

48/66

PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS  
ECONOMICAS Y FINANCIERAS DE BARCELONA

CONTENIDO Y ENSEÑANZAS  
DE  
UN SIGLO DE HISTORIA  
BURSATIL BARCELONESA

Discurso leído por el Académico Numerario, Electo,

ILMO. SR. DR. DON PEDRO VOLTES BOU

*en el acto de su recepción, 6 de noviembre de 1966*

y Discurso de contestación por el Académico Numerario

ILMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET  
MARQUES DE LA VEGA-INCLAN

BARCELONA

1966



CONTENIDO Y ENSEÑANZAS  
DE UN SIGLO  
DE HISTORIA BURSÁTIL BARCELONESA



PUBLICACIONES DE LA REAL ACADEMIA DE CIENCIAS  
ECONOMICAS Y FINANCIERAS DE BARCELONA

CONTENIDO Y ENSEÑANZAS  
DE  
UN SIGLO DE HISTORIA  
BURSATIL BARCELONESA

Discurso leído por el Académico Numerario, Electo,

ILMO. SR. DR. DON PEDRO VOLTES BOU

*en el acto de su recepción, 6 de noviembre de 1966*

y Discurso de contestación por el Académico Numerario

ILMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET  
MARQUES DE LA VEGA-INCLAN

BARCELONA

1966

**La Academia no se hace responsable  
de las opiniones expuestas en sus propias  
publicaciones.**

*(Art. 39 del Reglamento)*

DEPOSITO LEGAL B. 35.831-66

---

Gráficas FOMENTO, Casanova 57, BARCELONA

Excmo. Sr. Presidente,  
Excmos. e Ilmos. Sres.,  
Ilmos. Sres. Académicos,  
Señoras y Señores:

Sean mis primeras palabras para traer a este salón un reflejo balbuciente de la gratitud inmensa con que recibí la noticia de que esta Real Academia me había favorecido admitiéndome en su seno, gratitud que nubla y anula cualquier posibilidad mía de interrogación y juicio sobre este honor.

Es manifiesto que en ella los elementos de orden afectuoso y graciable prevalecen por entero sobre cualquier estimación crítica de mi modesta persona. A este agradecimiento debo añadir el que ha de inspirar tal acto de la corporación a todos los círculos y personas interesados por los temas y los problemas de la Historia económica, ciencia de la que habéis tenido la benignidad de considerarme representante, y que con acierto —independiente de mi elección— habéis querido añadir al frondoso árbol de las representadas en el seno de la Real Academia.

Hubiera sido presuntuoso que aspirase durante este acto a retener vuestra atención con una exposición del desarrollo de los estudios de Historia económica entre nosotros, y por lo mismo me excuso de glosar el caudal de esfuerzos —frecuentemente situados en el plano del sacrificio personal más extremado— que ha reportado la creación de unas escuelas españolas que cultiven el estudio de la Economía pretérita y sus implicaciones sociológicas.

Sólo observaré el triste hecho de que tres de los maestros más esclarecidos en tal actividad que tuve, y a los cuales debo filial veneración, fallecieron los tres en edad que permitía aguardar todavía copiosos frutos de su genio y de su desvelo: los catedráticos de la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de Madrid doctores GÓMEZ ARBOLEYA y TORRES MARTÍNEZ, y el de la

de Filosofía y Letras de Barcelona, doctor VICENS VIVES. Permittedme dirigir un conmovido recuerdo a sus figuras, junto con el de afecto y admiración que profeso a sus colegas, felizmente en plena actividad, don CARMELO VIÑAS MEY, don FELIPE RUIZ MARTÍN y don RAMÓN CARANDE Y THOVAR.

No me demoraré más en efusiones personales antes de abordar el tema que habéis querido aceptar como cauce de este discurso reglamentario, llevados, sin duda, del caluroso amor a Barcelona que distingue a esta corporación y del celo con que contempla el devenir de la Bolsa de Valores de la ciudad'. Una y otra serán protagonistas de las siguientes consideraciones acerca del tema:

## CONTENIDO Y ENSEÑANZAS DE UN SIGLO DE HISTORIA BURSATIL BARCELONESA

En los «años cuarenta» del pasado siglo, los mismos en que nacen la Caja de Ahorros y el Banco de Barcelona', empiezan a aparecer en Cataluña en cantidad considerable las sociedades anónimas'. En 1848 nace «La España Industrial»; al año si-

(1) En el curso del presente estudio, tendremos a la vista la monografía *La Bolsa de Barcelona de 1851 a 1930: Líneas generales de su evolución*, de JOSÉ FONTANA y VICENTE VILLACAMPA, que en 1961 editó, con un prólogo nuestro, el Instituto Municipal de Historia de Barcelona. Hemos de recordar igualmente nuestra deuda de gratitud a las indicaciones que nos ha ido dirigiendo, en el curso de una correspondencia sucesiva a la visita que efectuó a Barcelona, el ilustre profesor de Harvard VASILÍ LEONTIEF, y las orientaciones que debemos al profesor de Yale SAMUEL FLAGG BEMIS, y al de Colonia, HERMANN KELLENBENZ.

(2) Aun cuando se trate de un esquema de hipótesis denominado exprofeso *Ensayo sobre las motivaciones económicas del fenómeno romántico*, nos permitiremos evocar aquí, como testimonio de la antigüedad de nuestra preocupación por la dinámica económica de este período, el trabajo que con aquel título publicamos en 1956 en los «Cuadernos de Información Económica y Sociológica» del C. S. I. C., trabajando bajo los auspicios del Excmo. Sr. D. PEDRO GUAL VILLALBÍ.

(3) En el discurso de ingreso en esta misma Real Academia del Ilmo. Sr. D. JUAN DE ARTEAGA PIET, MARQUÉS DE LA VEGA INCLÁN, dedicado al tema *Función social de la inversión mobiliaria* (Sesión del día 21 de noviembre de 1965), expresó a este propósito: «Después de la miseria

guiente «La Catalana del Alumbrado de Gas»; en 1852, «La Fabril Algodonera»; en 1856, «La Maquinista Terrestre y Marítima». En 1851, al publicarse por vez primera un boletín oficial de cotizaciones en el «Diario de Barcelona», podemos considerar puesta en marcha la Bolsa de nuestra ciudad.

¿Cuál es el signo de la coyuntura de esa época? Señala SARDÁ DEXEUS que en la economía española, desde 1844 ó 1854 a 1870, se produce un período de alza que, en múltiples aspectos se prolonga hasta 1882. Podemos suponer que dicha tónica guarda correlación con la fase de prosperidad general en el Occidente de Europa que JEAN LESCURE identifica en los años comprendidos entre 1850 y 1873, calificación que hace suya también FRANÇOIS SIMIAND. Añade SARDÁ que a esta euforia sucede una fase de baja que culmina en 1898; de ahí nace el comienzo de una nueva etapa de alza que se prolonga, como mínimo, hasta 1921, período igualmente señalado por LESCURE y SIMIAND como próspero para la generalidad de Europa. En consonancia con este análisis, VICENS VIVES califica de «primera etapa daurada» de las finanzas catalanas a la de los años 1843-1847.

Basta para afirmarla como tal el hecho de que, durante el citado período, el volumen de capitales dedicados a la fundación de sociedades ascendiese a 430 millones de reales, mientras el del decenio anterior dedicado a los mismos fines fue de 35 millones, señala VICENS VIVES.

que padeció Europa a raíz de la Revolución francesa y de las guerras napoleónicas, reapareció con la paz el trabajo y la riqueza. Los nuevos descubrimientos científicos, la máquina de vapor principalmente, permitieron un mejor aprovechamiento de las fuerzas de la naturaleza, creando una potente industria, que permite aumentar las rentas, junto con un nuevo florecimiento del comercio. El ahorro aumenta por momentos con las nuevas reinversiones, según un ritmo cada vez más acelerado.

»Los derechos del hombre se confirman solemnemente frente al Estado, antes todopoderoso. Se reafirma el derecho de propiedad, mereciendo el respeto de las instituciones legales. La observancia de los contratos es la base de la nueva organización económica y social. Ya no se discute la solvencia del Estado.

»Dado que la organización de la justicia da toda clase de seguridades a los poseedores de valores mobiliarios y que la firma del Estado parece inviolable, poco a poco las legislaciones son más liberales, dando cada vez más libertad a los que quieren formar sociedades anónimas por acciones y a los que quieren acogerse a la forma más móvil de estos títulos.»

La dinámica «sui generis» de la Bolsa barcelonesa, a la cual contemplaremos primeramente en disfrute de una libertad omnimoda, daría especial acritud y gravedad a las fluctuaciones de alta y baja. Se observó concretamente este fenómeno por vez primera en el desarrollo de la fase de expansión económica que acompañó a la instalación de los progresistas en el poder. La guerra de Crimea promovió en toda la Europa occidental un optimismo manifiesto que se reflejó en la economía española, singularmente a través de la venta al exterior de nuestros productos agrícolas.

Se advirtió pronto que las operaciones temerarias ejercían mayor atractivo sobre los inversionistas que aquéllas serias y solventes. La infortunada propensión —que veremos repetirse en el curso de los años— de buena parte de nuestro público a los negocios rápidos dio mucho vuelo a las sociedades de seguros marítimos, y postergó por lo lento de su crecimiento a las empresas industriales.

A principios del año 1857 el optimismo era unánime. Las compras se sucedían con tan gran animación que «nadie presumía que ésta pudiera cesar» (Almanaque del «Diario de Barcelona», 1858).

Ahora bien, como no podía por menos de suceder, la masa de numerario detraída del ahorro quedó estrangulada en cierto momento, y su segregación del proceso de creación de riqueza privó súbitamente de base a las acrobacias a que se había entregado, a la vez que, por supuesto, el equipamiento industrial del país se resintió de la diversión de caudales que le eran muy necesarios. Cuando llegó la crisis de posguerra y la depresión económica consiguiente, sobrevino en nuestra Bolsa una baja espectacular que llegó a su expresión más acre en mayo de 1857.

Las empresas sólidas resistieron el golpe con quebranto, pero sin crisis grave, mas las constituidas sobre bases puramente especuladoras, como eran muchas de las sociedades de seguros marítimos, fueron barridas por aquel huracán.

En junio siguiente hubo veinte quiebras en Barcelona. Las pérdidas provocadas por la baja se estimaron en unos seis millones de duros. FONTANA propone con acierto que se dé el nombre de «Crisis de los seguros marítimos» a este episodio que daría al traste con una vieja actividad aseguradora barcelonesa

y suscitara en nuestro público un instintivo y duradero recelo contra las sociedades anónimas y las operaciones de crédito.

Las consecuencias descapitalizadoras de la crisis se restañaron gracias a la fecunda estabilidad traída por la larga permanencia en el poder del Gobierno de la Unión Liberal, presidido por O'DONNELL. La terminación victoriosa de la campaña de Marruecos en 1859 llevó a su apogeo el prestigio del Gobierno unionista. Buena prueba de ello es que en 1860 comienza una gran afluencia de inversiones extranjeras en España. A este respecto señala SARDÁ DEXEUS que, en la segunda mitad del siglo XIX, se inicia en la economía española un «hambre» de capitales que se prolongará hasta 1875, y que se traduce en una primera fase del alza del interés, que él sitúa en el decenio entre 1850 y 1860.

Entre los años 1857 y 1861 el interés legal se mantiene a la altura del 5 por 100, nivel que coincide con un descenso en la circulación de la Deuda y firme subida del ahorro y los depósitos bancarios. Nos sentimos tentados de considerar a esta tasa como la más adecuada a las circunstancias de la época, porque en varias ocasiones en que se adoptó, se registró una saludable restauración del ahorro, y una recapitalización del país, al paso que, como veremos, la adopción de niveles más altos coincidió con movimientos de contracción verdaderamente asfixiantes<sup>4</sup>.

Recogiendo cifras de GUILLERMO GRAELL, VICENS VIVES alaba el esfuerzo inversionista de los catalanes en los años 1857 a 1864. En este período se dedicaron 1338 millones a la fundación de bancos, industrias, ferrocarriles, compañías de seguros y de navegación y otras.

Por desgracia, el ahorro volvió pronto a orientarse hacia la

(4) El amplio tema de las relaciones entre ahorro e inversión está tratado en nuestra monografía *Las Cajas de Ahorros barcelonesas: su pasado, su presente, su porvenir*, Caja de Ahorros Provincial, Barcelona, 1965, donde se recoge la bibliografía más sobresaliente. Citemos además la obra de LEON H. DUPRIEZ, *Des mouvements économiques généraux* (Lovaina, 1947), en sus apartados «Controverses doctrinales sur épargne et investissement» (pág. 410), «L'épargne et l'offre de capitaux» (pág. 422), «Épargne et investissement; l'égalisation de l'offre et de la demande de capitaux» (pág. 428), así como la de HOWARD S. ELLIS, *A survey of contemporary economics* (Homewood, 1954), en sus páginas 329, 332-334, 337-338, y en las que dedica al examen de las posiciones doctrinales referentes al tema (págs. 54, 56-59, etc.).

especulación. VICENS VIVES señala que ya en 1859 voces responsables advirtieron al país de la peligrosa situación provocada por la gran cantidad de títulos puestos en circulación por entidades temerarias. Empezaba a perfilarse en el horizonte un nuevo «boom» de más graves consecuencias todavía que el anterior.

El recuerdo del episodio de 1857 se había desvanecido. Los negocios de las sociedades de crédito y descuento fueron en aumento: en 1866, por ejemplo, la Caja Barcelonesa de Descuentos repartía un 18 por 100 a sus accionistas y la Caja Catalana Industrial y Mercantil y la Catalana General de Crédito sobrepasaban el 12 por 100. Hacia 1861 se inició en Barcelona un movimiento de euforia del gasto y de declive del ahorro apreciable en la merma de depósitos en la Caja de Ahorros y el Banco de Barcelona.

El Gobierno, atento a esta tendencia y a la necesidad de preparar la creación de un mayor volumen de bienes de consumo para cubrir la demanda anormal, subió el tipo de interés. En 1861, para contrarrestar la tendencia a la elevación de precios, el tipo se situó en el 7 por 100, nivel en que permanecería hasta 1867, con la sola excepción del año 1862-1863, en que el interés fue rebajado al 6 por 100, coincidiendo con una nueva reducción del volumen circulante de la Deuda.

Durante estos años, tanto la Caja de Ahorros como el Banco de Barcelona pasaron por momentos de apuro, con predominio intenso de reintegros sobre depósitos, debido a la escasez de numerario disponible<sup>5</sup>. El paro y la restricción de la producción no pudieron ser evitados y condujeron a nuevas reducciones en el ahorro y a una exacerbación del consumo de capital.

Buen número de personas, confundiendo las causas con los efectos, se apartaron alarmadas de las inversiones en industrias del país y confiaron los productos de su ahorro privado o las utilidades de su actividad mercantil y profesional a iniciativas de orden financiero, puramente especuladoras en su entraña, pero que parecían acaso las únicas susceptibles de ofrecer una remuneración apetecible al inversionista.

(5) Sobre este punto y otros muchos capitales de la época considerada, vid. la conocida obra de JUAN SARDÁ DEXEUS, *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*, Madrid, 1948. Al momento crítico descrito se refieren las págs. 148-149.

Así, pues, por efecto de un espejismo multitudinario, totalmente contradictorio con el signo de la coyuntura y con la política del Gobierno, vino a suscitarse en Barcelona en 1863 viva dilatación de la demanda bursátil, concentrada en los proyectos de una serie de sociedades de crédito recién fundadas, a las que se miraba con simpatía totalmente injustificada<sup>4</sup>.

En 1866, la quiebra en Londres de «Overend Gunsey & Company» desencadenó una crisis que arrastró a otras muchas empresas británicas y se propagó luego al continente. En Barcelona este embate no habría tenido tan hondas consecuencias si la estructura fiduciaria hubiera sido más firme, pero, como en 1857, el menor factor desencadenante tuvo velocísimas resonan-

(6) En su obra *La cooperazione internazionale per lo sviluppo economico. Teoria e politica* (Padua, 1963, pág. 69), MARIO CASARI, teoriza, con mucha adecuación al panorama que contemplamos, en el sentido siguiente:

«Un altro caso abbastanza frequente è la propensione delle classi dirigenti di un paese sottosviluppato ad investire all'estero, ovvero all'interno in attività soltanto speculative; anche questa propensione è controproducente ai fini dello sviluppo. Si tenga presente che nei paesi sottosviluppati, a differenza di quanto accade in quelli industrializzati, la fonte principale del risparmio monetario è quella personale. Tenuto conto del livello dei redditi della maggioranza e del fatto che la minoranza detiene pure le leve politiche, il sistema fiscale non consente infatti allo stato un'accumulazione di risparmio di qualche rilievo. D'altro lato, la scarsa diffusione dell'industria e sovente il predominio di interessi stranieri nelle attività economiche più remunerative e importanti fanno sì che il risparmio delle imprese nazionali (autofinanziamento) non costituisca una fonte importante di accumulazione.» («Otro caso bastante frecuente es la propensión de las clases dirigentes de un país subdesarrollado a invertir capital en el exterior, o bien en el interior en actividades sólo especulativas; esta propensión es también contraproducente a los fines del desarrollo. Téngase presente que en los países subdesarrollados, a diferencia de cuanto acontece en aquellos industrializados, la fuente principal del ahorro monetario es la personal. Teniendo en cuenta el nivel de las rentas de la mayoría y el hecho de que la minoría retiene sin embargo las palancas políticas, el sistema fiscal no consiente en realidad al Estado una acumulación de ahorro de importancia. Por otro lado la escasa difusión de la industria y frecuentemente el predominio del interés extranjero en las actividades económicas más remunerativas e importantes hacen que el ahorro de la empresa nacional (autofinanciamiento) no constituya una fuente importante de acumulación.»)

cias que sobresaltaron a todo el mercado bursátil y excitaron al público a una retirada en masa de sus depósitos en los establecimientos de crédito.

El 12 de mayo de 1866 suspendía pagos el Crédito Mobiliario Barcelonés y al día siguiente lo hacía la Catalana General de Crédito. El temor se convirtió en pánico. Los tenedores de billetes pedían su canje inmediato por moneda metálica, y la desconfianza afectó incluso a los billetes del Banco de Barcelona. Las autoridades intervinieron dictando una serie de medidas para suspender temporalmente los pagos en metálico, y reducir el canje de billetes a una cierta cantidad por tenedor, medidas que total o parcialmente subsistieron todo el año siguiente.

El Banco de Barcelona, autorizado por el Gobierno, pidió, para hacer frente a la nueva situación, a sus accionistas un dividendo pasivo del 25 por 100, elevando el desembolso de sus acciones del 50 al 75 por 100. También la Caja Barcelonesa pedía a los suyos un dividendo pasivo del 20 por 100 y la Caja Catalana otro del 10 por 100. En total, estas demandas representaban desembolsos de alrededor de un millón de pesetas.

Añadamos a esta contracción violenta de las disponibilidades dinerarias de los barceloneses, la succión de riqueza que había efectuado el Gobierno mediante emisiones reiteradas de Deuda Pública. En más de 386 millones de pesetas creció ésta durante el año 1864 y en más de 221 en el siguiente. El presupuesto nacional de 1863-64 se saldó con ochenta millones de déficit. La Reina ISABEL II decía en el discurso pronunciado en la sesión de apertura de las Cámaras de 22 de diciembre de 1864: «El estado general de la Monarquía, considerada en toda su extensión, no es tan satisfactorio como sería de desear. Causas de varia naturaleza, añadía, han traído a la Hacienda pública a una situación que requiere detenido y maduro examen».

Observemos que Barcelona era cliente entusiástica de los valores del Estado durante estos años, tanto que entre 1859 y 1864 se quintuplicó el caudal de los existentes, según dan a entender los cupones puestos al cobro en la Tesorería de Hacienda. Tendremos que sorprendernos en el curso de esta exposición de que el ahorro barcelonés profesase mayor confianza en el zarrado crédito del Estado de la época que en el que le ofrecían las empresas industriales de la propia ciudad, punto éste que

estimamos cardinal para la interpretación de las vicisitudes bur-sátiles que contemplamos.

Debemos a JOHN MAURICE CLARK<sup>7</sup> la observación de que la política de «deficit spending», financiada con el auxilio de la emisión intensa de Deuda pública, no basta para combatir la depresión, y, ciertamente, el ejemplo de la España isabelina es de excepcional fuerza probatoria en cuanto a que la desmesura en la creación de Deuda pública ofrece el peligro de provocar la inflación antes de que se haya reabsorbido el subempleo, y de desanimar a los inversores privados, en términos tales que la coincidencia de los efectos de la inflación con los del escaso nivel de inversiones acelere, antes que suavice, la depresión.

Coincide con la crisis de 1866 un vivo aumento de la presión fiscal. En el año 1867 comienzan a gravarse por vez primera las sucesiones en línea directa legítima por iniciativa del ministro García Barzanallana, y se implanta también una nueva contribución sobre carruajes y caballos de lujo. Al año siguiente, 1868, nacen los impuestos sobre transportes exteriores de mercancías, recaudados por la Administración de Aduanas.

Es digno de nota que en el mismo momento en que se ha operado la citada destrucción de capital en la Bolsa barcelonesa, el Estado pase de recaudar los 574'8 millones que obtuvo como ingresos en 1866-67, a recoger los 766'5 millones que proporcionó el ejercicio tributario de 1867-68. En este año el Estado liquidó sus presupuestos con 132 millones de pesetas de superávit, y en el siguiente, 1868-69, con 106'9 millones. La Ley de 30 de junio de 1869 y reglamento de 20 de marzo de 1870 obligaron a los industriales y comerciantes a declarar el capital que utilizaban en sus establecimientos y los beneficios del trienio anterior, determinándose que en el caso de que no presentasen tales declaraciones, fuera la administración quien estimase los productos imponibles. Se establecieron por vez primera los Jurados Mixtos para sustanciar las reclamaciones que se presentaran.

Con esta agudización de las exacciones fiscales coincide un

(7) Recordemos en especial su trabajo *An appraisal of the workability of compensatory devices*, en «American Economic Review», marzo de 1939, y más recientemente, su memorable obra *Demobilization of wartime economic controls*, Nueva York, 1944, sobre todo el cap. X.

desarrollo extraordinario de las emisiones de Deuda pública<sup>4</sup>. En el ejercicio de 1866-67 se pusieron en circulación mil millones más de pesetas de Deuda, con lo cual ésta alcanzó la cifra más alta registrada desde 1850: 5.577.124.709'60 pesetas. Otros mil millones y pico añadiría el Gobierno del General SERRANO, apenas producida la Revolución de septiembre de 1868, con lo cual la Deuda en circulación se situó en 1868-69 en el nivel de 6.665 millones<sup>5</sup>.

Contemplamos, pues, como a un vigoroso esfuerzo del Es-

(8) El estudio de las repercusiones de la política monetaria, tributaria y fiduciaria del Gobierno, en el ahorro, así como de las motivadas en él por el manejo de la tasa oficial de descuento, constituye un capítulo de nuestro citado libro *Las Cajas de Ahorros barcelonesas: su pasado, su presente, su porvenir*. Dicho capítulo se publicó por separado en la «Revista de Economía Política», núm. 38, de 1964, bajo el título de *Análisis de la repercusión de la política financiera del Gobierno en el ahorro privado durante el siglo XIX*. Nos remitimos a dichos lugares por lo que respecta a la bibliografía correspondiente.

(9) En los «*Studia Oeconomica Upsaliensia*», núm. 1, TONU PUU ha publicado en 1965 su ensayo *The effects of monetary and fiscal policy. A contribution to pure theory*, cuyo párrafo final es del siguiente tenor: «When government expenditure is increased and the increase is financed by increased taxes we see that this has to be accompanied by two more devices in order to ensure that equilibrium is not disturbed in the respects considered as important. Firstly, taxes have to be increased by more than government expenditure and excess tax revenue has to be deposited in the government's account with the central bank. Secondly, the central bank has to buy government bonds from the public, thus government debt to the public has to be reduced. While the purchase of government bonds tends to increase the amount of money, the excess tax revenue paid into the government's account with the central bank tends to decrease the amount of money. We can easily find that the latter tendency predominates. Thus both government debt and the amount of money have to be reduced, while taxes have to be increased. If all this is done in the correct proportions indicated, government expenditure may be increased without affecting the employment, the price level or the rate of interest. As we have already observed private investments will then be unchanged. However, as national income too has to be constant, private consumption has to be reduced by the same amount as government expenditure is increased. But, as the marginal propensity to consume is less than unity, taxes have to be increased by more than government expenditure. The excess of tax revenue may be thought to be deposited at the central bank. This would however raise the rate of interest. In order to keep the rate of interest constant the central

tado por canalizar la circulación monetaria y reducir su velocidad, contestó el público con la búsqueda impaciente y desorientada de ocasiones de rendimiento más fecundo de sus caudales, en forma tan inmediata que es lícito suponer que lo desmesurado de la restricción se correspondió con lo desmesurado de la persecución de ganancia por vías y modos aventurados.

Los Gobiernos, acuciados por la necesidad de dinero, no podían encontrarlo ni en el país, empobrecido por las malas cosechas, ni en Cuba, sublevada, ni en los tributos, precipitadamente reducidos o suprimidos por la demagogia revolucionaria. Por ello, acudieron abusivamente a la Deuda pública y ésta se menospreció hasta extremos increíbles.

Para sanearla en lo posible, el ministro SALAVERRÍA presentó en abril de 1876 un arreglo de la Deuda conforme al cual sólo se abonaría, a partir de enero de 1877, la tercera parte del interés

bank has to act by purchasing government bonds from the public.» («Cuando el gasto del Gobierno es incrementado y el incremento es financiado por el incremento de los impuestos, vemos que esto tiene que estar acompañado por otros dos recursos, en orden a asegurar que el equilibrio no sea alterado en los aspectos considerados como importantes. Primeramente los impuestos deben ser incrementados más que el desembolso del Gobierno y el exceso de impuestos en las rentas debe ser depositado en la cuentas del Gobierno en el Banco central. En segundo lugar, el Banco central debe comprar bonos del Gobierno al público. De esta manera la deuda del Gobierno ante el público ha de sufrir reducción. Mientras la compra de los bonos del Gobierno tiende a incrementar el aumento de moneda, el exceso de ingresos de los impuestos pagados a la cuenta del Gobierno en el Banco central tiende a hacer decrecer el aumento de moneda. Podemos fácilmente experimentar que predomina la última tendencia. De esta manera, tanto la deuda del Gobierno como la cantidad de moneda tienen que ser reducidos, mientras que los impuestos deben ser incrementados. Si todo esto se da en las correctas proporciones indicadas, el desembolso del Gobierno puede ser incrementado sin afectar al empleo, nivel de precios, o el tipo de interés. Como hemos observado ya, la inversión privada quedará entonces intacta. De todos modos, como la renta nacional tiene que ser constante, el consumo privado debe ser reducido en la misma cantidad en la cual el gasto del Gobierno sea incrementado. Pero como la tendencia al consumo es menor que la unidad, los impuestos deben ser incrementados en más que el gasto del Gobierno. El exceso de impuestos de renta puede ser depositado en el Banco central. Esta tendencia en todo caso aumentaría el tipo de interés. En orden a conservar el tipo de interés constante, el Banco central debe actuar adquiriendo los bonos del Gobierno al público.»)

que se venía pagando hasta entonces (la Deuda al 3 por 100 devengaba por ejemplo, sólo un 1 por 100) ofreciéndose a pagar la mitad (un 1'5 por 100 en este mismo ejemplo de la Deuda al 3 por 100) a partir de 1 de julio de 1879. Esta medida determinó un gran pánico en la Bolsa y en Barcelona se liquidaron en un solo día operaciones por valor de miles de millones, se produjo la súbita ruina de muchos y la Bolsa quedó prácticamente cerrada.

Es preciso recordar que al principiar el año 1876, no era en absoluto halagüeña la situación barcelonesa, pues los capitales estaban retraídos.

Sin embargo, fue tan rápida la acumulación de riqueza suscitada por el trabajo denodado de los industriales de estos años y tan vehemente la satisfacción con que fue recibida la pacificación alfonsina que esta crisis desembocó, sin intermedio alguno, en una situación de euforia brillantísima. No es casual que ésta coincida con una política de espera y freno en la emisión de Deuda y de contención en la presión tributaria que adoptó la Hacienda pública. La fiscalidad fue intensificada en eficacia y vigilancia, pero no en tipos, y muchos de éstos descendieron, como los de la territorial rústica.

Los benéficos efectos que eran de esperar de semejante prudencia se malograron en esta ocasión y en otras por el empleo verdaderamente rudimentario que el Gobierno hizo de un instrumento tan valioso de regulación del crédito como es la tasa oficial de descuento. Y calificamos de rudimentario aquel «modus operandi», porque consta históricamente que no tuvo en cuenta otra variable ni atendió otra conveniencia que la Deuda pública. No consta que los hacendistas tomaran en consideración la repercusión hondísima que las alteraciones del tipo oficial ejercían no sólo en la circulación crediticia sino también en la modulación de unas vastas actitudes psicológicas que se percibían en todo el mercado, y de modo especialmente inmediato en el bur-sátil. Así el interés fue reducido hasta el 5 por 100 en el año 1878, lo cual reanimó la circulación en un momento en que hubiera convenido frenarla. La Bolsa barcelonesa se sumerge en una embriaguez que habrá de culminar en la «febre d'or» y los precios tienden al alza.

Dice LINDAHL, en sus *Estudios sobre la teoría del dinero y el*

*capital*, que «la distribución de las fuerzas productivas entre el presente y el futuro no está determinada directamente por la cuantía del ahorro (excepto en el caso de ahorro dentro de las empresas), sino por los tipos de interés monetario, que son el factor decisivo para los cálculos de los empresarios. Por lo tanto, con tipos de interés variables, la oferta de bienes de consumo será la misma que antes». Así ocurrió en el panorama que contemplamos: como la demanda se elevó a consecuencia de la crisis de la actitud ahorrativa, el nivel de precios subió en proporción al auge de la demanda total. Una vez más, el ahorro barcelonés se ilusionó con los dividendos suculentos que repartían unas sociedades surgidas de la noche a la mañana y desdeñó los rendimientos más modestos de las inversiones industriales solventes. Registramos entonces el resurgimiento de las sociedades de crédito, como si las gentes hubieran ya olvidado la lección de 1866<sup>10</sup>.

El gran novelista catalán NARCÍS OLLER, en su relato *La febre d'or* ha reflejado exactamente el frenesí de estos años con estas palabras: «Los bancos y otros establecimientos de crédito... nacían como setas. Había uno por cada villa importante de Cataluña fuese necesario o no, ni aún tan sólo viable. Había, además, uno por cada aventurero atrevido. Se creaban otros con el pretexto de realizar reformas o grandes obras públicas que no existían sino en la imaginación de los proyectistas».

Entre 1 de diciembre de 1880 y 30 de noviembre de 1881 se fundaron doce bancos y dos sociedades de crédito en Cataluña. Los establecidos en Barcelona fueron el de Cataluña, el Popular de Préstamos y Descuentos, Franco-Español, Mercantil, Ibérico, Financiero, y Nacional de Fomento. En el mes de diciembre de 1881 y las primeras semanas de 1882 surgieron aún otros doce bancos en la región, de los que formaron parte en Barcelona el de Fomento de Barcelona y el Universal.

La hecatombe que desbarataría semejante castillo de naipes se produjo a mediados de 1882. Una crisis registrada en la Bolsa

(10) Dice sabiamente FONTANA (op. cit. pág. 41) acerca de este momento: «Un ejemplo más del postulado que conviene tener en la memoria al examinar los acontecimientos: la historia de la Bolsa no siempre es paralela a la historia de los recursos productivos del país, su agricultura, su comercio y su industria».

de París —a la cual podemos considerar inserta en la coyuntura de baja caracterizada por KONDRATIEFF<sup>11</sup> para los años de 1870 a 1890— espantó por un momento a quienes debían prestar dinero a los especuladores de la nuestra para que éstos cumplieren sus compromisos a plazo. Se interrumpió así la cadena de compras sin efectivo y los especuladores, para procurárselo, tuvieron que vender pronto y mal los títulos. De este modo se acentuó su tendencia a la baja y ésta se aceleró locamente.

Intervinieron las autoridades, se intentó contener el pánico y aquietar a los inversores, súbitamente despertados de la quimera en que habían vivido. Todo fue inútil: la alarma cundió con tanta rapidez como antaño la fiebre de enriquecimiento y las cotizaciones se derrumbaron verticalmente. Entre 1880 y 1883 las acciones del Banco de Barcelona pasaron de cotizarse de 148 a serlo a 84; las de la Catalana General de Crédito, de 198 a 70; las del Banco Hispano Colonial de 129 a 59.

Quizás sea éste el momento más aleccionador del juego de influencias mutuas de la Banca y la Bolsa barcelonesas. La primera había estado alimentando las aventuras de los especuladores y la segunda después de haberles llevado en volandas, les dejaba caer de súbito, mezclando en el mismo cataclismo a las acciones de los «bancos fantasma» y las de los solventes, por no hablar ya de los altibajos que hizo padecer al papel del Estado. Estos últimos fueron por cierto causa de que la junta del «Bolsín» acordase clausurarlo momentáneamente en un momento muy tenso de enero de 1884.

En esta crisis cabe situar el epílogo de la primera época de la Bolsa barcelonesa. Sus libertades omnimodas, su alegría y su desenfado tendrían que sujetarse ya a algún freno. Dio la primera muestra de esta necesidad la implantación de la liquidación diaria de operaciones, con lo cual, si no se yuguló la especulación, se evitó que se alimentase de sí misma y creciese desmesuradamente.

No hay mal que por bien no venga, podían decirse mientras tanto los capitanes de industrias sólidas, al evocar el desdén que por ellas habían sentido los círculos bursátiles. Ciertamente, ha-

(11) Recordemos el memorable estudio *Die langen Wellen der Konjunktur*, en «Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik», volumen 56, 3, dic. 1926, págs. 573-609.

bían padecido hasta entonces el desvío del capital, que corría a regar campos muy alejados del suyo, pero al advertir los descalabros que la avidez de los especuladores produjo en el sector bancario, podían felicitarse de haber permanecido al margen de semejantes vicisitudes<sup>12</sup>.

Durante 1882-83 se reduce drásticamente el volumen de la Deuda Pública circulante y se consolida de un modo definitivo la práctica de liquidar los presupuestos con déficit, que perdurará hasta fin de siglo. Durante este período, presidido por el firme deseo de no cansar al público y permitir una recapitalización del país, varios de los tipos fiscales anteriores se rebajan, entre ellos el de la contribución territorial, que había sido desde 1876-77 hasta 1881-82, del 21 por 100, y será desde 1882-83 hasta 1884-85 del 16 ó el 21 por 100, según se hubiese efectuado o no la rectificación de amirallamiento, y en 1885-86 y 1886-87, del 17'50 por 100 en rústica y del 23 por 100 en urbana.

Durante esos diez años se incrementa la creación de riqueza aumentando a la par el producto de los tributos, sin forzar en exceso su presión sobre los líquidos.

En el año 1885 el tipo de interés es rebajado al 4 por 100 como consecuencia de la fase de declive de la onda económica.

(12) Puede resultar fecundo el ahondamiento en el análisis de este momento llevando de la mano la hipótesis de MODIGLIANI (*Fluctuations in the saving-income ratio; a problem in economic forecasting*, «Studies in Income & Wealth», vol. XI, Nueva York, 1949, págs. 371 y siguientes), según la cual pueden distinguirse dos especies de movimientos en el nivel de la renta: el secular, que según él es el movimiento lento que conduce a la misma a situarse por encima del nivel más alto alcanzado en lo pasado, y que se caracteriza por su continuidad, aun cuando ésta se interrumpe en ocasiones; y el movimiento cíclico, que conduce a la renta a un nivel inferior al más alto alcanzado en el pretérito. Está claro que en el momento barcelonés considerado contemplaríamos el término de uno de los movimientos de la segunda especie, durante los cuales —y esto es de aplicación idónea al caso— aquel autor entiende que las gentes adoptan una tónica de consumo modulada no por la renta actual, sino por la cúspide que ésta tuvo en el pretérito, y, defendiendo su nivel de vida de entonces, hacen que la curva del consumo descienda más lentamente que la de la renta.

Es sabido que la valorización de este componente socio-psicológico ha sido acentuada por DUESENBERY (*Income saving and the theory of the consumer behavior*, Cambridge, 1948), autor del feliz concepto del «efecto de demostración».

Esta cuantía se mantendrá, en líneas generales, hasta 1898. Tras el establecimiento del proteccionismo, que contribuye a aumentar la demanda de capitales, se hace imprescindible animar a los inversionistas. El punto más alto del tipo de interés en ese período se sitúa en 1898, cuando se implanta el tipo del 5 por 100 que durará dos años.

En los años sucesivos, los corros del Bolsín, apartados de las trapisondas anteriores, se dedicaron con manifiesto interés a la Deuda pública que mantuvo unas cotizaciones bastante entonadas, incluso en los momentos de máxima crisis nacional.

Al venderse los títulos a un cambio bajo, la renta resultaba todavía más apetitosa. Los círculos financieros extranjeros llevaban muchos años lucrándose con tal inversión y vigilaban celosamente que el Gobierno español se abstuviera de cualquier veleidad. «La Veu de Catalunya» de 17 de diciembre de 1899 suponía que esta seriedad del Gobierno español tenía otras motivaciones que las conocidas e insinuaba que los políticos de Madrid tenían relaciones extraoficiales con la finanza internacional.

La crisis de 1898 actuó sin duda como reactivo en el campo de la economía. Los traslados de empresas de las colonias a la metrópoli, comenzados instintivamente algo antes del desastre, favorecieron el crecimiento y desarrollo de nuestra industria. Tenía ésta que plantearse en tal momento la imperiosa necesidad de movilizar el mercado interior, promoviendo en él un aumento de la capacidad de consumo inserto en un proceso de desarrollo económico que transformase profundamente la estructura de España. «Ya en 1899 —escribe FONTANA— los cronistas de Bolsa registran con sorpresa el nuevo interés por los valores industriales, señalando que aparecen entonces en la cotización viejas acciones que parecían totalmente olvidadas tras tantos años que no habían sido objeto de transacción alguna». Empresas como «España Industrial», «Maquinista Terrestre y Marítima», «Catalana de Gas», «Hispano Suiza», etc., circulan por primera vez con categoría de valores de alta cotización. La Banca se encarga de garantizar, mediante un padrinazgo financiero de amplios vuelos, este despertar industrial lanzando al mercado casi sin interrupción emisiones de valores para satisfacer la creciente demanda del público español y la avidez que siente el inversionista

extranjero de la «belle époque» de situar dinero en valores españoles.

No debe sobreestimarse la significación de estas inversiones extranjeras en España y todavía menos atribuir la prosperidad de la época a este «input» en la renta nacional. Respecto de lo primero, importa no perder de vista las cargas financieras inherentes a aquellas iniciativas, que en cierta medida fueron satisfechas por los tenedores españoles que pudieron formar parte de la masa internacional de socios u obligacionistas de aquellas empresas. Tampoco debe pasarse por alto que en algunas ocasiones diversas empresas fundadas en el exterior se convirtieron en «holdings» de sociedades fundadas en España y succionaron los beneficios de éstas, y aún los ahorros del público español que fue suscribiendo sucesivas emisiones de obligaciones, como aconteció con «Barcelona Traction». Conduciría, pues, a graves inexactitudes una contabilización ingenua del total de aquellas inversiones en el activo del país<sup>11</sup>.

(13) En su citada obra (pág. 70), CASARI expresa, acerca de esta actuación de los intereses extranjeros en un país en curso de desarrollo: «In una posizione particolare si trovano sovente gli stranieri che nel paese sottosviluppato detengono, a qualunque titolo, posizioni dominanti tali da consentire la realizzazione di notevoli profitti e per tanto l'accumulazione di quote notevoli di risparmio. Molto spesso sono costoro che più contribuiscono al finanziamento dello sviluppo, anche attraverso il reinvestimento dei profitti. Tuttavia bisogna tener conto che le decisioni di investimento degli stranieri sono solo casualmente conformi alle esigenze dello sviluppo del paese e vengono comunque adottate in centri al di fuori di quelli interessati allo sviluppo stesso. In ogni caso, e nell'ipotesi migliore, questa diversa propensione all'investimento da parte dei gruppi stranieri e delle classi dirigenti locali tende ad accrescere l'influenza dei primi sull'economia del paese.»

«(En una posición particular se encuentran frecuentemente los extranjeros que en el país subdesarrollado tienen, a cualquier título, posiciones dominantes tales que pueden consentir la realización de importantes ganancias y por tanto la acumulación de cuotas importantes de ahorro. Muy a menudo son estos hombres los que más contribuyen al financiamiento del desarrollo, incluso a través de la reinversión de la ganancia. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las decisiones de inversión de los extranjeros son sólo casualmente conformes a las exigencias del desarrollo del país y son de todos modos adoptadas en centros exteriores a aquellos interesados en el mismo desarrollo. En todos los casos, y en la mejor hipótesis, esta diferente tendencia a la inversión por parte de los grupos extranjeros y de la clase dirigente local tiende a acrecentar la influencia de los primeros sobre la economía del país.»)

Comenta la Intervención General del Estado en el volumen dedicado a estudiar la liquidación de los presupuestos de 1890-91:

«Resulta de la demostración precedente que el 52'72 por ciento de los aumentos lo absorben la Deuda pública y las atenciones de Clases pasivas, que tienen el mismo carácter: el 26'06 las fuerzas armadas, Guerra, Marina y el Cuerpo de Carabineros, quedando el 21'22 para los demás servicios. Esto explica las dificultades de todos los Gobiernos para reducir los gastos públicos, porque si se exceptúan los de la Deuda y los del Ejército y Armada, el aumento que han tenido es de escasa importancia, si se compara con el desarrollo adquirido por la agricultura, la construcción de los ferrocarriles, carreteras, puertos, faros, canales y demás obras públicas; la apertura de las redes telegráficas y telefónicas, con el desarrollo del servicio postal, con la reorganización de los Tribunales, y, finalmente, con la cuantía de los ingresos, que exigen para su realización crecidos gastos».

Señalamos este párrafo de resumen con especial atención, porque en él se refleja el momento culminante de las peculiaridades de la estructura presupuestaria anterior a la reforma de Villaverde: la carga financiera de la Deuda impera sobre el total de las demás obligaciones y se dedica más de la mitad del residuo a atenciones militares. Lo que actualmente se denominaría desarrollo económico y social del país sólo puede ser promovido desde el presupuesto con el 21 por 100 de la cuantía del mismo, como máximo.

La reforma tenía como principal objetivo reducir los gastos públicos en cuanto fuese posible, ajustar y perfeccionar los impuestos y dar solución a su cortedad con redobladas emisiones de Deuda pública. Don Raimundo Fernández Villaverde ha pasado a la historia como ministro de Hacienda del gabinete presidido por Don Francisco Silvela. Su primera decisión importante acaeció en mayo de 1900, al lanzar a la calle una emisión de Amortizable al 5 por 100, de 1.200 millones de pesetas, que se utilizaron para reintegrar anticipos del Banco de emisión. Dio solidez a las diversas formas de Deuda flotante y nuevas bases a la Hacienda pública a través de sus 22 proyectos tributarios.

En el discurso de 17 de junio de 1899 exponía claramente su visión de la situación económica y financiera, al decir:

«No hay más que comparar la cifra del comercio exterior en 1850 con la misma cifra de 1897 para darse cuenta de dos cosas: del portentoso aumento de la riqueza del país y de que semejante desarrollo no se ha reflejado en la riqueza del Estado; que no existe el paralelismo necesario entre la riqueza general del país y la riqueza pública».

Las reformas de Villaverde alcanzaron pronto el resultado ambicionado por éste: la reaparición de los superávits en la liquidación de los presupuestos. En 1900 se inicia un progreso de auge recaudatorio que no ha cesado desde entonces. Aparte la aparición del impuesto de utilidades —que comenzaría a producir unos cien millones anuales— se elevó de modo considerable el producto de los monopolios y demás servicios explotados por la Administración. Los impuestos ya existentes (contribución industrial, de comercio, cédulas personales, derechos reales, etc.) produjeron resultados más pingües que antes.

Debemos señalar atentamente que la primordial aplicación de los incrementos de impuestos se destinó a sufragar los pagos, constantemente en aumento, sin contraprestación material, que el Estado se vio obligado a sobrellevar (cargas de la Deuda y pensiones) y que, por consiguiente se frustró cualquier resultado redistribuidor de la riqueza que pudiera esperarse de la acción fiscal.

Una vez superada esta fase crítica el tipo de interés tiende a seguir la tendencia internacional y baja en 1900 al 3'5 por 100, siguiendo la política de estabilización y deflación que sigue el Gobierno español durante algunos años. Esta actitud coincide con un gran momento del ahorro barcelonés.

En 1903 el tipo de interés se eleva ligeramente quedando en un 4 por 100. Es en este momento cuando empieza a debilitarse la curva ascendente del ahorro y se inicia un descenso. A partir de 1913 aumenta nuevamente el tipo de interés que se fija en un 4'5 por 100, de acuerdo con la tendencia alcista internacional y la fuerte tensión europea en el período que precede a la Gran Guerra, motivo por el cual el ahorro conoce una de sus épocas más deficitarias, dándose una superioridad de muchos millones de pesetas en los reintegros sobre las imposiciones.

Durante el primer decenio del siglo se establecieron nuevas empresas, no sólo dentro de los sectores tradicionales, sino en nuevas ramas de actividad llamadas a representar función de «leading sectors». La expansión que se percibió en la industria catalana en el espacio de estos diez años puede comprobarse examinando la lista de las grandes sociedades anónimas cotizadas en la Bolsa.

En el año 1898-1899 encontramos las siguientes empresas:

España Industrial, Maquinista Terrestre y Marítima, Catalana de Alumbrado por Gas, Propagadora del Gas, Sucesores de Fabra y Portabella y Sociedad de Material para F. C. y Construcciones.

Diez años después, en 1908-1909, hallamos en la misma lista, aparte de las ya citadas anteriormente, las siguientes sociedades:

Hilaturas Fabra y Coats, Sucesora de Cuadras y Prim, Industrial Hispano Alemana, La Unión Metalúrgica, La Hispano-Suiza, Unión Vidriera de España, Sociedad General de Artes Gráficas, Fabril de Carbones Eléctricos, General Azucarera de España, La Energía, Gas y Electricidad, Electro-química de Flix y Compañía Barcelones de Electricidad.

Por primera vez en nuestra historia se está empezando a estructurar un importante sector metalúrgico, y amanecen dispuestas a desempeñar un trascendente papel, las nuevas empresas de producción de energía eléctrica.

La posibilidad de que las Deudas especiales fueran convertidas en nueva Renta perpetua interior al 4 por 100, dio en el último año del siglo XIX, el 1900, un fuerte impulso a las cotizaciones de fondos públicos (Aduanas, Amortizable, Cuba, Filipinas). Comenzó así una corriente de alza que se extendería a los valores particulares. Por entonces se fusionó el Ferrocarril de Francia con el de M.Z.A., pasando las acciones de aquella Sociedad a ser propiedad de ésta. En marzo se produjo una espectacular alza (20 enteros) del Banco Hispano Colonial, a consecuencia del rumor de que se le había designado para efectuar la conversión proyectada de las Deudas coloniales en Renta interior.

En vísperas de la primera Guerra mundial, la fiebre de armamentos que reinaba en Europa acarreó una crisis dineraria que no pudo por menos que reflejarse en los medios bolsistas

españoles. En España el Tesoro emitió un empréstito de 75 millones al 3'5 por 100, cuya suscripción fue en extremo laboriosa. La cortedad de numerario impedía que la tónica de nuestra Bolsa subiera, pero al fin ascendieron los valores ferroviarios, y el optimismo empezó a contagiarse a los otros, optimismo que entró en pugna con las presiones contrarias de París, donde reinaba una auténtica psicosis de guerra. El desequilibrio de la Bolsa parisiense y la intranquilidad ya reinante, prevalecieron a la postre sobre nuestra relativa euforia bursátil y se originó aquí un verdadero pánico. Consecuencia fue la suspensión de pagos del Banco Hispano Americano, la caída de los valores estatales, etc...

Al comenzar el verano de 1914 la situación internacional comenzó a anubarrarse, y de ello se resintió la contratación barcelonesa: cundían los problemas de Oriente, había guerra en Méjico, se padecía crisis financiera en la Argentina, y, finalmente, se registró el atentado de Sarajevo y el estallido del conflicto austro-servio y con él, el planteamiento de la primera Guerra mundial. La sacudida perturbó hasta tal extremo la mecánica de las liquidaciones y la situación se hizo tan insostenible, que la Bolsa barcelonesa tuvo que cerrar en agosto, al igual que lo hicieron todas las de la Europa occidental (sólo siguió abierta la de Madrid). El Casino Mercantil, que venía actuando por su cuenta, estableció cotizaciones al margen de la Bolsa oficial, pero los cambios fueron rechazados.

Se estableció entonces el Cuerpo de Agentes de Bolsa, que no bastó para encarrilar el tráfico pues no encontró apoyo en el público. Paralelamente y con afanes semejantes se constituyó en Barcelona el Mercado Libre de Valores, con lo que se creó una dualidad que no hizo sino entorpecer el negocio, ya que no había plataforma dineraria bastante para el quehacer de los dos. Es significativo del malestar reinante el fracaso del empréstito al 4'50 y 4'75, emitido en obligaciones del Tesoro por valor de 750 millones de pesetas a fin de cubrir los atrasos de la Hacienda en los últimos años; este fracaso llevó al Ministro de Hacienda a solicitar la dimisión.

En la Bolsa de Barcelona se conoce con el nombre de «matanza» la autorización gubernamental para fijar un cambio regulador en orden a la liquidación de todas las operaciones. La

decisión la tomó el Casino Mercantil el 24 de agosto de 1914, en vista del colapso producido por los acontecimientos internacionales. Esta modalidad de liquidación forzosa no perjudicó sólo a un restringido grupo de bolsistas, sino que el más afectado fue el público que compraba valores a los «doblistas»<sup>14</sup>. Las pérdidas ocasionadas se estimaron en unos 11 millones.

Por Real Decreto de 26 de marzo de 1915 se creó la Bolsa Oficial de Barcelona. El preámbulo proclamaba la necesidad de la Bolsa oficial: «En Barcelona, la ciudad más industrial y mercantil de la nación, esa institución con carácter oficial no existe; los inconvenientes y los males que de esa falta derivan se han puesto de relieve no pocas veces, pero nunca se acusaron con tanta energía como con ocasión de la guerra europea...». Esta medida tuvo por germen la protesta de los Bancos de Madrid, de Castilla y Español de Crédito, que llevaban doble en Barcelona y se rebelaron contra la «matanza». Por tal vía llegó oficialmente a oídos del ministro de Hacienda que en Barcelona habían estado actuando los «doblistas» los cuales no habían llevado a cabo sus operaciones en forma reglamentaria y cometían por ende unas defraudaciones fiscales que las autoridades se dispusieron a reprimir.

A causa de la «matanza» de 1914, terminó la existencia del Casino Mercantil, sucesor del Bolsín Catalán, y apareció como continuador suyo el Mercado Libre de Valores, donde se especulaba sin reglamentación alguna, pues incluso los corredores operaban por cuenta de sus clientes sin cursar pólizas. El M. L. V. fijaba sus actividades en el artículo 1º de sus estatutos: «...Se constituye... por tiempo indefinido, un Centro o Sociedad... cuyo primordial objeto es fomentar el Mercado Libre de Valores mobiliarios, facilitando a sus socios la liquidación de las operaciones bursátiles que practiquen y, en general, defender los intereses económicos y comerciales de sus asociados, en cuanto guarden relación con el objeto social». La especulación se centraba por entonces en el 4 por 100 interior. La Banca controlaba su

(14) Véase a este respecto la obra del DR. D. ANTONIO RODRIGUEZ SASTRE, *Operaciones de Bolsa*, «Revista de Derecho Privado», Madrid, 1944, especialmente el capítulo VI titulado «Las operaciones de *doble* o *reporte*», obra a la que se hace referencia en la de HILFERDING, *El capital financiero*, Madrid, 1963, p. 159.

actuación graduando el lanzamiento al mercado de valores procedentes de cuentas de efectos a las cuales nos referiremos en seguida.

El síndico de la Bolsa de Madrid, don Agustín Peláez, inició una investigación del mercado bursátil barcelonés. Se llegó en el curso de las gestiones a un acuerdo en virtud del cual las operaciones a plazo hechas por agentes, se liquidarian en la Bolsa oficial, y las demás en el Mercado Libre.

El 14 de julio de 1915 se celebró la primera asamblea de la Asociación del Mercado Libre de Valores, y se constituyó el Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona. Al día siguiente se inauguró la Bolsa oficial.

La comisión creada entre las dos instituciones rivales redactó en 1916 un acuerdo dividido en quince puntos, cuyas conclusiones generales son las siguientes:

- Existencia de una Bolsa única, aunque se permite la autonomía de las entidades «Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa» y «Asociación del Mercado Libre de Valores de Barcelona».
- Habrá un solo corro en el que podrán operar ambas instituciones. Las operaciones serán incluidas en la cotización oficial.
- El Mercado Libre publicará una revista («Revista Mercantil») y en ella colaborarán miembros de las dos entidades.
- Los socios del Mercado Libre no serán más de 400.
- Se unifican las fechas de liquidación.
- Se reglamenta la designación de mandatarios.

Procede, antes de pasar adelante, referirnos aquí al tema de la llamada cuenta de efectos, que tiene honda conexión con las peculiaridades del movimiento de nuestra Bolsa, en la época que consideramos. El dictamen editado por la Bolsa de Madrid en 1935, bajo el título de *La cuenta corriente de efectos o valores de un sector de la Banca catalana*, recoge los pareceres de varios juristas a quienes se los solicitó la Junta Sindical del Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de la capital.

Del dictamen formulado allí por el DR. DON ANTONIO RODRÍGUEZ SASTRE recogeremos las conclusiones 4.ª, 5.ª y 6.ª, donde se

recusaban enérgica y fundadamente las manipulaciones perpetradas a base de aquella injustificada figura de contrato de cuenta corriente de valores. Dice así: «Las cuentas corrientes de valores o cuentas de efectos, tal y como se han venido practicando por un sector de la Bolsa catalana, no son contratos de cuenta corriente. Los Bancos y banqueros, por razón de aquellas cuentas, no pueden estimarse autorizados para el uso que han venido haciendo de los valores que recibían de su clientela. Los balances formalizados por aquellos bancos y banqueros ocultan haber cambiado o dispuesto de dichos valores». Los abusos que se hicieron de las facilidades de maniobra que proporcionaba esta llamada cuenta de efectos redundaron en desprestigio, y a veces en quiebra, de ciertos bancos, y desde luego, en frecuente fraude del propietario de los valores y del Fisco.

En 1919 comienza una verdadera fiebre de especulación con monedas extranjeras, aprovechando el cambio bajísimo, a consecuencia de la guerra, de marcos, francos y libras. Los especuladores compran sobre todo moneda alemana. La obsesión por tales operaciones produjo una paralización del movimiento bursátil. Esta fiebre era calificada por *Economía i Finances* (enero 1920) como «la bogeria del públic en fer-se ric amb petit esforç»<sup>15</sup>. Participaron de modo sobresaliente en estas actividades las clases más humildes, a cuya desorientación volveremos a referirnos en seguida. Al fin llegó una Real Orden, siendo ministro de Hacienda el señor Bugallal, por la que se regulaba esta clase de operaciones, limitando la adquisición de divisas. No se logró detener en absoluto, empero, la especulación y la situación no quedó remediada en lo más mínimo.

Los traficantes en las citadas divisas abandonaron los marcos (cotizados a 0,06 pesetas en la segunda quincena de 1923)

(15) Este pensamiento puede ser puesto en relación con el gracioso y penetrantemente expresado por el Excmo. Sr. Dr. D. MANUEL FRAGA IRIBARNE, en su discurso de recepción como Académico correspondiente de nuestra Corporación, en la sesión de 3 de mayo de 1962, que versó sobre el tema de *Política y Economía*. Decía el hoy Ministro de Información y Turismo: «Un indio boliviano, y en menos medida un labrador siciliano o un serrano andaluz, tienen que aumentar su instrucción; han de sentir un mínimo de descontento con su modo de vida tradicional; han de lograr una fe en la posibilidad de progresar, y ello por medios racionales (no a través de la lotería o de un hijo torero, etc.)»

para fijarse en otras monedas más fuertes. Así, la corona checa experimentó un alza súbita y espectacular: desde 10'69 pesetas las 100 en enero de 1922 a 20 un año más tarde (el cambio máximo se registró en noviembre: 26'29 pesetas).

También se registró ese año una baja de la peseta. Durante la guerra, la balanza comercial había arrojado superávit en cada año. Terminado el conflicto, comenzó a darse el caso contrario: después de 1918, las divisas adoptadas como tipos de financiación internacional fueron el dólar y la libra, con lo que se produjo en nuestras Bolsas una demanda de dichas monedas que no tenía equivalente en la de la nuestra registrada en las Bolsas de Nueva York y Londres. Esta baja tuvo, empero, sus ventajas, puesto que sirvió para estimular la exportación; así se dio cierto fomento, ciertamente enfermizo, a la industria textil catalana, la cual vendió en el extranjero a precios mucho más bajos que los otros países productores.

La crisis cuyo rastro estamos siguiendo desde el fin de la guerra, alcanzó su culminación en 1924, año en que acabaron de hundirse los negocios de los especuladores y no pocas industrias aparentemente sólidas, sobre todo en el sector textil, que no se había preocupado de adaptarse a la tónica de normalidad. La peseta fluctuaba al compás que dictaba la guerra de Marruecos.

El año 1929 fue el de gran crisis. Avancemos, no obstante, que ésta no dejó sentir sus efectos en España más que de rechazo, como reflejo de lo que sucedía en las Bolsas norteamericanas y europeas. Barcelona se ocupaba en la organización de la Exposición. Gracias a ella, experimentaron auge los valores estatales y los transportes urbanos porque se previó gran afluencia de visitantes con motivo del certamen (entre éstos, es importante señalar la novedad del Funicular de Montjuich, proyectado con motivo de la Exposición). A pesar de la propaganda exterior adversa al certamen, el dinamismo que de éste irradiaba logró mantener la vitalidad bursátil, durante el verano, en el que no se produjeron las bajas acostumbradas en períodos de vacaciones. Las cotizaciones se sostuvieron entonadas incluso en un momento dado, una breve alza de Tabacos de Filipinas dio la señal para un ascenso general. Una característica «vedette» de esta época fue la CHADE, que luego de un período de inmovilidad

subió en poco tiempo nada menos que 60 enteros. La prosperidad de la empresa permitió augurar todavía mayores subidas. La subsiguiente baja, iniciada una vez más por las ferroviarias, enlazará con la provocada por la onda de depresión internacional, con el «crac» de Nueva York y de Bruselas, el cierre de Bancos en Alemania, el retroceso del precio internacional del caucho, estaño y cinc, la crisis de la industria del rayón, etc... A todo esto había que añadir diversos factores internos: problemas del futuro político del país, la progresiva baja de la peseta, etcétera...

El de 1930 fue un año fatídico para todas las Bolsas, las cuales sufrieron verdaderos colapsos. Su reflejo en Barcelona encontró dos coadyuvantes específicos: uno político, determinado por la caída de la Dictadura y la instauración de un nuevo gobierno que mostró no ser capaz de devolver al país la quietud pública, y que retiró el apoyo a varias empresas que se sostenían gracias al Estado. El otro factor acumulado a aquella tesitura básica fue el monetario: el progresivo envilecimiento de la peseta hizo dirigir la mirada de los inversores a las divisas extranjeras, y, en general, a los valores de renta fija, en detrimento de las acciones. La interacción de estos ingredientes trajo como consecuencia las perturbaciones más raras e imprevisibles.

La situación con que el año 1931 comenzó no podía ser más desalentadora. Los valores ferroviarios que habían permanecido más o menos inmóviles, cayeron vertiginosamente por efecto de las dificultades de los Andaluces, la reducción de los beneficios en los Alicantes, los problemas de aumento de salarios al personal, etc... Este cúmulo de factores vino de repente a romper la leyenda de la imperturbabilidad de los Ferrocarriles, y la teoría de que no podían fallar por ser el valor más seguro. Fue consecuencia de su depreciación el paso a posiciones más relevantes de los valores de renta fija, sobre todo los municipales. Cuando el mercado comenzaba a rehacerse, e incluso cundía el optimismo, sobrevino la caída de la Monarquía. El acontecimiento tuvo una repercusión alentadora en el mercado bursátil (pese a que hubo baja de los fondos públicos), porque se confió por un momento en que el nuevo Gobierno corregiría la política económica de los anteriores. La quema de conventos en mayo de 1931 produjo penosísima impresión y frustró este optimismo inicial. El

malestar se prolongó hasta el otoño. En general, puede decirse que el movimiento bursátil estuvo modulado ese año por el problema monetario (con el acontecimiento máximo de la caída de la peseta) y el paro forzoso (400.000 parados). Bajaron las Ferroviarias y los valores industriales tenidos por típicamente inamovibles.

Los problemas de la Bolsa siguieron en 1932 centrados en las peligrosas fluctuaciones de la peseta (con su baja final). El proyecto de ley ferroviaria, que tendía a modificar el régimen de amortización de las obligaciones emitidas por las Compañías, determinó también la baja de valores. El período que se extiende hasta el estallido de la guerra civil, estuvo prácticamente condicionado por las vicisitudes políticas. El progresivo traspaso de servicios del Gobierno central al autónomo, no tuvo las benéficas consecuencias económicas esperadas aunque los valores de la Generalidad siempre fueron los mejor sostenidos. Se mantuvieron los industriales (CHADE, Energía Eléctrica de Cataluña, Catalana de Gas y Electricidad, Cros, las nacientes compañías constituidas para producir películas sonoras, etc.). De todas formas, la Bolsa llevaría hasta 1936 una vida precaria, subordinada a los vaivenes políticos internos y externos.

Al término de este rápido bosquejo externo, es lícito preguntarse si el material considerado permite la construcción de un análisis cuya validez dé lugar a aplicaciones instructivas, y de modo más concreto, si poseemos una plataforma suficiente para intentar acomodar este panorama de hechos a los esquemas cíclicos que su fluctuación hacia el alza y la baja, la euforia y el abatimiento, parece demandar.

Hemos de confesar, ante todo, que el experimento teórico de encajar estas páginas de la historia bursátil barcelonesa en el majestuoso aparato de unos ciclos tales como nos lo propone la teoría contemporánea, podrá redundar en el mejor caso en una creación de gabinete dotada de cierta vistosidad externa, pero su frialdad inhumana nos privará de extraer nociones aplicables a nuestro vivir cotidiano.

Por lo demás, las técnicas de buen número de maestros de la teoría de los ciclos se aplican primordialmente a períodos de breve duración, y por tanto resultarían violentadas si las obligásemos a dar sentencia sobre el amplio espacio que hemos

considerado. Así ocurre con los modelos teóricos de SAMUELSON y sus seguidores, e incluso con aquellos susceptibles de ser confrontados con series estadísticas más largas, como los de TINBERGEN y COLIN CLARK. Ni siquiera los métodos de HICKS, por eclécticos que resulten y más propicios a conciliar los factores de orden endógeno y exógeno, fusionando los elementos dinámicos del período corto de SAMUELSON con la teoría del crecimiento de HARROD, se prestan fácilmente al planteamiento de nuestro tema.

La escuela que nos parece más benévola a tal efecto es la de KALDOR<sup>16</sup>, en la cual se estiman como causa del desarrollo de los ciclos, las alteraciones de valores de las variables, y se permanece fiel a la teoría del equilibrio, la cual nos parece de aplicación más sencilla e instructiva a un cuadro de desarrollo incipiente como era el de la Barcelona del siglo pasado y principios del actual.

Nos complace también en el pensamiento de Kaldor la atención que dispensa a los aspectos cualitativos de la relación entre el ahorro y la inversión, los cuales son de excepcional relieve en una panorámica como la barcelonesa, teñida primordialmente por elementos de tipo psicológico y sociológico, ajenos a la pura mecánica económica. Tal es el matiz que distingue precisamente a la conocida diferenciación que formula este autor, secundando ideas de Hicks, entre los ritmos del mercado de obligaciones a largo plazo y el mercado de títulos a corto plazo, y la iluminadora definición del empréstito a largo plazo como combinación de un empréstito a corto plazo con una serie de transacciones reiteradas que van renovando y consolidando aquel acto.

Lo que ocurre, a los efectos de la Bolsa de Barcelona en la centuria que estamos examinando, es que, por curiosa paradoja, la función de las obligaciones a largo plazo estuvo aquí representada por las acciones de las sociedades industriales, las cuales fueron adquiridas por personas que les confiaban sus ahorros en la advertencia de que durante un período prolongado los mismos quedarían inmovilizados y retenidos por el proceso de

(16) Cfr. su artículo *Mr. Hicks on the trade cycle*, en «Economic Journal», 1951, p. 833-847. Igualmente J. R. HICKS: *A contribution to the theory of the trade cycle*, Oxford, 1951, y R. HARROD, *Towards a dynamic economy*, Londres, 1948. Son algo anteriores (1940) las *Conditions of economic progress*, de COLIN CLARK.

desarrollo de las industrias. En cambio, durante largos decenios los fondos públicos y los de sociedades de tipo financiero, cuyo agitado curso hemos examinado, representaron, en contra de su propia significación esencial, la función de inversiones a corto plazo, radicalmente coloreadas por un tinte especulador.

El mencionar tal palabra en el curso de estas consideraciones nos obliga a plantearnos por un minuto el encasillamiento que efectuamos del hecho de la especulación en la mecánica financiera de tal época. Secundando también a Kaldor, afirmamos que este factor constituye la causa y la determinación de la desigualdad entre ahorro e inversión que se ha traslucido constantemente en los fenómenos que hemos visto. El propio Kaldor tiene dicho: «Mientras persista una desigualdad entre ahorro e inversión, los stocks especuladores deben crecer sin tregua (o disminuir según el caso) y este proceso no puede continuar indefinidamente».

La especulación constituyó, pues, no solamente una enorme merma del caudal de ahorro que hubiera podido y debido aplicarse a una sana inversión, sino la causa determinante de que se produjesen las crisis que hemos considerado, porque evidentemente ninguna economía, y menos la barcelonesa de la época, contaba con riqueza suficiente para mantener una especulación devoradora e insaciable, y nutrir a la vez de ahorro, siquiera fuese en las proporciones mínimas, no ya al desarrollo sino ni siquiera al sustento del quehacer de base<sup>17</sup>.

(17) Tiene especial oportunidad en este punto, por encima de la diferencia de ocasión y de fecha, el pensamiento expresado en su discurso ante las Cortes del Reino, de 28 de julio de 1959, por el entonces Ministro de Hacienda, D. MARIANO NAVARRO RUBIO, hoy Gobernador del Banco de España, donde afirmó: «La economía tiene poco de nominalista. La economía se apoya en valores fundamentales, reales, concretos. Precisamente por eso, cuando se introduce en la economía algún elemento nominalista como el dinero o el crédito, existe como una especie de velo que impide ver el verdadero fondo del problema y hay quien maneja el dinero y el crédito como si fueran valores abstractos, como si no estuviesen sujetos a las leyes fundamentales que claramente se aprecian y se comprenden cuando se trata de los bienes físicos y reales que representan. Animados por las fuerzas operativas que tanto el dinero como el crédito tienen, existe una clara propensión a desorbitarlas y a pretender que a través de ellos se hagan milagros, los milagros que se pueden hacer cuando, descorrido el velo monetario o fiduciario, la realidad se

La palabra especulación, junto a su significado técnico estricto, está impregnada de unos juicios de carácter estimativo, muy propicios a desembocar en sentencias de pretensión moral. No caeremos en ellas. Señalaremos que la desorientación, el alucinamiento del público de antaño, estaban causados por dos grandes factores que no le son imputables en modo alguno: en primer término, la total ausencia de una información del inversionista, y de que este defecto ha llegado hasta nuestros días en mayor o menor grado es prueba la atención que le dedicó el Congreso de Inversión Mobiliaria, no ha mucho celebrado en Barcelona; y en segundo lugar, la falta de intermediarios financieros de la solvencia técnica y moral de las Cajas de Ahorros<sup>18</sup> y la Banca del día de hoy.

Un tercer factor podría aún añadirse: la escasez de una recompensa ordenada, medida y satisfactoria para el ahorro, escasez especialmente angustiosa en una época en que las gentes tenían todavía mayor fe en la posesión de numerario concreto que en la de fábricas y talleres, por no hablar ya de la participación accionaria en ellos.

De este problema, huelga mencionarlo, han llegado hasta nosotros secuelas y ecos lo bastante concretos para que las recientes disposiciones del Ministerio de Hacienda en tal materia se propongan ofrecer al ahorro estímulos y satisfacciones convincentes a fin de que tenga motivos para dejar de serlo, y con-

nos presenta tal como es, con la cantidad de bienes que realmente existen, con el trabajo que efectivamente se realiza, con las posibilidades que únicamente se presentan.»

(18) En su conferencia pronunciada el día 13 de mayo de 1963, en el II Ciclo de conferencias sobre temas de Inversión Bursátil, organizado por el Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de esta ciudad, Don LUIS CORONEL DE PALMA, director del Instituto de Crédito de las Cajas de Ahorro, señaló: «Las Cajas de Ahorro han mantenido siempre que la propiedad privada es la base material sobre la que se afirma en parte la personalidad humana. Creen que hay que estimular y crear una propiedad y de ahí que se haya invitado a los ciudadanos a depositar el ahorro, para formar un capital sobre el que construir una independencia económica, y esta independencia económica, que es proclamada por los Principios del Movimiento, viene a ser también soporte de una concepción política de la libertad del individuo asentada sobre la base de la propiedad individual.»

vertirse en un acto de consumo o de especulación, a la desesperada.

Junto a los sempiternos profesionales es importante e ilustrativo advertir que figuraron siempre, entre las filas de los especuladores bursátiles más atrevidos, indocumentados y audaces, los menestrales, los empleados, los pequeños ahorradores. ¿Qué financiero de altura se pilló los dedos comprando marcos alemanes después de la I Guerra Mundial? Lo propio puede predicarse de los movimientos especuladores más antiguos que hemos examinado. De aquí, se deduce una coincidencia casi exacta de origen y protagonistas entre especulación y ahorro, y un distanciamiento penoso, perjudicial hasta lo extremo, entre la gran industria y el público, que sólo en los últimos lustros se ha corregido en notable medida.

Determinadas estas posturas del público, la moraleja que puede deducirse es tan obvia que no procede extenderse en ponderarla, como tampoco sería tolerable que me permitiese cerrar estas consideraciones descriptivas con otras de carácter programático que están totalmente fuera de mi capacidad, y que se saldrían abusivamente de la única intención que me ha estimulado a la audacia de fatigar tanto su atención: es decir, el propósito sucinto de ofrecer a esta Academia mi primera prueba de una humilde voluntad de pesquisa y estudio que, con vuestra aleccionadora compañía, dará acaso en el curso de los años frutos más estimables.



# DISCURSO DE CONTESTACION

POR EL ACADÉMICO NUMERARIO

ILMO. SR. DON JUAN DE ARTEAGA Y PIET  
MARQUÉS DE LA VEGA-INCLÁN



Excmo. Sr. Presidente,  
Excmos. e Ilmos. Señores,  
Ilmos. Sres. Académicos,  
Señoras y Señores:

Hoy me cabe el gran honor de dar la bienvenida en nombre de la Real Academia, contestando a su discurso de recepción, al que por voto unánime hemos llamado a nuestro seno. Se aúnan en este acto dos sentimientos dispares, el tema bursátil, tema de mi profesión, de mi cotidiano quehacer, y el hecho de que junto a la personalidad científica del nuevo Académico, encuentre al amigo entrañable.

Llega el Ilmo. Sr. Don Pedro Voltes Bou a nuestra Real Academia en la edad idónea, en aquel «mezzo del camin della vita» señalado por los cuarenta años, jalón que dentro de una trayectoria creadora normal, permite equilibrar y compensar los recuerdos con las esperanzas, las fatigas y los servicios pretéritos con las ilusiones y los proyectos del futuro. Dentro de estos años han sido ya bastantes los que hemos pasado en comunidad, viviendo con apasionamiento el desarrollo en España del ideal de la unidad europea y el crecimiento de las instituciones dedicadas a fomentarlo. Esta empresa, en la cual me ha cabido tener participación precursora de logros posteriores, contó desde hora muy temprana con la predilección y la colaboración del Dr. Voltes, y esta circunstancia me permite distinguir en él, una de las

facetas características de su personalidad y aquélla de la cual nuestra corporación podrá sacar más provecho.

Quiero decir que si el legado europeo y el ideal de robustecerlo y actualizarlo postula de suyo una armonía, una serenidad, una amplitud de miras y propósitos, convendremos todos en que sus devotos aspiramos a la consecución de estas virtudes, y de haber adelantado gran trecho en ella, es ejemplo nuestro nuevo compañero, cuya figura y biografía me sería difícil resumir en unas etiquetas concretas, como propias de un casillero rígido. Su llamada al seno de esta Real Academia, obedece evidentemente a la excelencia de sus trabajos en el ámbito de la Historia Económica, y precisamente la adopción de esta línea de estudios, demanda y acredita la anchura enorme, no sólo de documentación, sino de disposición mental proyectada a la vez hacia los enigmas y oscuridades del pasado y las inquietudes y apetencias del mundo contemporáneo.

Hoy entra en nuestra Real Academia un gran investigador, un infatigable y riguroso historiador de la economía, discípulo aventajado de los llorados maestros Vicens Vives y Torres Martínez.

En virtud de esta ambición de captarlo de modo en extenso, nuestro compañero no se contentó con adueñarse de los ya copiosos conocimientos y aptitudes que engendra el haber llegado al Doctorado en Filosofía y Letras, que obtuvo en 1952 en Madrid con la calificación de Sobresaliente, sino que inmediatamente después se propuso agregar a su instrumental científico el deparado por un nuevo Doctorado, el de Derecho, que obtendría en nuestra Universidad en 1957, con la máxima calificación, como aquél, bajo los auspicios de otro inolvidable maestro y amigo, igualmente desaparecido para tristeza de la ciencia española, Don Manuel Ballbé. Y al propio tiempo, llevado por una insaciable sed de saber y un fogoso amor a la Universidad, cursaría en la capital la Licenciatura en Ciencias Políticas y Económicas, que termina en 1957, familiarizándose con las técnicas de la sociología y la economía. Estos esfuerzos, amparados con becas y pensiones ganadas en reñidos concursos, se compaginarían con su función docente en la Universidad barcelonesa, desarrollada ininterrumpidamente desde 1948 hasta el día de hoy, y en el curso de la cual le cupo profesar en la sección de Histo-

ria de la Facultad de Letras durante varios años la asignatura de Historia Económica y Social.

También es miembro del Consejo Superior de Investigaciones Científicas, adscrito desde hace años al Centro de Estudios Económicos Jurídicos y Sociales que preside el Excmo. Don Pedro Gual Villalbí. Está inscrito en el Colegio de Abogados de Barcelona, que le otorgó al terminar la carrera el Premio «Durán y Bas» de Licenciatura y es Traductor Intérprete Jurado de los Tribunales de Barcelona. Ha sido profesor de Derecho y de Sociología en la extinguida Escuela Oficial de Periodismo de Barcelona, y de Economía en la actual Escuela Superior Politécnica de Publicidad.

Pedagogo nato, escritor de finas cualidades que sería intempestivo yo ponderase, en quien deja como estela docenas de libros y centenares de monografías y artículos en revistas científicas, ha sentido siempre vivamente el Ilmo. Sr. Don Pedro Voltes Bou la impaciencia de ser útil a la colectividad ofreciéndole, con ritmo incansable, con auténtica prisa de aportar materiales a la cultura comunitaria, una serie de estudios que iluminan extensos períodos de nuestra Historia. A él se debe, mediante su monografía en dos tomos sobre Barcelona bajo el dominio del Archiduque Carlos de Austria, noticia definitiva y reveladora de los complejos procesos político-sociales implicados en la Guerra de Sucesión; a él se debe una biografía no menos aleccionadora del Rey Carlos III; a sus trabajos en el Archivo del Estado de Viena, la edición en dos tomos de un repertorio de los documentos de tema español que allí figuran; en suma, para concretarnos a las especialidades más estrictas de nuestra Real Academia, a él se deben sendos estudios: «La Banca Barcelonesa de 1840 a 1920», Ayuntamiento de Barcelona, 1963 y «Las Cajas de Ahorros barcelonesas», Caja de Ahorros Provincial, 1964, que dejan definitivamente planteada toda la información disponible en la materia, para provecho de quienes trabajamos en el ámbito financiero y para ilustración del público en general, anheloso de conocer procesos hasta hoy nebulosos e ignotos.

Quisiera destacar también en este acto, además, otras publicaciones:

*La estructura social como fundamento de Derecho*, extracto

de la tesis doctoral presentada a la Facultad de Derecho y editado por la Universidad de Barcelona, 1957.

*Consideraciones sobre los laudemios en Cataluña y especialmente en la ciudad de Barcelona*, publicado en la «Revista General de Derecho» de Valencia, 1957.

*Romanticismo y Economía*, publicado en la revista «San Jorge», 1958.

*Aproximación ontológica al concepto de estructura social en «Estudios Filosóficos»*, Revista de los PP. Dominicos, en 1958.

*Catálogo del fondo comercial del Instituto municipal de Historia*, Ayuntamiento de Barcelona, 1961.

*La Banca barcelonesa de 1840 a 1920*, Barcelona, 1964.

*Documentos referentes a los Cónsules de Ultramar y al Consulado del Mar*, 1964.

Es también colaborador frecuente en la «Revista de Economía Política», de Madrid, y autor de trabajos de divulgación, como por ejemplo, *Catalunya i la llibertat de comerç amb Amèrica*, editada en 1964.

Esta masa enorme de estudios y tareas, tienen por paralelo las desarrolladas desde hace doce años en el Instituto municipal de Historia de la ciudad, del cual es Director desde hace un decenio. La venerable Casa del Arcediano, relicario del pretérito barcelonés, ha redoblado su dinamismo, su vibración y sobre todo su proyección hacia la utilidad pública, desde aquella época y el Ilmo. Sr. Don Pedro Voltes Bou se ha esforzado en la labor callada de preparar catálogos y repertorios de las series conservadas en ella, revalorizando especialmente las de contenido económico y social. Señalaré también, por su interés para nuestros estudios, los catálogos de la hemeroteca de la misma, de la sección comercial, y de los papeles del antiguo Consulado del Mar y de los cónsules de Barcelona en Ultramar, tesoros documentales cuya trascendencia queda enunciada con su sola mención.

Desde hace lustros, semejantes desvelos han merecido galardones y premios que nuestro recipiendario ha convertido en acicate para comenzar nuevas tareas: nuestro Gobierno le distinguió hace doce años con la Encomienda de Alfonso el Sabio; el de Francia, con las Palmas Académicas; el de Italia, con la Orden del Mérito de la República y la Medalla Cultural de

Plata. La Real Academia de la Historia le otorgó en 1952, el Premio «Fermín Caballero» al Talento, y hace unos años le llamaría a su seno en calidad de correspondiente. La Presidencia del Gobierno le distinguiría con uno de los premios «Virgen del Carmen» y el Consejo Superior de Investigaciones Científicas le ha concedido este año el Premio «Juan Sebastián Elcano». Ha sido pensionado en varias ocasiones por la Fundación Juan March. ¿Hará falta añadir que en los archivos de París, Londres, Milán, Viena, Alemania, Holanda y Portugal, su figura es tan conocida y estimada como aquí, y que en aquellas ciudades ha pronunciado conferencias, participado en congresos, efectuado estudios sustancialmente entrañados en la Historia española?

Cumplida la exigencia protocolaria, en este caso innecesaria por ser de todos conocida la personalidad del nuevo académico, penetremos brevemente en su magnífico discurso, «Contenido y enseñanzas de un siglo de Historia bursátil barcelonesa».

Estudia con todo detalle el proceso bursátil desde 1844 hasta nuestra Guerra de Liberación, no sólo como un gráfico de dientes de sierra o como un estudio cíclico de la coyuntura, sino que profundiza también en el sentido económico del tipo de interés, su influencia en el mercado de valores y la propensión a la liquidez. Arranca de esta «primera etapa daurada», tal como la calificó el doctor Vicens Vives, de las finanzas catalanas de los años 1843-47, destacando como en tal período, el volumen de capitales dedicados a la fundación de sociedades, ascendió a 430 millones de reales, mientras en el decenio anterior, lo dedicado a los mismos fines fue de 35 millones.

La primera de estas crisis aparece en 1857, coincidiendo con la guerra de Crimea. Nuestro nuevo académico en su discurso nos advierte que «las empresas sólidas resistieron este golpe con quebranto, cierto es, pero sin crisis grave, más las constituidas sobre bases puramente especulativas, como eran muchas de seguros marítimos, fueron barridas por aquel huracán. En junio siguiente hubo veinte quiebras en Barcelona. Las pérdidas provocadas por la baja se estimaron en unos seis millones de duros».

Poco después estudia minuciosamente las primeras medidas de política monetaria aplicadas en 1857 y 1861 para corregir estas crisis bursátiles, por un lado con el tipo de interés legal del dinero y en segundo lugar con la Deuda Pública. También des-

taca con amplitud la política fiscal de 1866 con vivo aumento de la presión tributaria que coincide con la crisis bursátil del mismo año, así como con el desarrollo extraordinario de las emisiones de Deuda Pública, con lo cual la Deuda en circulación se situó en 1868-69 en el nivel más alto conocido hasta entonces de 6.665 millones.

Destaca de una manera detallada la posición del bolsista barcelonés del pasado siglo en Deuda Pública: «Tendremos que sorprendernos en el curso de esta exposición de que el ahorro barcelonés profesase mayor confianza en el zarandeado crédito del Estado de la época que en el que le ofrecían las empresas industriales de la propia ciudad, punto éste que estimamos cardinal para la interpretación de las vicisitudes bursátiles que contemplamos». No ha de extrañarnos esta postura si consideramos el número reducido de valores privados admitidos a la cotización en aquel tiempo, prevaleciendo pues, los fondos públicos.

Hemos tomado este primer ciclo como ejemplo de los muchos que analiza el Dr. Voltes a lo largo de su discurso. Variarán los detalles, las cifras serán más abultadas como consecuencia del progreso económico, pero las consecuencias que podemos sacar serán las mismas.

Entrado el siglo actual, estudia la cuenta corriente de efectos o valores de la Banca catalana, que encontrando fáciles ganancias en esta clase de cuentas, olvidó su verdadero cometido de Banca mixta, o de crédito y descuento, abandonando estas actividades a la Banca nacional, que prestando más directo apoyo a los problemas de financiación de la industria y comercio catalán, fue adquiriendo cada vez más fuerza en el campo regional desplazando a la Banca local.

La especulación en Bolsa es algo tan antiguo como la propia institución. El primer libro de técnica bursátil se escribió en castellano, por el español JOSÉ DE LA VEGA, nacido en 1650 en Espejo (Córdoba), y muerto en Amberes el 13 de Noviembre de 1692. El año 1688 publicó en Amsterdam su gran obra, *Confusión de Confusiones. Diálogos curiosos, su realidad, su juego y su enredo*. Vega distinguía ya entre los accionistas que buscan una colocación de su capital y aquellos otros que se proponen sencillamente comprar acciones para volverlas a vender a mayor pre-

cio o para especular con ellas en Bolsa. Los primeros los designa como «príncipes de renta», a los que importa poco que valgan más o menos las acciones porque su intento no es venderlas, sino ir cogiendo el fruto. De los segundos dice que tratan este negocio como mercaderes, o bien compran una parte de las acciones para volver a venderlas en más precio más tarde, o bien las compran con dinero al contado y las vuelven a vender en el propio instante a tiempo largo, contentándose con el interés que les granjea el desembolso.

Si juzgamos la Bolsa simplemente por lo que nos dice la historia olvidando el pensamiento de su tiempo y sólo ateniéndonos en lo puramente anecdótico, estaríamos muy equivocados.

La Bolsa no es esa casa de juego que se gozan en presentar aquellos que no la conocen y en particular cierta literatura ochocentista. Es cierto que cuando el profano toma contacto por primera vez con la Bolsa puede quedar deslumbrado por su apariencia de desorden anárquico y anacrónico. También es cierto, que ciertos especuladores ven en ella terreno propicio para sus operaciones. También tenemos que distinguir: hay los especuladores que observan (*speculari* quiere decir observar) y toman sus decisiones. Estos participan en la vida misma del mercado. Puede haber en el rebaño algún garbanzo negro, como se encuentran en todas las corporaciones. Estos operan al margen de la ley y de la honestidad. Pero el gran ejército de los titulares de valores mobiliarios está compuesto por gentes de buena fe, pequeños burgueses, comerciantes, agricultores, profesionales, obreros y artesanos que trabajando a lo largo del tiempo, han ahorrado pensando en su futuro o en el de sus hijos. Los soldados de este ejército han financiado desde hace más de un siglo la industrialización actual.

Mucho se ha discutido el papel que representa en Bolsa el especulador. El especulador profesional es un elemento esencial en un mercado de valores, ya que contribuye a dar agilidad del mercado ensanchando su liquidez. FRITZ MACHLUP nos dice: «La especulación profesional en valores crea lo que podríamos denominar un fondo de reserva que permite en cualquier momento una igualación más fácil de la oferta y de la demanda, e impide fluctuaciones amplias en los precios de los valores, motivadas por circunstancias fortuitas. Sin este «fondo para valo-

res ocasionales» es improbable que todos los accionistas que desearan realizar sus labores hallaran inversores dispuestos a adquirirlos precisamente en el momento deseado»<sup>1</sup>.

La especulación en acciones asigna al riesgo una especial función económica. Puede afirmarse que por un efecto igualador sobre los precios, esta clase de especulación asume una parte de la incertidumbre y del riesgo que, de otro modo, debería soportar el público. Es lógico que el especulador busque un beneficio del hecho de que sus previsiones sean anteriores y mejores que las del público en general, compra para vender cuando éste quiera adquirir y viceversa. Al anticiparse al mercado, el especulador profesional puede ejercer un efecto moderador sobre los precios de los valores, distribuyendo la variación de los mismos a lo largo de un período mayor y compensando, en cierto grado, los actos irregulares del público. No quiere esto decir que tenga el don de la adivinación; pero el especulador profesional, como dice JOHN MAYNARD KEYNES, utiliza su energía y habilidad, no en corregir los errores de los ignorantes, sino en «prever los cambios de la base convencional de valoración un poco antes que el público». Por ello, el especulador profesional tiene por objetivo «ganar la delantera» o «ser más listo que los demás»; tiene que dedicar su inteligencia a «prever lo que la opinión media crea que será en el futuro la opinión media»<sup>2</sup>. La afirmación de que la Bolsa impide fluctuaciones anormales de los precios es cierta en el sentido de que los especuladores profesionales están siempre dispuestos a comprar a un precio sólo ligeramente inferior al que se considera normal en un momento dado.

Para que el funcionamiento de una Bolsa sea sano e impedir que la especulación sea un ágio, es necesario una mayor información en cantidad y calidad, para que todo el mundo pueda actuar en ella con igualdad de oportunidades destronando el mito y desvelando el misterio con que se ha querido rodear a la Bolsa.

Cuando se expone el proceso histórico de una época bursátil, como en el caso de hoy de una manera rigurosa y detallada, el

(1) FRITZ MACHLUP: *The Stock Market, Credit and Capital Formation* (Londres y Nueva York, William Hodge and Co, Inc. 1940, página 23).

(2) J. M. KEYNES: *Teoría General de la ocupación, del interés y el dinero*. Méjico, Fondo de Cultura Económica, págs. 153 y siguientes.

romántico siglo XIX, no podemos por menos de recordar los mitos y paradojas que envolvían a la Bolsa creando la sorpresa y el confusiónismo. Como ha dicho muy acertadamente el profesor Don FABIÁN ESTAPÉ: «Se ha pretendido a veces, de manera sofisticada, defender las confusiones, los tópicos, las ideas que no corresponden a la realidad, diciendo que, aún cuando se sepa que algo no es cierto, puede ser útil, socialmente hablando, si contribuye eficazmente al funcionamiento de una institución o de un mecanismo del sistema. Creo que en la etapa actual de la economía española esto es absolutamente falso; ninguna institución debe recurrir a la supervivencia de mitos y paradojas para seguir usufructuando una cierta vitalidad. La institución, las funciones que debe realizar, serán o no adecuadas; si no lo son, entonces nos hallamos precisamente en el momento en que se debe prescindir de ese punto de apoyo extraño y nocivo que es el tópico o el mito»<sup>1</sup>.

La Bolsa actual es muy distinta de la del siglo pasado que hemos contemplado. La institución ha tenido que adaptarse a los nuevos tiempos. La exigencia de una mayor y mejor información, obliga a las Bolsas a revisar su política anterior. Hoy las exigencias de admisión a la cotización oficial son mucho más estrictas. Se discute la conveniencia de si las Bolsas pueden llegar a ser jueces, no ya en el sentido de si las Sociedades que solicitan la inclusión en la cotización están debidamente constituidas desde el punto de vista jurídico, sino que se llega a pedir que las Juntas Sindicales se pronuncien además sobre la calidad y solvencia económica de las mismas. Lo que todo el mundo está de acuerdo es en la necesidad de una mayor exigencia de información a las Sociedades, no sólo al admitirse a la cotización, sino también para permanecer en la misma.

Recientemente hemos pasado del derecho a la información que tienen los accionistas de una Sociedad, que reconoce nuestra Ley de Anónimas, al concepto más general y más amplio, de acuerdo con las necesidades de nuestro tiempo, de un deber de información. Nuestro querido compañero de la Real Academia,

(3) FABIÁN ESTAPÉ: *Presente y futuro de la Bolsa de Valores*, conferencia pronunciada el 7 de junio de 1962. Boletín Financiero del Servicio de Estudios e Información. Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona. Número extraordinario, XII. 1962.

el Profesor Don ANTONIO POLO, ha dicho: «Cuando la Sociedad lleva sus títulos a la Bolsa, cuando hace llamamiento al ahorro para a través de él alcanzar su financiación, resulta extraordinariamente difícil considerar la Sociedad por acciones como un negocio exclusivamente propio de aquellas personas que en un momento determinado resultan ser accionistas. La continua y constante renovación del grupo de accionistas no consiente, apenas, establecer distinción alguna, desde este punto de vista, entre accionistas actuales y accionistas futuros de la Sociedad. Por ello, el titular del derecho de información ya no debe ser quien en un momento o circunstancia determinada sea accionista de la Sociedad, sino ese conjunto indeterminado que integran el inversor actual y el inversor futuro»<sup>4</sup>.

El docto trabajo de nuestro recipiendario nos ha llevado a estas breves consideraciones. Finalmente quiero de nuevo felicitar al Ilmo. Sr. Don Pedro Voltes Bou, y con ello felicitarnos todos por la incorporación a esta Real Academia de una figura de tan gran valor científico y además, de una personalidad modesta, afable, anhelosa de servicio y de eficacia, desentendida de todo postulado y agrupación que no predique primordialmente esta entrega del estudioso al beneficio de la colectividad, cultivadora fervorosa de aquellos ideales de gentileza que antaño parecían acompañamiento ineludible del refinamiento del espíritu. Tal como acontece con los demás electos en la misma sesión corporativa, la Real Academia va a enriquecerse no sólo con unos prestigios de primera jerarquía nacional, sino también con unos amigos gratos que darán todavía mayor sustancia cordial a nuestra convivencia.

(4) Dr. D. ANTONIO POLO: *Ante una nueva reforma de la Sociedad Anónima*. Universidad de Barcelona, discurso inaugural del año académico 1965-66, pág. 217.



