L. (1987): *Elementos de economía política pura*, Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- WICKSELL, K. (1947): *Lecciones de economía política*, Ed. Aguilar, Madrid.
- (1954): *Value, capital and rent*, Ed. Allen & Unwin, London.
  - (2000): *La tasa de interés y el nivel de los precios*, Ed. Aosta, Madrid.
- WIESER, F. VON. (1956): *Natural value*, Ed. Kelley & Millman, New York.
- WOOD, G. E.; MILLS, T. D. y CAPIE, F. H. (1993): «Central Bank Independence: What It Is and What Will It Do For Us?», *Institute of Economic Affairs*, Ed. IEA, Series: *Current Controversies*, n.º 4.
- ZAWADZKI, K. K. F. (1974): *La economía de los procesos inflacionarios*, Ed. Labor, Barcelona.

## OTRAS FUENTES DE CONSULTA

- <http://www.eumed.net/cursecon/economistas/mises.htm>
- Banco Central Europeo: <http://www.ecb.int/about/about.htm>
- Banco de España: <http://www.be.es>
- Econlink: Enlace de Economía: <http://www.econlink.com.ar>
- Fondo Monetario Internacional: <http://www.imf.org>
- Fundación Von Mises: <http://www.fundacionvonmises.org>
- Hemeroteca Municipal de Madrid: <http://www.udesa.edu.ar/biblioteca/hemeroteca/toc/ipe3a.html>
- Instituto Nacional de Estadística: <http://www.ine.es>
- La economía de mercado: virtudes e inconvenientes: <http://www.eumed.net/cursecon/economistas.htm>
- Ludwig von Mises Institute: <http://www.mises.org>
- Ministerio de Economía: <http://www.mineco.es>
- Office of Public Correspondence from the Treasury: <http://www.treas.gov/education.html>
- Revista Época Intereconomía: <http://www.epoca.es>
- Real Academia de Ciencias Morales y Políticas: <http://www.racmyp.insde.es>
- Real Academia de la Lengua Española: <http://www.rae.es>
- Unión Editorial: <http://www.unioneditorial.es>
- Unión Europea: <http://www.europa.eu.int>
- *Xarxa Telemàtica Educativa de Catalunya: Base documental d'Historia Contemporània de Catalunya:* <http://www.xtec.es>