

## Resumen

Discutimos qué evidencia se puede presentar sobre ciclos económicos para la economía española desde finales del siglo XVIII hasta la actualidad, y cómo tratarla adecuadamente para captar las fluctuaciones de carácter cíclico con datos de frecuencia anual. Presentamos una serie de ciclos, agrupados en seis ciclos largos, en general de unos cuarenta/cincuenta años de duración. Los ciclos largos cubren de 1792 a 1842 (escasez monetaria y hundimiento imperial), de 1842 a 1887 (construcción ferroviaria y acoplamiento a la economía internacional), de 1887 a 1936/1938 (desacoplamiento de la economía internacional), de 1936/1938 a 1953 (fuera de la economía internacional: guerras y autarquía), de 1953 a 1993 (reincorporación a la economía internacional y peseta débil), y de 1993 a 2020 (abundancia financiera en la globalización y la digitalización). Identificamos entre veintitrés y veintisiete ciclos económicos, de entre cuatro y veinte años, pero normalmente en torno a nueve años, y describimos sus características más sobresalientes. Concluimos afirmando la falta de cualquier pauta recurrente, pero la existencia de un mecanismo de crecimiento basado en fluctuaciones cíclicas.

*Palabras clave:* ciclos económicos, fluctuaciones económicas, historia económica, España contemporánea, España, 1788-2020.

## Abstract

We discuss what evidence does it exist on the business cycles of the modern Spanish economy, from the late eighteenth century until nowadays, and how should we capture economic fluctuations of cyclical nature with yearly data. We display a series of cycles, starting with long cycles, usually of some forty to fifty years long: 1792 to 1842 (monetary scarcity/shortage of money and imperial collapse), 1842 to 1887 (railway building and coupling to the international economy), 1887 to 1936/38 (decoupling from the international economy), 1936/38 to 1953 (out of the international economy: wars and autarky), 1953 to 1993 (reintegration into the international economy and weak peseta), and from 1993 to 2020 (financial plethora during globalization and digitalization). We identify some twenty three/twenty seven business cycles ranging from four to twenty years long but typically around nine years, and we describe their most essential features. We conclude asserting the lack of any fundamental pattern, but the existence of a fluctuating, cyclical based, growth mechanism.

*Keywords:* business cycles, economic fluctuations, economic history, modern Spain, Spain, 1788-2020.

*JEL classification:* E32, N10, N13, N14.

# LOS CICLOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Albert CARRERAS

Xavier TAFUNELL

Universitat Pompeu Fabra

La petición de preparar un artículo sobre «los ciclos de la economía española» nos devolvió, a los dos coautores, a muchos años atrás (véase Carreras, 1985; Tafunell, 1985; 1989). La percepción de las fluctuaciones de la inversión y las finanzas y su comprensión como componente cíclico del devenir de la actividad económica nos interesó sobremanera desde el inicio de nuestra trayectoria investigadora y ha seguido cautivándonos. La coincidencia de intereses intelectuales nos animó a una cooperación académica, uno de cuyos frutos ha sido la redacción de una historia económica de la España contemporánea basada en la sensibilidad temporal, que es otra manera de decir en la sensibilidad hacia el componente cíclico de la evolución económica (Carreras y Tafunell, 2003). Hemos ido transformando y actualizando esa síntesis, intentando permanecer fieles a la tensión entre el largo plazo –el crecimiento, lo más importante– y el corto plazo –los ciclos, lo más urgente– (Carreras y Tafunell, 2010; 2018), vistos siempre en una perspectiva comparada con la Europa occidental.

La problemática del ciclo ha ido perdiendo importancia en historia económica por razones parecidas a las de su declive en economía. No es que el concepto de ciclo haya desaparecido. No solo no ha desaparecido, sino que ha habido innovaciones teóricas y estadísticas importantes para comprenderlo y endoge-

neizarlo en los modelos teóricos. Robert Lucas introdujo el concepto de ciclos causados por perturbaciones monetarias (Lucas, 1977). Kydland y Prescott ampliaron la causalidad a perturbaciones tecnológicas aleatorias (considerando «tecnológicas» en un sentido muy amplio, como perturbaciones de oferta), y lo designaron como ciclo económico real (*real business cycle*, *RBC*, por sus siglas en inglés) (Kydland y Prescott, 1982). Pero el *RBC* era ese ruido molesto que afeaba la continuidad del crecimiento y que ponía en duda que los mercados estuvieran permanentemente en equilibrio, muy particularmente el mercado de trabajo. No nos debe extrañar que fuera el mismo Prescott quien avanzara en el desarrollo de filtros (el Hodrick-Prescott siendo el más famoso y utilizado) para eliminar la componente cíclica de las series económicas y poder identificar la tendencia y concentrarse en ella y en las desviaciones respecto a la misma (Hodrick y Prescott, 1980). De nuevo, es una manera de reafirmar que el ciclo es una molestia, un ruido, pero que es inofensivo.

La Gran Recesión ha obligado a volver a poner la atención sobre la posible existencia de movimientos que parecen cíclicos y que quizá lo sean. En cualquier caso, no han sido ni previstos ni explicados y sí que parecen peligrosos.

En lo que sigue intentaremos dibujar un panorama, inevita-

blemente superficial, de lo que sabemos sobre los ciclos de la economía española, focalizándonos en la evidencia disponible, en la identificación de los ciclos y en las interpretaciones comúnmente aceptadas de sus causas. Podemos pecar de subjetivismo en nuestra interpretación, pero será involuntario o inevitable por la propia naturaleza del objeto de estudio.

## I. FUENTES, CONCEPTOS Y MÉTODOS

Además de los abundantes materiales estadísticos recopilados en los anexos de los libros mencionados en el primer párrafo, y el material gráfico reproducido a lo largo de esos mismos libros, en todo lo que sigue hemos dependido de las series del PIB y de sus componentes compiladas por Prados de la Escosura (2003; 2017) y actualmente disponibles y actualizadas en línea (1). También hemos recurrido al trabajo coautorado por él junto a Álvarez Nogal, que ha proporcionado las primeras estimaciones anuales, seriadas, del producto per cápita de los territorios hispánicos desde 1270 hasta 1850 (Álvarez Nogal y Prados de la Escosura, 2013) y a una nueva estimación que mejora, unifica y amplía la anterior, incluyendo población y producto total (Prados de la Escosura, Álvarez Nogal y Santiago-Caballero, 2020). Para antes de 1850 hemos recurrido asimismo a las series disponibles o referenciadas en las *Estadísticas históricas de España* (Carreras y Tafunell, 2005).

Asociamos el ciclo económico con las fluctuaciones bastante regulares de las economías industriales y posindustriales.

Hay amplia literatura al respecto por parte de los padres fundadores del mismo concepto de ciclo económico –en inglés definido como *business cycle*– (Schumpeter, 1939). Parte de la literatura es sobre la identificación y medición del ciclo, y otra parte es sobre su lógica, si existe. Acerca de la identificación y medición, debemos recordar que los ciclos entran en la literatura económica más de la mano de estadísticos –de observadores con mentalidad cuantitativa– que de teóricos. De aquí ha venido parte de su vulnerabilidad teórica. Todas las investigaciones han tendido a refutar la existencia de pautas regularmente cíclicas, o cíclicas propiamente (matemáticamente) dichas. Pero aunque nadie cree en la regularidad del ciclo, todo el mundo observa su recurrencia. De ahí ha surgido una preferencia por tratar de «fluctuaciones» más que de ciclos.

Los esfuerzos de identificación y medida dieron su sentido primigenio al National Bureau of Economic Research (NBER) que tuvo entre sus primeros trabajos de referencia el de Burns y Mitchell (1946), que fijaron la pauta de medición de los ciclos, y que posteriormente dio lugar a la responsabilidad de identificar los ciclos de la economía estadounidense, responsabilidad que sigue plenamente vigente (2). El NBER, también definió las cuatro etapas características de todo ciclo, entendiéndolo siempre sin dogmatismo, o sea como la sucesión de períodos de expansión y de contracción. La expansión sería la primera etapa, que va seguida de la crisis, que suele ser inmediatamente sucesiva al punto álgido de la expansión. A la crisis le sigue la contracción o recesión. Finalmente, el ciclo se

completa con la recuperación. Obviamente, recuperación y expansión son un *continuum* de crecimiento, pero que distinguimos en función de la tendencia histórica.

Progresivamente, se ha mantenido la denominación de «ciclo» dando por supuesto que no eran verdaderos ciclos. De hecho, cuando algún economista subraya que va a tratar de «ciclos» podemos presumir que va a presentar alguna nueva crítica a su carácter cíclico o incluso recurrente. Es lo que se produjo con los *real business cycles* que, de facto, diagnosticaban la muerte del ciclo económico. Tuvieron un largo «ciclo» de gloria, con una buena cosecha de galardonados con el Premio Nobel de Economía. El descrédito del ciclo, que llevó a un importante abandono de su estudio, provocó, en cambio, la multiplicación de investigaciones cuando la crisis de 2008 –la Gran Recesión– devolvió intensa actualidad al ciclo y a las crisis económicas.

Las crisis económicas han sido el otro ángulo de enfoque de las fluctuaciones recurrentes de la vida económica. La bibliografía sobre crisis es más amplia que la que trata de ciclos. Las crisis económicas y financieras son indiscutibles. No hace falta predicar regularidades para confirmar su existencia. Son un rasgo recurrente, aunque sin periodicidad, del desenvolvimiento de la actividad económica. Por su dramatismo han atraído mucha atención. Al producirse en economías muy interconectadas sus efectos se dejan sentir en todo el mundo. Hay una bibliografía especializada en las crisis, que suele resultar tan o más atractiva que la de los ciclos (3). Cada crisis genera una explosión de investigación

y de necesidad de comparación histórica (4).

Los fundamentos financieros del ciclo han permitido un tratamiento más evolutivo, que se va consolidando como una explicación que da continuidad al ciclo de las economías agrarias avanzadas, que son ya economías de orientación comercial y financiera. En pocas palabras: la economía británica del siglo XVIII, antes de la misma revolución industrial. Disponemos ahora de una excelente panorámica de esta fase formativa del ciclo económico (Craig y Fisher, 2000; Craig y García-Iglesias, 2010).

Ciertamente, las fluctuaciones de las economías agrarias encajan mal con explicaciones cíclicas, lo cual no significa que no existan oscilaciones de apariencia cíclica en las series históricas de las economías preindustriales. Solemos descartar su carácter cíclico por la innegable erraticidad de las fluctuaciones de las grandes cosechas. Todas las series de carácter decimal o fiscal, y las documentaciones de origen monástico u hospitalario, coinciden en mostrar cuán variable e irregular fue el producto agrario, sin que se le pueda atribuir ciclicidad —ni recurrencias, ni pautas—. Son oscilaciones irregulares —aleatorias— en torno a una media. Afectan a todas las series de producto físico y a las de precios de bienes. No así a las de salarios nominales, que suelen ser muy estables (5).

El contraste del peso de las oscilaciones erráticas frente al de las recurrentes podría ser un buen indicador de modernización económica. Lo veremos más adelante. La emergencia del sector industrial y el despliegue de la inversión son dos fenómenos

que van siempre asociados a la recurrencia cíclica. Comparten una mayor necesidad de financiación que estimula la aparición de empresas y entidades financieras, que suelen ser las más proclives a comportamientos cíclicos. Los indicadores de producto industrial, de formación bruta de capital fijo, de constitución de sociedades, de rentabilidad empresarial, de actividad y valor de los mercados bursátiles, de tipos de interés, de oferta monetaria, etcétera, han sido siempre investigados para hallar evidencia de comportamientos cíclicos. Haremos lo mismo en diversos momentos de nuestra exposición.

Una decisión crucial en la medición de ciclos será qué aproximación estadística tomar. Ha habido una sucesión de estrategias dominantes. En primer lugar, la observación directa de las series. Han llamado la atención como cíclicas series que transmitían esa impresión a simple observación ocular. El esquema cíclico de Schumpeter (ciclos Kondratieff, tecnológicos; Juglar, de la inversión, y Kitchin, de los inventarios), enriquecido por Kuznets (1930) con sus ciclos de la construcción, se basaba en variables, como los precios, que en el siglo XIX eran muy estables secularmente y presentaban oscilaciones más o menos largas, más o menos cíclicas. En segundo lugar, y con el ánimo de eliminar las fluctuaciones más erráticas que se suponían ausentes de significación cíclica, aparecieron las medias móviles. Estas han gozado de buena salud en los estudios del ciclo económico. En tercer lugar, surgieron las desviaciones respecto a las medias móviles. Si la media móvil alisa la serie, las desviaciones sobre la misma deben capturar

su significado cíclico. Mucho se ha hecho con esta aproximación. Como procedimiento alisador las medias móviles han sido muy criticadas y han emergido en su lugar las tendencias estimadas por rectas de regresión, bien sea sobre valores observados o sobre sus logaritmos. Las desviaciones sobre tendencias seculares han sido apreciadas por numerosos autores como mejores señales de ciclicidad (Ritschl y Strauman, 2010; Prados de la Escosura, 2003; 2017). Se ha ido pasando de la ciclicidad de la serie a la ciclicidad de los residuos de la serie extraída su tendencia. Por último, se ha valorizado lo que podría haber parecido hace alguna generación como la apoteosis de lo anticíclico: las primeras diferencias (las variaciones interanuales de las variables consideradas). El grueso de estudios que aspiran a tomarse en serio la existencia de pautas de recurrencia se sienten estadísticamente obligados a hacerlo partiendo de las primeras diferencias de las series que estudian. Toda la familia de filtros estadísticos creados para eliminar la componente cíclica de las series utiliza las primeras diferencias. Son la prueba más exigente. Si se supera, es la más convincente. Ahora bien, el movimiento ha sido algo pendular, y los filtros del tipo Hodrick-Prescott, aún recurriendo a las primeras diferencias, han sido, en todas sus variantes, más herederos de las medias móviles que de las rectas de tendencia. Han sido criticados por justificar estadísticamente las grandes crisis, como las del petróleo o las financieras, minimizando así la importancia de las desviaciones respecto a la tendencia del PIB, y maximizando el carácter de ajuste automático de los mercados de trabajo y financieros.

Hemos dejado para el final de nuestras breves reflexiones metodológicas mencionar qué convención seguiremos para identificar los ciclos. Básicamente, hay dos convenciones: de máximo a máximo o de mínimo a mínimo. El momento más vistoso del ciclo es su máximo que, por definición, es el punto de inflexión de la serie. De cara a capturar los puntos de inflexión o las divisorias más características de la evolución de una economía, esos puntos de inflexión, *turning points* o *downturns*, son muy atractivos. Corresponden a crisis económicas. Pero para caracterizar el ciclo parece más relevante definirlo entre dos puntos mínimos sucesivos. Así captamos en su plenitud el auténtico ciclo, eso es, la expansión, la crisis, la recesión y la recuperación de un conjunto de actividades que son las protagonistas del ciclo. Los ciclos medidos entre mínimos nos resultarán más apropiados cuando queramos definir el contenido físico (en el sentido de formación bruta de capital fijo –FBCF–) y las causas de cada ciclo. Ello nos llevará a buscar variables explicativas que puedan ser relevantes. Inevitablemente, las encontraremos entre aquellas variables que mejor describen las fuerzas motrices del ciclo económico.

En esta opción por ciclos medidos de mínimo a mínimo nos diferenciamos de la cronología de ciclos planteada por Prados de la Escosura (2003; 2017) y otros autores, que va de máximo a máximo.

## II. CICLOS LARGOS: UNA VISIÓN DE MUY LARGO PLAZO

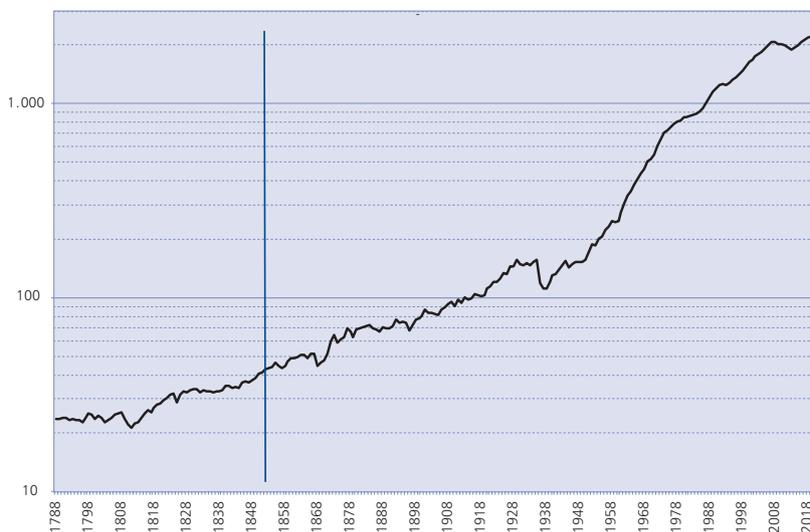
Si retrocedemos mucho en el tiempo deberían desaparecer las

fluctuaciones cíclicas. Desaparecen probablemente las de origen industrial y financiero, pero pueden aparecer otras, de carácter demográfico, o de carácter colonizador de territorios escasamente poblados. Nos revelan que la oferta de tierras y de cosechas depende de factores que pudieran tener pautas y recurrencias, como la oferta de trabajo, la disponibilidad de fertilizantes orgánicos y animales de tiro, el estímulo de la demanda, la accesibilidad a facilidades financieras, etc. Para concentrar la atención en los ciclos postagrarios nos situaremos, como fecha de inicio, que solo pretende ser simbólica, en 1788, justo antes de la Revolución Francesa y en plena revolución industrial británica, y en el momento de entronización en España del rey Carlos IV (6).

Los resultados del ejercicio sugieren, fijándonos en los valores mínimos, una cronología de las fluctuaciones largas de la economía española. Estructuraremos nuestro relato partiendo de estos ciclos largos. Los trabajos de Concha Betrán y M. Ángeles Pons (2019 a y b) serán consistentes con nuestro enfoque por fijarnos en los puntos de inflexión de los ciclos largos. Ellas se fijan en máximos, mientras que nosotros en mínimos.

Nuestra visión se desprende de los datos de autoría o coautoría de Prados de la Escosura, pero él ha preferido la estimación de tendencias y rupturas estructurales. En sus obras de conjunto sobre la evolución cuantitativa de la economía española desde 1850 ha hablado de tendencias a largo plazo del PIB: 1850-

GRÁFICO 1  
PIB REAL, 1788-2019  
(1913=100)



Nota: La línea vertical separa dos series que han sido yuxtapuestas, pero que no se han calculado con los mismos métodos ni se ha asegurado la continuidad en el año de yuxtaposición (1850).

Fuentes: Hasta 1850: L. Prados de la Escosura, C. Álvarez-Nogal y C. Santiago-Caballero (2020). De 1850 en adelante: L. Prados de la Escosura (2017) actualizado en [https://frdelpino.es/investigacion/category/01\\_ciencias-sociales/01\\_economia-espanola/04\\_economia-espanola-perspectiva-historica/](https://frdelpino.es/investigacion/category/01_ciencias-sociales/01_economia-espanola/04_economia-espanola-perspectiva-historica/)

1950, 1950-1974, 1974-2007 y desde 2007 (7). En un esfuerzo por romper la primera tendencia en fases (2003) o ciclos largos (2017), distingue 1850-1883, 1883-1920, 1920-1929 y 1929-1950 (8). Los años de corte son los de rupturas estructurales en las tendencias de crecimiento. Aunque su ejercicio de periodización es estadísticamente impecable, nuestro ejercicio de detección de ciclos largos partiendo de la observación del carácter cíclico de la serie pudiera ofrecer más claves interpretativas al estar más pegado a la realidad histórica.

Algunos autores extraen la señal de variabilidad de las desviaciones respecto a la tendencia (9), pero en series con cambios de tendencia importantes, como es el caso del PIB español desde 1788 hasta la actualidad, el procedimiento sería muy distorsionante. Habría que calcular diversas tendencias y, después, encontrar la manera de tener en cuenta los momentos de cambio de tendencia.

### III. CICLOS CORTOS: PRIMERAS DIFERENCIAS

A la vista de las dificultades que suscita el alisamiento por medias móviles y las desviaciones respecto a las mismas o la definición de tendencias y rupturas estructurales, debemos orientarnos a la variación interanual del PIB (o sea, las primeras diferencias) aunque ya sea suficientemente complicado decidir entre la imagen gráfica de las primeras diferencias del PIB y la imagen gráfica de la evolución del PIB (gráficos 1 y 4).

Tomemos el ejemplo de la Guerra Civil: el PIB cae muchí-

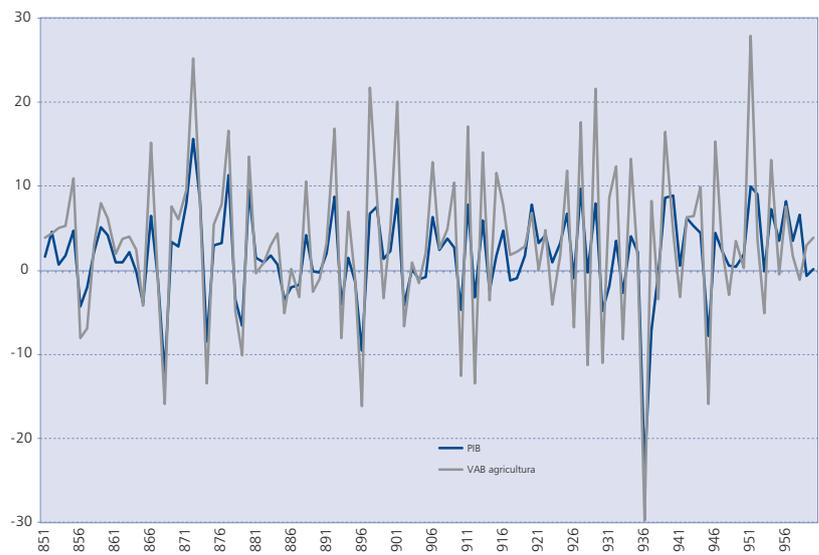
simo en 1936 (23,5 por 100), sigue disminuyendo en 1937 (7,1 por 100) y aún lo hace un poco más en 1938 (0,4 por 100). El valor mínimo de la serie es el de 1938, pero la caída más intensa ocurre en 1936. Sería aberrante hablar de una recuperación en 1937 y 1938. No la hay. Forma parte del período depresivo del ciclo bélico. Estadísticamente, en cambio, 1937 y 1938 aparecen como años de recuperación porque la caída indiscutiblemente se desacelera. Esta tensión existirá cuando planteemos una lectura –una identificación– de los ciclos, y tendremos que vencer la tentación de ser rigurosos con los métodos aplicados para poder ser razonables en la interpretación. A veces no habrá conflicto, pero otras sí. Lo veremos más adelante, por poner un caso que nos es

próximo a todos, al tratar de la etapa de la gran crisis de 2008 a 2013.

La centralidad concedida a las fluctuaciones interanuales –las primeras diferencias– nos enfrenta inevitablemente a considerar la importancia de las fluctuaciones del producto agrario en las del PIB. La estimación del PIB español a lo largo del siglo XIX y buena parte del XX tiene una fluctuabilidad característicamente agraria. Ello es comprensible, pues el peso de las actividades agrarias sobre el producto total era muy grande, y seguirá siéndolo hasta, aproximadamente, el decenio de 1950. Cuando nos fijamos en la serie histórica del PIB español podemos detectar el proceso de pérdida de influencia del sector agrario.

GRÁFICO 2

#### PIB Y PRODUCCIÓN AGRARIA. PRIMERAS DIFERENCIAS, 1851-1960



*Nota:* La línea vertical separa dos series que han sido yuxtapuestas, pero que no se han calculado con los mismos métodos ni se ha asegurado la continuidad en el año de yuxtaposición (1850).

*Fuentes:* Elaboración propia. Hasta 1850: L. Prados de la Escosura, C. Álvarez-Nogal y C. Santiago-Caballero (2020). De 1850 en adelante: L. Prados de la Escosura (2017) actualizado en [https://frdelpino.es/investigacion/category/01\\_ciencias-sociales/01\\_economia-espanola/04\\_economia-espanola-perspectiva-historica/](https://frdelpino.es/investigacion/category/01_ciencias-sociales/01_economia-espanola/04_economia-espanola-perspectiva-historica/).

Para captar plenamente la dependencia que tiene el PIB del producto agrario basta con dar una ojeada al gráfico 2, que superpone las primeras diferencias de ambas variables hasta 1960 (10).

No nos extrañará que el coeficiente de correlación de ambas series sea de un 0,858 para 1851-1959, que aumenta hasta un 0,938 para 1851-1913. De 1914 a 1959 es de 0,773, y se hunde de 1960 a 2019 hasta un 0,235.

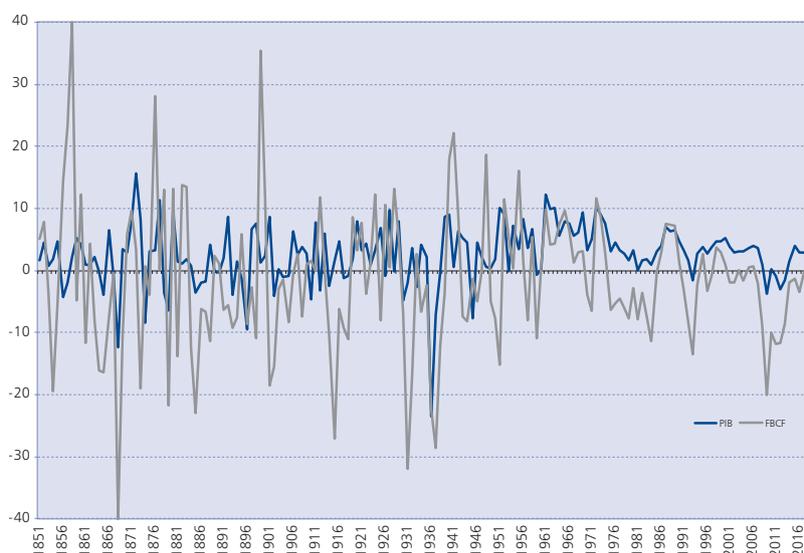
Aun así, aproximadamente hasta la Primera Guerra Mundial la alta variabilidad de origen agrario es compatible con estructuras cíclicas fáciles de distinguir. En algún momento, concretamente en 1910, la variabilidad se intensifica e inaugura un cuarto de siglo de fluctuaciones con menor estructura cíclica, para la que no tenemos explicación. Después de la guerra se va recuperando un perfil cíclico, menos estructurado que el anterior a 1910, pero también menos variable. Únicamente después de 1960 se entra en una fase de mucha menor variabilidad. También desde entonces la estructura de las fluctuaciones tiene más inercia, pero menos ciclicidad.

Debemos advertir que el año 1960 es fundacional para la economía española desde muchos puntos de vista, uno de los cuales es el de la modernización de su sistema estadístico económico, que se acabará completando con la elaboración regular de la *Contabilidad Nacional de España* desde 1964. Ello podría alterar la significación de los resultados obtenidos al confundir, eventualmente, cambios de calidad en la serie con cambios reales en la economía.

La inversión –la formación bruta de capital fijo– tiene una relación con las fluctuaciones del PIB opuesta a la de las fluctuaciones del producto agrario. Es una trayectoria nerviosa, con alguna estructura cíclica pero filtrada por oscilaciones interanuales erráticas, especialmente en la primera mitad de la serie. Los coeficientes de correlación entre FBCF y PIB (0,333) no son ni de lejos tan altos como los registrados entre producto agrario y PIB, pero crecen a medida que pasa el tiempo. Son muy bajos de 1851 a 1913: 0,184. Suben a 0,351 de 1914 a 1960, y saltan a 0,869 de 1961 a 2019. La superposición del PIB y la inversión es clarificadora al respecto (gráfico 3).

El ciclo inversor es el componente más variable y dinámico de las economías capitalistas. Está activado por la aplicación de capital para incrementar la capacidad productiva, bien sea en nuevos equipos e instalaciones o bien ampliando los existentes. Su financiación se realiza a través de redes informales o formales, por medio del sistema financiero o de la bolsa de valores. Las sociedades que se forman para llevar a cabo la inversión, coticen o no coticen en la bolsa de valores, deben constituirse y registrarse. Las decisiones de inversión están motivadas por expectativas de rentabilidad. Las fases de altas rentabilidades promueven la inversión. En un mundo de dinero de pleno contenido metálico, precios crecientes pueden señalar nuevas oportunidades.

GRÁFICO 3

**PIB E INVERSIÓN. PRIMERAS DIFERENCIAS, 1851-2019**

Nota: La línea vertical separa dos series que han sido yuxtapuestas, pero que no se han calculado con los mismos métodos ni se ha asegurado la continuidad en el año de yuxtaposición (1850).

Fuentes: Elaboración propia. Hasta 1850: L. Prados de la Escosura, C. Álvarez-Nogal y C. Santiago-Caballero (2020). De 1850 en adelante: L. Prados de la Escosura (2017) actualizado en [https://frdelpino.es/investigacion/category/01\\_ciencias-sociales/01\\_economia-espanola/04\\_economia-espanola-perspectiva-historica/](https://frdelpino.es/investigacion/category/01_ciencias-sociales/01_economia-espanola/04_economia-espanola-perspectiva-historica/)

Al movilizar estos diferentes indicadores tratamos de retratar –mejor, filmar– el devenir del ciclo económico para perfilar adecuadamente su cronología y su intensidad. Gracias al conocimiento de los componentes de las variables podemos llegar a caracterizar adecuadamente el contenido físico y económico de la inversión. En lo que sigue realizaremos esta caracterización, tanto mediante la identificación de cada ciclo como mediante la comprobación de su capacidad de movilización de todos o parte de los componentes que lo caracterizan.

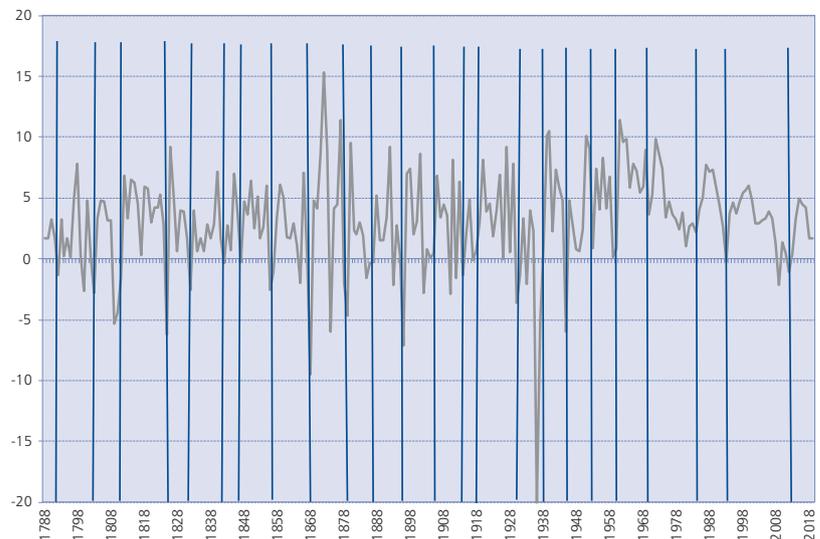
#### IV. UN RELATO CÍCLICO (11)

Para seguir el relato cíclico nos referiremos al gráfico de primeras diferencias del PIB (gráfico 4), añadiéndole unas divisorias verticales, con el fin de evidenciar los ciclos que presentamos a continuación.

Ordenamos los ciclos por grandes períodos –ciclos largos– que ofrecen un marco contextual. Dentro de cada ciclo largo –o fase histórica o régimen político económico–, distinguimos ciclos cortos –los *business cycles*–. Ellos serán la sustancia de nuestro relato. Comenzaremos a finales del siglo XVIII, aprovechando al máximo la evidencia cuantitativa y cualitativa disponible de ciclos vinculados a las formas del crecimiento económico.

El cuadro n.º 1 proporciona los rangos de crecimiento desde un valor mínimo a otro máximo, y los rangos de contracción o deceleración desde un máximo hasta un mínimo. Permite valorar la intensidad del movimiento expansivo y contractivo, y el balance de ambos, ciclo a ciclo.

GRÁFICO 4  
PIB. PRIMERAS DIFERENCIAS, 1788-2019



Nota: La línea vertical separa dos series que han sido yuxtapuestas, pero que no se han calculado con los mismos métodos ni se ha asegurado la continuidad en el año de yuxtaposición (1850).

Fuentes: Elaboración propia. Hasta 1850: L. Prados de la Escosura, C. Álvarez-Nogal y C. Santiago-Caballero (2020). De 1850 en adelante: L. Prados de la Escosura (2017) actualizado en [https://frdelpino.es/investigacion/category/01\\_ciencias-sociales/01\\_economia-espanola/04\\_economia-espanola-perspectiva-historica/](https://frdelpino.es/investigacion/category/01_ciencias-sociales/01_economia-espanola/04_economia-espanola-perspectiva-historica/)

#### V. LOS CICLOS DE LA ESCASEZ MONETARIA Y EL HUNDIMIENTO IMPERIAL (12)

##### 1792-1811: una guerra tras otra

Durante buena parte del siglo XVIII, y a diferencia del precedente, el buen gobierno se identificó a participar en pocas guerras. El Tesoro necesitaba su tiempo para recuperar capacidad financiera: devolver deudas e incrementar ingresos. Parte de la ciclicidad de Antiguo Régimen derivaba de esta simple regla, que acababa recomendando huir de guerras demasiado frecuentes. Esto se pudo mantener entre el final de la guerra de Sucesión y el inicio de las contiendas del ciclo revolucionario francés. La Revolución Francesa rompió esta regla. Se encadenaron el conflicto bélico

contra Francia (1793-1795), las dos guerras junto a Francia contra Gran Bretaña (1796-1801 y 1805-1808) y la invasión napoleónica (1808-1814). De hecho, la segunda y la tercera fueron verdaderas guerras mundiales, en las que se luchó en Europa, en América y en el océano Atlántico. Tensaron hasta el límite las finanzas reales. La Corona tuvo que acudir a procedimientos de emergencia, tanto para poder endeudarse como para poder seguir endeudándose una vez ya estaba completamente endeudada. Aumentó la presión fiscal para compensar –muy insuficientemente– la caída de los ingresos del quinto real y de las rentas generales. Las emisiones de deuda fueron cada vez menos productivas para la Corona. Tuvo que recurrir a procedimientos completamente excepcionales como

CUADRO N.º 1

## CICLOS ECONÓMICOS: VARIACIONES DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO REAL (1913=100)

AÑO	PIB	AMPLITUD DE MÍN. A MÁX. Y DE MÁX. A MÍN. (PORCENTAJE)	AÑO	PIB	AMPLITUD DE MÍN. A MÁX. Y DE MÁX. A MÍN. (PORCENTAJE)
1792	23,3	-3,4	1905	81,8	-5,8
1798	25,3	8,8	1913	100,0	22,3
1803	22,9	-9,7	1914	97,5	-2,5
1808	25,8	12,5	1916	103,9	6,5
1811	21,3	-17,5	1918	101,6	-2,2
1824	31,9	50,0	1929	156,3	53,9
1825	29,0	-9,0	1931	146,0	-6,6
1830	33,9	16,9	1935	156,4	7,1
1832	32,3	-4,8	1938	110,8	-29,2
1841	35,2	8,9	1944	154,0	39,0
1842	34,3	-2,3	1945	142,0	-7,8
1846	37,2	8,3	1952	187,1	31,8
1847	36,4	-2,2	1953	186,9	-0,1
1855	46,2	26,9	1958	248,0	32,7
1857	43,3	-6,1	1960	246,7	-0,5
1863	50,4	16,4	1969	502,8	103,8
1868	44,7	-11,3	1970	518,8	3,2
1877	69,6	55,7	1974	705,6	36,0
1879	62,8	-9,8	1984	884,3	25,3
1884	72,2	15,1	1992	1.263,1	42,8
1887	67,1	-7,1	1993	1.243,2	-1,6
1892	77,3	15,2	2008	2.088,0	68,0
1896	67,3	-13,0	2013	1.904,9	-8,8
1901	86,8	29,1	2019	2.225,5	16,8

Fuentes: Elaboración propia. Hasta 1850: L. Prados de la Escosura, C. Álvarez-Nogal y C. Santiago-Caballero (2020). De 1850 en adelante: L. Prados de la Escosura (2017) actualizado en [https://frdelpino.es/investigacion/category/01\\_ciencias-sociales/01\\_economia-espanola/04\\_economia-espanola-perspectiva-historica/](https://frdelpino.es/investigacion/category/01_ciencias-sociales/01_economia-espanola/04_economia-espanola-perspectiva-historica/)

la primera desamortización, la de Godoy, iniciada en 1798. El Imperio se fue descomponiendo. El hundimiento se completó con la invasión francesa.

En términos de ciclos podemos guiarnos por el ciclo bélico (1793-1812), por el ciclo monetario (del mínimo de precios de 1788 al mínimo de 1807) o por indicadores del PIB, que señalarían un ciclo prácticamente idéntico al reinado de Carlos IV (1788-1808) (13). Todos ellos son muy similares, con un punto de inflexión in-

discutible en 1808 y una caída extraordinaria durante los primeros años de la ocupación napoleónica. En conjunto, de mínimo (1792) a mínimo (1811) el PIB cayó un 8,9 por 100. En los años álgidos de la ocupación francesa, se derrumbó en un 17,5 por 100, solo superado negativamente por la Guerra Civil.

#### 1811-1825: roturaciones y deflación (14)

Desde 1811, aproximadamente, se puede distinguir un ciclo expansivo que tendría su máximo

hacia 1825. Este ciclo, documentado cuantitativamente gracias a los datos de Álvarez Nogal y Prados de la Escosura, y analizado en un trabajo sucesivo suyo con Santiago-Caballero, aunque ya descrito por Llopis en 1983, muestra a las claras que la ocupación francesa, con su rastro de destrucción, epidemias, hambres y guerras, redujo la población española de manera significativa, pero permitió, gracias a la destrucción de los privilegios mesteños, unas grandes roturaciones que promovieron un incremento del PIB, y también del PIB per cápita, durante un ciclo expansivo de unos quince años (Prados de la Escosura y Santiago-Caballero, 2018; Llopis, 1983; y Carreras y Tafunell, 2018). Fue la bonanza que sostuvo el calamitoso reinado de Fernando VII. Constituye el primer crecimiento importante y sostenido del PIB en la época contemporánea (un 37 por 100 de 1811 a 1825, y un 50 por 100 de 1811 a 1825, y un 50 por 100 en la fase expansiva hasta 1824).

Los años de la invasión napoleónica fueron de fuerte inflación. De hecho, la primera inflación digna de este nombre desde las que había habido en el siglo XVII (15). La multiplicación de poderes y de ejércitos en liza provocó emisiones de dinero que reflejaban la urgencia de los contendientes por obtener recursos de señoreaje. Como resultado, los precios se multiplicaron por 2,4 entre 1807 y 1810. Después vino la dura deflación. Si la inflación fue rápida, la deflación fue lenta pero implacable: en 1825 había reducido el nivel de precios al 38 por 100 del que tenía en 1810 y al 92 por 100 del de 1807, que ya era más bien un año de precios bajos (Nogués-Marco, 2005; Reher y Ballesteros, 1993). Las causas de tal deflación son bien conocidas.

Con la pérdida del control de las colonias americanas, la Corona no solo perdió mercados para sus comerciantes y para el fisco, que cobraba buenos impuestos de ese comercio (las «rentas generales» o de aduanas), también perdió el control de la explotación minera argentífera y de su comercio y acuñación. La plata que llegaba a la Península tributaba el «quinto real» a la Corona, y era fundamento sustantivo de su solvencia. Los problemas de liquidez del Tesoro fueron también los de la liquidez de sus súbditos. Las llegadas de plata se hundieron para el erario público y para los comerciantes particulares. Las deudas preexistentes tenían que liquidarse movilizando ahorro o activando la comercialización del producto agrario. En cualquiera de los dos casos, presionaban los precios a la baja. Si las deudas se liquidaban en el extranjero, la salida de numerario era inmediata, presionando ulteriormente los precios a la baja. España vivió una deflación que duró casi veinte años, buena parte del reinado de Fernando VII. Acabó tapando la prosperidad agraria que se estaba produciendo.

*1825-1832: final de la gran deflación y excedentes de la prosperidad agraria*

La gran deflación vivió su última etapa entre 1829 y 1831, cuando los precios volvieron a niveles de cuarenta años antes, previos al inicio del largo ciclo bélico. La prosperidad agraria acabó arrastrando las actividades manufactureras y de servicios.

Podemos comenzar, pues, a caracterizar temporalmente los ciclos económicos –los *business cycles*, no lo olvidemos– a partir del momento en que las fluc-

tuaciones dejan de ser de origen agrario o de origen público y pasan a tener una componente menos agraria y más de mercado y de empresa. Detectamos este cambio vinculado a la emergencia de la industria moderna –la algodonera– en un contexto de derrumbe del Antiguo Régimen, especialmente de su Imperio, y a la aparición de dos instituciones modernas, hijas ya del liberalismo económico de matriz francesa: el Código de Comercio (1829) y la Bolsa de Madrid (1831). El dinamismo recuperado tras la ocupación napoleónica había animado iniciativas fabriles en el lustro posterior a 1814. El pulso no adquiere más fuerza hasta finales del decenio de 1820 y alimenta y justifica las innovaciones institucionales mencionadas, por primera vez de carácter inequívocamente capitalista. Está bien registrada la creación de numerosas sociedades mercantiles en Barcelona y en Madrid, con máximo en 1830 (Tafunell, 2005). Los datos de registro de patentes son, asimismo, inequívocos sobre el empuje experimentado durante estos años (Sáiz, 2005). Las exportaciones de plomo del sureste generan un potente ciclo exportador (Nadal, 1972). Cabe afirmar, pues, la emergencia de un primer ciclo, de carácter principalmente industrial/fabril, pero también minero y comercial, entre 1829 y 1839, los años finales de Fernando VII y los de regencia de María Cristina (Tedde, 1999).

*1832-1842: los fundamentos de una economía capitalista* (16)

Durante la primera guerra carlista (1833-1839) y durante la regencia de Espartero (1840-1843), se produce en el bando isabelino (el liberal) el grueso de

transformaciones institucionales que se han acabado denominando «la revolución liberal», una denominación demasiado ambiciosa comparada con las revoluciones liberales más famosas (Fontana, 1977). Pero hubo grandes transformaciones en un conjunto crucial de derechos de propiedad sobre la tierra, de regulación de los cultivos agrarios, de regulación del mercado de trabajo, de desregulación del ejercicio de profesiones, de liquidación de monopolios, y un etcétera bastante largo (García Sanz, 1985; Tedde, 1994). Muchos cambios se seguirán produciendo más tarde, pero los que ocurren entre 1833 y 1839, especialmente entre 1835 y 1837, sientan las bases de una economía capitalista y de mercado. La constitución de sociedades alcanzará nuevos máximos en 1833 y 1838. La vigorosa expansión de 1841 muestra la fuerza de las energías liberadas por la finalización de la guerra.

## VI. LOS CICLOS DE LA CONSTRUCCIÓN FERROVIARIA Y DEL ACOPLAMIENTO A LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

*1842-1847: ahorro e inversiones para después de una guerra*

Con el final de la guerra carlista se inicia un nuevo ciclo. Lo podemos medir, con todas las imperfecciones del metro disponible, de 1842 a 1847. Las grandes reformas en la regulación liberal de los derechos de propiedad y en la libertad de movilización de los factores productivos (tierra, trabajo y capital), junto con las expectativas suscitadas por el ferrocarril, imposible de planear durante los años de gue-

rra, alientan la multiplicación de iniciativas inversoras. La constitución de sociedades mercantiles se dispara en Barcelona y en Madrid (Martín Aceña, 1993 y Pascual, Sudrià y Castañeda, 1992). El crecimiento aparece tan intenso que generará serias suspicacias sobre su carácter especulativo, hasta el punto que el gobierno de Narváez prohibirá, temiendo su impacto político, la creación de sociedades anónimas o que pudieran asimilarse a ellas, sin permiso explícito del Gobierno. Es, en sus contenidos, un primer ciclo bancario, industrial y ferroviario. La tranquilidad conquistada fue decisiva, junto a las transformaciones institucionales desplegadas entre 1833 y 1844. La aparición de los primeros bancos no gubernamentales con derecho de emisión (Banco de Isabel II y Banco de Barcelona en 1844, Banco de Cádiz en 1846) es una novedad importante (Tedde, 1999 y 2015; Sudrià y Blasco, 2016). Intentarán levantar el ahorro doméstico y apostar, con prudencia, por proveer de más liquidez a una economía sedienta de medios de pago. Particularmente relevante es la primera Ley de Ferrocarriles, de 1844, que ordena e impulsa el negocio ferroviario. Los testigos cuantitativos de este ciclo son, principalmente, la constitución de sociedades mercantiles, acompañada de la actividad bursátil, las patentes, las importaciones y la tendencia de fondo de la industria algodonera, fuertemente expansiva (Nadal, 1975; Maluquer de Motes, 1994; Rosés, 2004). Los años de máxima expansión oscilan, según indicadores y plazas, entre 1846 y 1848, y se derrumban después. En la estimación que seguimos el año de inflexión es 1847. El carácter crítico de 1848 ha sido detectado en mu-

chos países europeos, pero no aparece en España, probablemente por las barreras a la constitución de nuevas sociedades mercantiles.

#### *1847-1857: el camino hacia las reformas del Bienio Progresista*

Del mínimo de 1847 emerge una clara tendencia al crecimiento (26,9 por 100 de crecimiento hasta el máximo de 1855). Como el anterior y el posterior, es tan o más ferroviario que industrial, sobre todo el de 1857-1868. De 1847 a 1857 se sigue acelerando la producción industrial, la constitución de sociedades, las patentes y todo el comercio exterior, no únicamente las importaciones, sino también las exportaciones, fruto ya de un cambio en el entorno del comercio internacional galvanizado por la suspensión de las *Corn Laws* (aranceles sobre los cereales) del Reino Unido, que abre el camino a una reducción de los aranceles en muchos países, entre ellos España. Las grandes transformaciones legales del Bienio Progresista (1854-1856), con la aprobación de la Ley de Ferrocarriles, la Ley de Bancos de Emisión y la Ley de Sociedades de Crédito, liberan el camino para la inversión ferroviaria a gran escala movilizandocapitales domésticos y foráneos. Mientras tanto, la oferta monetaria, hasta ahí donde podemos medirla, crece sostenidamente por encima del PIB. Esta es una gran novedad. Hasta mediados del siglo XIX la economía española ha sufrido muchos frenos, entre ellos, destacadamente, la provisión de liquidez para los pagos. La tendencia deflacionista se interrumpió en 1830, pero durante veinte años más los precios oscilaron en torno a la media, sin ningún atisbo de presión inflacionaria.

El dinero seguía siendo escaso. En este ciclo se rompe, por primera vez, la escasez monetaria. El ciclo siguiente mantendrá y agudizará esta tendencia, sin apenas impacto sobre los precios, lo que es excepcional y solo se repetirá en la coyuntura de 1898. Entre 1849 y 1868 la demanda de dinero insatisfecha era muy significativa. La velocidad de circulación del dinero comienza a bajar (Carreras, García-Iglesias y Kilponen, 2006). La economía crece libre de obstáculos monetarios.

#### *1857-1868: el gran boom ferroviario*

De hecho, 1857-1868 es el primer gran ciclo capitalista. Ha sido muy estudiado y ha dejado su rastro en todas las variables reales y financieras. El ahorro movilizadofue de procedencia nacional y, predominantemente, extranjera, facilitado por la emergencia de un sistema bancario y crediticio nuevo (Tortella, 1973). Este nuevo sistema financiero, caracterizado por la libertad de emisión (Sudrià y Blasco, 2016; Tedde, 2015), facilitó la creación de dinero (billetes), superando así uno de los estrangulamientos más vistosos de la economía española, sedienta de liquidez después de décadas de drenaje monetario para atender una balanza por cuenta corriente deficitaria (Sardá, 1948). La velocidad de circulación del dinero, que era muy alta, pudo reducirse con gran rapidez justamente en ese período de tiempo (Carreras y García-Iglesias, 2010).

Fue en los años inmediatamente precedentes del Bienio Progresista que se sentaron las bases del capitalismo empresarial español. Seguidamente, el pulso económico español se

reactivó y realizó los mayores esfuerzos para emular al de los países más avanzados de la Europa occidental. Es el momento de la imitación hispánica de la industrialización europea, más basada en la apuesta ferroviaria y bancaria que en la industrial, que también existió.

La balanza por cuenta corriente registra a la perfección el atractivo de España en esos años, que fueron los de mayores saldos deficitarios antes del ciclo de la entrada en el euro (Prados de la Escosura, 2010).

El rastro más contundente ha quedado grabado en la formación bruta de capital fijo (gráfico 5), que saltó por primera vez del 5 al 10 por 100 de la demanda agregada. En el gráfico se aprecia cuán extraordinario fue el fenómeno, que no se repitió hasta mucho después, durante el auge finisecular, pero durante un período mucho más breve. Habrá que esperar a

los años veinte del siglo siguiente para encontrarnos con un esfuerzo inversor comparable en intensidad (superior) y duración (menor). No existió nada parecido durante todo el siglo XIX.

Se trata de líneas ferroviarias y de equipo ferroviario, pero también de fábricas algodoneras, fábricas de gas y redes de gas del alumbrado, minas metálicas, y unas importaciones, facilitadas para la construcción ferroviaria, que alcanzaron grandes proporciones con un tratamiento especial de exención arancelaria. Todo acabó en la gran crisis bursátil de 1866, aparentemente importada de Francia, pero con raíces hispánicas indiscutibles al reflejar la inanidad de los beneficios de las grandes líneas ferroviarias a medida que se completaban y se ponían en explotación comercial (Artola, 1978).

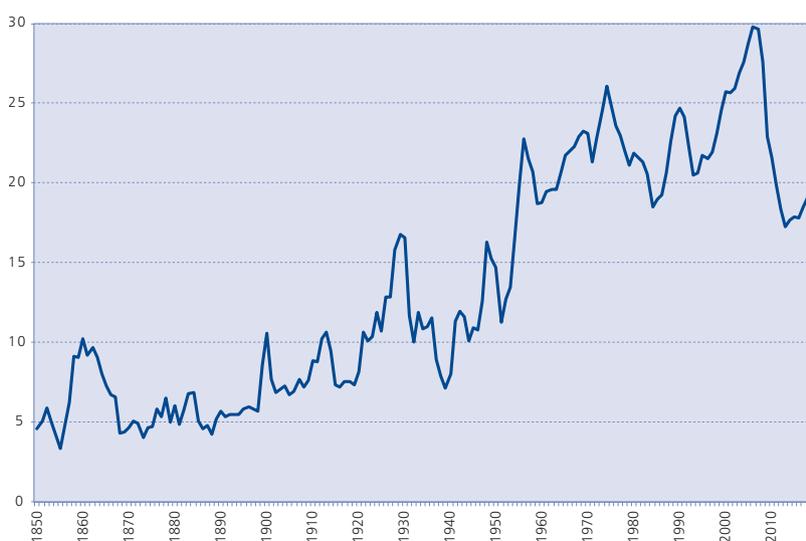
De 1866 hasta 1868 la economía española se precipitó por el abismo de la crisis bursátil,

de la ferroviaria y de la agrícola (pésimas cosechas de trigo). El desánimo fue tal que acabó volviéndose contra la monarquía de Isabel II. El golpe de Estado de septiembre de 1868 –la Gloriosa– supuso el punto final a tanta incertidumbre y desconfianza sobre la capacidad de resolución de las autoridades (17).

### *1868-1879: digestión y relanzamiento del ferrocarril*

No vamos a encontrar un ciclo tan marcado como el de 1856-1868 hasta mucho después. Sin embargo, los ciclos siguieron existiendo y se les puede rastrear. Si atendemos a variables físicas deberíamos ubicar el ciclo siguiente entre 1868 y 1879. Si atendemos a variables monetarias podríamos distinguir dos ciclos más breves, con 1874 como divisoria: 1868-1874 y 1874-1879. El ciclo 1868-1879 es el de la difusión del impacto de la construcción ferroviaria sobre la economía agraria e industrial. Se construyeron inicialmente (1868-1874) pocos kilómetros más, pero fueron muy productivos al completar y enlazar líneas que habían quedado interrumpidas por la crisis de 1866. Animarán a que en una segunda fase (1874-1879) se construyan muchos más, ya bajo el impacto de la demanda extraordinaria de la crisis filoxérica francesa sobre la economía vinatera española. El año 1874, particularmente caótico en la vida política española –el año de la proclamación de la República, precedida de la revolución cantonalista, y el año de los cuatro presidentes– fue también un año económicamente deprimido. Los avatares políticos estaban más condicionados por la economía de lo que solemos recordar y admitir, aunque el

GRÁFICO 5  
CUOTA INVERSORA (FBCF/PIB), 1850-2019  
(En porcentaje)



Fuente: Carreras y Tafunell (2018).

margen de autonomía de lo político puede llegar a ser inmenso, como lo fue en 1874 cuando coincidieron tres guerras: la ya mencionada insurrección cantonalista, la guerra de independencia en Cuba y la tercera guerra carlista. No hacía falta que la economía añadiera nada a un cóctel tan explosivo. Los déficits públicos (véase gráfico 9) crecen a gran velocidad acumulándose en una deuda pública que, en términos de PIB es la mayor registrada desde 1850 hasta la actualidad (Comín, 2016; Carreras y Tafunell, 2018).

De 1868 a 1874 fueron años de miseria pública: multiplicación de gastos, básicamente militares, y reducción de ingresos por rebajas fiscales (Nadal, 1975). En 1873 el Gobierno privatizó las minas de Riotinto y en 1874 concedió el monopolio de emisión al Banco de España (Tedde, 2015). Pero también fueron años de gran prosperidad privada (Carreras, 1999a). El ciclo expansivo del PIB, de 1868 a 1873, fue el más intenso desde 1850 hasta la Guerra Civil y ha dejado una fuerte impronta en su evolución secular, tal como puede observarse en el gráfico 1 (Prados de la Escosura, 2003).

Si el ciclo 1868-1874 fue económicamente vibrante, también resultó políticamente caótico. La Restauración monárquica vino a ordenar la vida política para facilitar el buen aprovechamiento de las nuevas oportunidades de negocio abiertas por la construcción ferroviaria. De 1874 a 1879 esta se reempeñó con brío, muy orientada a completar los accesos de las áreas productivas a sus mercados finales. Tenemos pues dos ciclos muy cortos, bien distintos políticamente, pero muy parecidos en sus funda-

mentos de ciclo tecnológico e inversor. En conjunto, del mínimo de 1868 al máximo de 1877 el crecimiento del PIB es el mayor registrado hasta el momento: un 55,7 por 100 (véase cuadro 1).

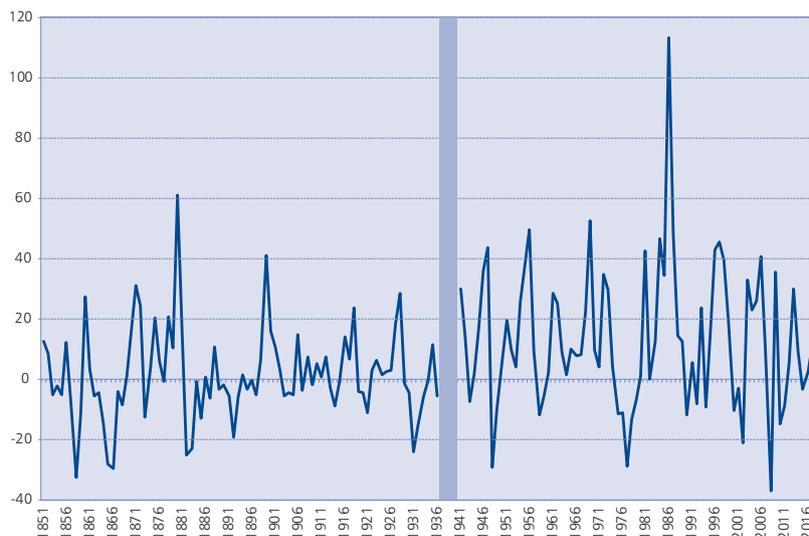
### 1879-1887: filoxera francesa y exportaciones españolas sobre raíles

El ciclo filoxérico propiamente dicho es el siguiente, también conocido en Cataluña como *la febre d'or* –la fiebre del oro– en referencia a la abundancia de oro, de procedencia francesa, que llegaba en contrapartida por las exportaciones de vino (Tafunell, 1985). Las viñas de Francia habían quedado asoladas por la plaga de la filoxera. Como gran productora y exportadora, Francia tuvo que recurrir a la importación masiva de caldos para cortar (alargar) sus producciones. La guerra comercial con Italia le impedía el acceso al aprovisionamiento italiano. España quedó como única alternativa. Los pre-

cios subieron estrepitosamente y animaron la que sería la última gran expansión de la superficie dedicada a la viña –de hecho hasta su máximo histórico–. Los años expansivos van de 1879 a 1883, con un máximo de cotización de los valores de renta variable en 1880. El gráfico 6 permite advertir que el auge bursátil de 1880 fue el principal que tenemos registrado durante más de un siglo. No nos debe extrañar cuando las exportaciones españolas crecieron en 1880 un 35 por 100 respecto a 1879, el mejor resultado interanual registrado antes de 1936. Todo el incremento consistió en caldos para Francia. En 1882 se hunde la bolsa. La caída más fuerte del PIB será el año 1885, pero el ciclo recesivo completo llega hasta 1887.

El elemento inversor más visible fue la construcción ferroviaria. Se proyectaron y realizaron nuevas líneas, en el último esfuerzo constructivo de gran ambición. Toda el área estimu-

GRÁFICO 6  
ÍNDICE DE RENTA VARIABLE. PRIMERAS DIFERENCIAS, 1851-2017



Nota: El área sombreada separa dos series que han sido elaboradas con métodos de cálculo distintos y que no son exactamente comparables.

Fuente: Carreras y Tafunell (2018).

lada por la demanda francesa, que incluye el litoral y prelitoral mediterráneos, más La Rioja y La Mancha, asistió a una expansión de la red ferroviaria. El impulso fue desapareciendo y se apagó en paralelo a la demanda francesa. La Exposición Internacional de Barcelona de 1888 fue, precisamente, un esfuerzo de actividad contracíclica promovido por el Ayuntamiento de Barcelona (Carreras, 1988; Tafunell, 1988).

## VII. LOS CICLOS DEL DESACOPAMIENTO DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL (18)

### *1887-1896: los años del viraje proteccionista*

De 1887 a 1896 podemos distinguir un ciclo, pero tiene un pulso débil. Corresponde a los años más intensos de lo que denominamos la gran depresión agraria. El fenómeno afectó a toda Europa, invadida por los granos procedentes de ultramar (América del Norte y del Sur). Provocó la ruina de buena parte del campesinado. En el caso español estos estragos se habían podido compensar inicialmente con la expansión de la viña, pero era una compensación parcial e incompleta al no afectar a los mismos territorios. Además, se fue acabando a medida que Francia se recuperaba de la filoxera y esta se difundía en España. La depresión agraria dominó el ambiente económico del período menos dinámico de la segunda mitad del siglo XIX, en su conjunto de completo estancamiento (Garrabou, 1988). Fueron también años de emigración masiva (Sánchez-Alonso, 1995). Solo la minería exportadora aportó novedades positivas, especialmente en el País Vasco

(hierro) y en Andalucía (piritas). En cambio, el inicio de la guerra en Cuba añadió un elemento suplementario de pesimismo. Frente al pesimismo hispánico se alzaba el optimismo del Nuevo Mundo. Tanto la América del Norte como la del Sur experimentaron años de gran prosperidad, precisamente porque fueron de rotaciones agrarias, de construcción de ferrocarriles y puertos, de construcción residencial y expansión urbana, de acogida de inmigración masiva, etcétera.

La acumulación de malas noticias en los dos frentes agrarios –el triguero y el vinatero– y en los dos frentes industriales –algodnero y siderúrgico (por el cierre del emergente mercado italiano con el arancel de 1887)– acabó creando un frente proteccionista que puso punto final a medio siglo de avance librecambista. Los que habían sido exportadores y librecambistas o que habían tenido esperanzas exportadoras y confianza en el librecambismo virarán al proteccionismo, y de forma duradera, de ahí la denominación de «giro» o «viraje» (Serrano, 1987). La reacción se concretó en el arancel de 1891. El arancel logrará frenar la sangría económica, a cambio de renunciar a crecimiento y conformarse con estabilidad en los niveles productivos y de ingreso.

### *1896-1905: el auge finisecular*

Frente a la anemia inversora y bursátil de los años 1887-1896, los años siguientes constituyen un ciclo muy acusado, sin duda el segundo más característico después del gran ciclo ferroviario de 1856-1868. Será un ciclo intenso que cubrirá de 1896 a 1901, con una expansión del 29,1 por 100 y una cola recesiva hasta 1905.

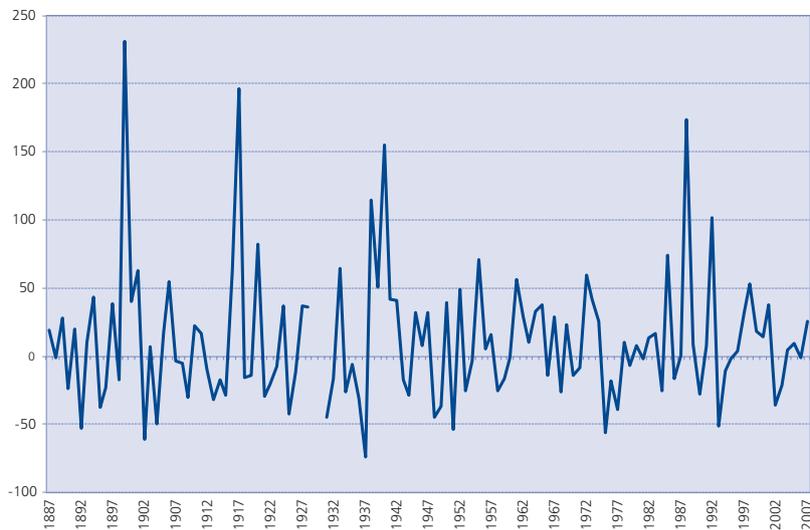
La literatura lo ha acabado denominando «el auge finisecular» (Carreras, 1999b; Maluquer de Motes, 1999; Tedde, 1999). Curiosamente, madura en los años finales de la guerra de Cuba, que condujo a la humillante derrota española frente a los Estados Unidos, y a la pérdida de Cuba, Puerto Rico y Filipinas. La guerra obligó a una financiación del gasto público de emergencia que implicó una depreciación de la peseta, pero, también, una mayor abundancia monetaria. Esta rompió los frenos al crecimiento económico, demasiado constreñido por la permanente voluntad de los ministros de Hacienda de incorporar España al patrón oro (Carreras y García-Iglesias, 2010; Roldán, 2019). El año crucial es 1899, y los dos siguientes también son destacables. Como es bien sabido, el motor fue la entrada masiva de capitales como consecuencia de la caída de la cotización de la peseta. Entre la perspectiva clara de la derrota militar de 1898 y la colocación exitosa de la deuda pública que debía absorber los gastos extraordinarios de guerra y las indemnizaciones a los vencedores –los Estados Unidos– en 1900, la peseta cotizó muy por debajo de su valor tradicional. Ello animó a muchos inversores, muy principalmente españoles con capitales colocados en los mercados financieros internacionales, a invertir en España. Se ha hablado de «repatriación» de capitales, pero fue un fenómeno más amplio, y no relacionado con la liquidación y repatriación de capitales, que existió, si bien en menor medida. El activador potente fue la oportunidad de invertir a bajo precio en España, transformando libras esterlinas y francos franceses caros en activos denominados en pesetas baratas. Los capitalistas protagonis-

tas del movimiento tuvieron en muchos casos vinculaciones con negocios americanos o antillanos, pero en muchos otros, no.

Diversos indicadores retratan la potencia del movimiento. El gráfico 6 nos muestra que la Bolsa cotizó fuertemente al alza en 1899; el gráfico 5 que la inversión ascendió con fuerza en 1900, y el gráfico 4 que el PIB lo hizo en 1901, en una secuencia cronológica y causal razonable. En el gráfico siguiente (gráfico 7) representamos la constitución de sociedades, cuyo valor para 1899 fue el máximo histórico para la serie disponible, que comienza en 1886, tanto si lo consideramos, tal como hacemos en el gráfico, como porcentaje de incremento sobre el año anterior, como si fuera como porcentaje sobre el PIB o como valor en pesetas constantes (Carreras y Tafunell, 2010).

La orientación de las nuevas inversiones fue muy variada, pero destacan las inversiones bancarias, las eléctricas, las mineras, las siderúrgicas y las químicas. Aparece en torno a esos primeros años del siglo XX un conjunto de grandes empresas que expresan la confianza tecnológica y financiera existente en una coyuntura en la que coexistieron tipos de interés históricamente bajos (que facilitaron la famosa recolocación ventajosa de la deuda pública española que tanto prestigio proporcionó a Raimundo Fernández Villaverde) con grandes oportunidades tecnológicas y organizativas. El modelo de gran empresa que surge en esos años es el mismo que aparece en los grandes países industriales como el Reino Unido y los Estados Unidos. Movilizará capitales ingentes, apostará por nuevas tecnologías con

GRÁFICO 7  
CONSTITUCIÓN DE SOCIEDADES. PRIMERAS DIFERENCIAS, 1887-2007



Fuente: Carreras y Tafunell (2010).

fuertes economías de escala, y tendrá propiedad española, en lugar de consistir en inversiones extranjeras en España. El registro mercantil es testigo del mayor repunte en toda su historia, en términos de capitales comprometidos, de la constitución de sociedades. Un máximo histórico, fechado en 1901.

Capitales baratos y grandes oportunidades tecnológicas se combinaron en muchos grandes países, favoreciendo las fusiones empresariales. Alfred D. Chandler Jr., situó en esta coyuntura la «creación de la gran empresa moderna» (Chandler Jr., 1977). Hubo una versión española de este fenómeno (Mohedano, 1998).

#### *1905-1914: la carrera para conquistar la hidroelectricidad*

El ciclo siguiente va de 1905 a 1914. Cabría distinguir dos subciclos. El primero tendría su máximo en 1906 y concluiría en

1910. El segundo, más breve, finalizaría en 1914. El final está claramente definido por el estallido de la Gran Guerra, que hunde todos los valores correspondientes a 1914. Si consideramos el ciclo globalmente y nos fijamos en la variable más potente, que es la formación bruta de capital fijo, está caracterizado por una recuperación progresiva de la inversión que alcanza su máximo en 1912, pero que tiene valores elevados entre 1906 y 1913, con la única excepción de una caída en 1908, y un mínimo en 1914. Los contenidos materiales del ciclo están claramente protagonizados por la inversión hidroeléctrica, que se convierte en una solución tecnológicamente factible a inicios del siglo XX y que motiva el grueso de las constituciones de sociedades, del incremento de valores bursátiles y de la formación bruta de capital fijo. Obliga a la construcción de saltos de agua y embalses de nuevo tipo (no para regadío), y a la extensión de líneas de alta

tensión desde los puntos de producción, alejados de los lugares de consumo, hasta esos grandes centros urbanos consumidores. Es un fenómeno internacional que impacta con fuerza en España, relativamente escasa en carbón, pero relativamente bien dotada de potencial hidroeléctrico (Maluquer de Motes, 1987).

En conjunto, todos estos años se caracterizan por precios muy contenidos o ligeramente a la baja, y la recuperación de la paridad-oro de la peseta, que no se había incorporado al patrón oro, pero que se comportaba como si estuviera plenamente dentro. Además, se demostró la capacidad de digestión del endeudamiento, mucho más sostenible gracias a la mayor confianza internacional en la solvencia de la Hacienda española, concretada en la reducción de la prima de riesgo en un contexto de bajos tipos de interés. España deja de ser deficitaria en su balanza por cuenta corriente y pasa a ser excedentaria, lo que es una buena noticia en cuanto muestra su solidez financiera, pero una mala en la medida que evidencia un menor atractivo para la inversión internacional (Prados de la Escosura, 2010; Roldán, 2019). Todas estas fortalezas monetarias y de las finanzas públicas comienzan a resquebrajarse a raíz de la implicación en la guerra de Marruecos, que va disolviendo la disciplina monetaria y fiscal a partir de 1909. Buenas noticias para los negocios, malas para los rentistas.

### *1914-1918: el peculiar ciclo de la neutralidad bélica: grandes beneficios y grandes pérdidas*

Los índices disponibles no permiten caracterizar ningún ciclo vinculado a la Primera Gue-

rra Mundial. Pese a lo excepcional de las circunstancias, no existe un movimiento general con características cíclicas. Precisamente esto es particularmente relevante. Hay una ruptura de los mercados, especialmente en relación al resto del mundo, que fragmenta la evolución económica y la propia coyuntura económica entre regiones o subregiones. Mientras que en los ciclos precedentes podía tener mayor o menor protagonismo tal o cual región, era difícil –no imposible– encontrar movimientos regionales contradictorios. Los hemos mencionado en relación a las coyunturas opuestas del inicio de la crisis triguera y el auge vitivinícola en el ciclo de 1879 a 1887. Pero no es comparable a la intensa disparidad de los años de la Gran Guerra, cuando hay regiones y sectores que son claramente ganadores, como el textil catalán, la metalmecánica vasca, las finanzas madrileñas o la minería del carbón asturiana, frente a otras regiones y sectores claramente perdedores, como la minería de exportación meridional y, en menor medida, cantábrica, y toda la agricultura de exportación mediterránea. Ahí donde coinciden o se yuxtaponen ambas, el hundimiento es completo: Murcia y Almería. Toda Andalucía sale perdiendo. Las dificultades de la minería del hierro vizcaína, en cambio, quedan ampliamente compensadas por los negocios navieros, siderúrgicos y de construcciones mecánicas que florecen simultáneamente en Vizcaya, por no hablar de la gran prosperidad de la armería guipuzcoana. De 1914 a 1918 e incluso 1919 hay, pues, una quiebra del modelo de la economía liberal decimonónica orientado a la exportación de alimentos, bebidas y productos minerales o metálicos (Rosés y

Sánchez-Alonso, 2004). Esta se hunde. Progresan, en cambio, los sectores que habían estado orientados en exclusiva al mercado doméstico y que, durante el conflicto bélico, pueden orientarse a la exportación, con clara conciencia de lo transitorio de la opción. Habida cuenta de las dificultades de importación y de la transitoriedad de los cambios, hay poca inversión. En términos macroeconómicos e inversores son años planos. En cambio, en términos de distribución territorial y de distribución funcional y personal de la renta, son años muy agitados y turbulentos.

Los beneficios aumentan espectacularmente en algunos sectores, marcando un tono general de gran prosperidad empresarial, que anima proyectos de fiscalización de los beneficios extraordinarios de guerra (19). Los niveles de rentabilidad empresarial son, efectivamente, los más altos desde el inicio de la serie disponible que comienza en 1880 (Tafunell, 2000). El valor de 1918 lo seguirá siendo hasta 2006 (Carreras y Tafunell, 2018). Ello también se refleja en la constitución de sociedades (véase gráfico 7), que alcanza cotas próximas a las de 1899.

Mientras tanto, los salarios nominales no logran seguir el ritmo del aumento de precios, y los salarios reales –y con ellos el consumo privado– se hunden (Prados de la Escosura, 2017). No nos debe extrañar, pues, que la desigualdad alcance niveles máximos precisamente en 1918, que no se superarán hasta pasada la Guerra Civil (Prados de la Escosura, 2008; Vilar, 2009).

La posición internacional de la economía española mejoró espectacularmente. La neutrali-

dad produjo unos efectos balsámicos en las cuentas exteriores españolas (Sudrià, 1990). Las cuentas corrientes en el Banco de España no dejaron de crecer. Se convirtió, al finalizar la guerra, en el banco central titular de las cuartas mayores reservas de oro del mundo. Los precios habían crecido intensamente, pero mucho menos que en el resto del mundo beligerante. La peseta tendió a apreciarse. Los capitalistas que supieron reinvertir sus ganancias lograron un enriquecimiento duradero, mientras que los que no las supieron reinvertir adecuadamente o tuvieron mala suerte, se arruinaron (20).

### *1918-1931: la expansión de los años veinte: reinvertiendo las ganancias de la guerra*

Acabada la guerra mundial vienen años convulsos e intensos. Convulsos por las luchas por la distribución del ingreso. La guerra había implicado una redistribución marcadamente favorable a los intereses del capital y el empresariado, pero fuertemente desfavorable para los asalariados, que ven sus salarios deteriorados por la inflación. Ello generará movimientos huelguísticos y movilización sindical para recuperar capacidad adquisitiva. De hecho, los años de 1917 a 1923 están dominados en lo político y en lo social por esta conflictividad de las relaciones laborales. Pero no hay un ciclo económico detrás de estas tensiones. En España la crisis de reconversión posbélica será poco perceptible. Lo que sí se notará es la violencia por la distribución de los beneficios y las pérdidas. Los indicadores cuantitativos crecen desde el mínimo de 1918. Hay una recuperación económica que se va consolidando y que da lugar al período más largo de bonanza económica que

habrá vivido España hasta aquel momento. En efecto, de 1919 a 1929 se asiste a una expansión rápida y casi ininterrumpida. Eso sí, será muy irregular entre 1925 y 1930, con grandes altibajos anuales.

A esta expansión la podemos caracterizar como el ciclo de entreguerras, a la europea, o como la bonanza de los años veinte o como los felices veinte, a la americana. Sea cual sea la descripción, es un período de fuerte crecimiento y cambio estructural. Asistirá a un empuje inversor nunca visto hasta aquel momento (véase gráfico 5) que será de un orden similar (duplicación de la proporción sobre el PIB) al que supuso el gran ciclo ferroviario de 1855-1868. La industria también crecerá a muy buen ritmo. Por primera vez, habrá un decenio casi completo de tasas de crecimiento del producto industrial sostenidamente altas. La industria se difunde fuera de las regiones previamente industrializadas hacia núcleos urbanos que están ganando mucho dinamismo (21). La bonanza acumulada hasta 1929 aporta un 53,9 por 100 de incremento del PIB (véase cuadro 1).

Los contenidos materiales del ciclo inversor fueron muy transversales: plantas industriales, redes eléctricas y estaciones generadoras de hidroelectricidad, construcción residencial, obra pública (embalses, carreteras, ferrocarriles), redes de telefonía, regadíos, etc. (Herranz Loncán, 2008). En el etcétera podemos incluir las exposiciones de Barcelona y de Sevilla. El dinamismo del mundo urbano, y el colapso del mundo agrario y minero exportador, promovió grandes movimientos migratorios internos que alimentaron, a su vez,

la demanda residencial. Además, las políticas de la Dictadura de Primo de Rivera fueron procíclicas y se interrumpieron súbitamente en 1930. La crisis del comercio exterior y la crisis política interna colapsaron las variables más sensibles al ciclo, como la inversión, que se hundió hasta el mínimo de 1931, que fue, quizá no por casualidad, el año del hundimiento de la Monarquía y del advenimiento de la Segunda República.

### *1931-1936/1938: depresión económica y cambio de régimen. El ciclo republicano*

La economía española no sufrió la Gran Depresión por el canal financiero, pero sí por el canal del comercio exterior. Las políticas republicanas, de mejora de la capacidad negociadora de los sindicatos, favorecieron las alzas salariales y el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de bienes de consumo. La inversión, más condicionada por factores políticos, experimentó una fuerte caída inicial por el pánico empresarial a lo que podía deparar el nuevo régimen. No se recuperó (gráfico 5), pese al programa de construcción de escuelas y, en general, de inversión pública. En conjunto, el impacto recesivo fue mucho menor que el padecido por los Estados Unidos y los países de la Europa central, y estuvo en línea con los países de la Europa occidental del bando aliado durante la Gran Guerra. Sobre todo, España se ahorró la caída del PIB en picado de 1931 a 1933. Los años 1934 y 1935 fueron de modesta recuperación. El golpe de Estado del 18 de julio, seguido del inicio de la Guerra Civil, interrumpió de cuajo esa recuperación. Mientras la segunda mitad de los años treinta fue buena en Europa,

resultó calamitosa en España. Atendiendo a la realidad estadística, podemos hablar de un ciclo «republicano», que iría del mínimo de 1931 al de 1937/1938. Mientras que la recuperación de 1933-1935 fue tímida, la caída del PIB en 1936 tuvo un carácter espectacular, por dramática (véase gráfico 4). De hecho, es la mayor que tenemos registrada en la historia económica de la España contemporánea: -23,5 por 100. Siguió cayendo en 1937 y se estabilizó en niveles muy bajos en 1938, un 29,2 por 100 por debajo del nivel de 1935. Se combinó la destrucción bélica, la movilización del trabajo por parte de los ejércitos en conflicto, la destrucción de vidas por la guerra y por la represión, la ruptura de los vínculos internacionales y la ruptura del mercado interior. La economía española, que había capeado mejor la Gran Depresión que la mayoría de las economías europeas, no pudo aprovechar la recuperación del final del decenio de 1930. Salió completamente empobrecida de la guerra.

### VIII. LOS CICLOS FUERA DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL: GUERRAS Y AUTARQUÍA

*1936-1945: guerra civil y guerra mundial: destrucción, especulación y parálisis*

Del mínimo de finales de 1938 y principios de 1939 comenzará un nuevo ciclo expansivo vinculado algo a la reconstrucción, mucho al final de la Guerra Civil y bastante a la Segunda Guerra Mundial. La ausencia de una reconstrucción posbélica a gran escala se debió a la continuada movilización de recursos públicos

hacia el gasto de defensa interna y externa, combinada con un hundimiento del ingreso per cápita que tampoco permitió la generación de ahorro con finalidad reconstructiva (Catalán, 1995). El final de la contienda facilitó la reunificación del mercado nacional y la recomposición de una economía capitalista en la que los beneficios eran legítimos y bienvenidos. Fueron la variable que más se recuperó, alcanzando el máximo histórico secular desde el inicio de la serie (Tafunell, 1998). Hubiera podido haber una fuerte orientación exportadora destinada a recabar recursos externos para la reconstrucción, pero esto no sucedió. En parte, se debió a la política de Franco de mantener la peseta alta, que fue funesta para la capacidad competitiva de la economía española, a la vez que forzó un racionamiento aún más estricto de todos los productos de primera necesidad. Pero también se debió a la presión para liquidar deudas contraídas con Alemania durante el conflicto civil y al deseo de nacionalizar o naturalizar (españolizar en cualquier caso) cuanto antes la red de ferrocarriles, la red de telefonía y la producción y distribución de tabacos (Carreras, 1989). De hecho, en plena escasez de divisas, España tuvo un saldo por cuenta corriente positivo: exportó ahorro doméstico. Un fenómeno aberrante (Martínez, 2003). El resultado fue una reconstrucción permanentemente aplazada. Aun así, los años posteriores a la Guerra Civil fueron de modesta recuperación. Queda registrado en el PIB (crece un 28 por 100 de 1938 a 1945), menos en la FBCF, y mucho en la constitución de sociedades (gráfico 7). El grueso de las que se formaron se orientaron a la promoción inmobiliaria. Las destrucciones de la guerra en las grandes ciudades y la fuerte

recuperación de los beneficios activaron grandes proyectos urbanísticos e inmobiliarios. Pero la economía no logró seguir el ritmo de las expectativas que se habían suscitado. El consumo privado apenas se recuperó al hundirse los salarios reales en un contexto de incremento de precios y de congelación de ingresos nominales. Además, durante todo el ciclo considerado el gasto militar fue extraordinariamente alto, lo que se financió básicamente por contracción del consumo privado. La pésima cosecha de 1945 puso punto final a la tímida reconstrucción de posguerra.

La oportunidad perdida de la Segunda Guerra Mundial queda perfectamente ilustrada en la serie de las relaciones reales de intercambio de España a muy largo plazo (Carreras y Tafunell, 2018, partiendo de Tena, 2005). El máximo histórico, muy por encima del registrado durante la Primera Guerra Mundial, se dio durante la Segunda. Sin embargo, esta oportunidad apenas se aprovechó, lo que no significa que no la aprovecharan algunos. La neutralidad española fue falsa y sus exportaciones no pudieron liberarse de los compromisos con la Alemania de Hitler del bando vencedor de la Guerra Civil.

*1945-1953: el doble ciclo autárquico (1945-1949-1953)*

Una sensibilidad más política, justificable en un período donde el titular del poder político lo tenía todo, en exclusiva, fijaría el final del ciclo en 1951, coincidiendo con un significativo cambio de Gobierno que también cambió expectativas y políticas económicas (el impacto se puede ver en la inversión, gráfico 5). Los datos de PIB apuntan más a 1953, pero 1949 también es un

punto de inflexión muy relevante (gráfico 4).

El cierre radical de la economía española adoptó la forma explícita de «autarquía» (Barciela, 2003). Todo lo sucedido en el campo económico entre el avance de las tropas de Franco y el final del decenio de los cuarenta se explica desde la perspectiva de la voluntad autárquica. Pudieron crecer aquellos sectores que dependían de materias primas domésticas, como fue el caso de la construcción. Con recursos privados hubo construcción residencial. Incluso fue dinámica. Los picos inversores de 1941 y 1948 son de construcción residencial. Las sociedades constituidas son básicamente para edificación. Quizá sea el ciclo proporcionalmente más dedicado a la edificación residencial hasta el de la primera década del euro. El punto final de esta etapa tuvo componentes políticas y económicas. Lo fijamos en dos fechas: 1949 y 1953. El final de 1949 está relacionado con el primer paso en el abandono de un elemento característico de la autarquía: la alta cotización de la peseta. Franco estaba muy apegado a la idea, propia en aquellos tiempos, posteriores a la Gran Depresión, de políticos conservadores, que el prestigio nacional era el prestigio de la divisa. Salazar y el escudo caro eran su modelo. La peseta era cara. El coste fue altísimo, pues hubo que racionar duramente las divisas para las importaciones. Los tecnócratas del momento tuvieron que inventarse subterfugios para devaluar la peseta sin que se notara. Introdujeron el sistema que luego se denominó de cambios múltiples, que fijaba cambios distintos según fueran las transacciones para las que se solicitaban divisas (Serrano y

Asensio, 1997). El sistema ya se había utilizado abiertamente en países latinoamericanos durante la Gran Depresión. Se replicó en España tratando de no ofender ni desautorizar al Dictador. De 1939 a 1949 España vivió una intensa sobrevaloración de la peseta que queda registrada en la serie de tipo de cambio efectivo –ponderando los principales socios comerciales– y real –descontando los diferenciales de inflación– (Aixalà, 1999; Carreras y Tafunell, 2018).

Los cambios múltiples funcionaron y se ampliaron. En 1949 y en 1952 permitieron ajustes importantes de la paridad de la peseta a su cotización de mercado, pero no fue hasta 1959 que se completó la corrección.

En 1949 comienza un nuevo ciclo breve, también de cuatro años, hasta 1953. Sería el último ciclo plenamente autárquico, que se cerrará en 1953 con el fin del período más duro de la autarquía, el vinculado a las cartillas de racionamiento. Durante todos estos años España no logró entrar en el Plan Marshall. La orientación política de su régimen lo impedía (22). En conjunto, de 1945 a 1953 la economía española creció (un 32 por 100), pero distanciándose de la europea occidental.

## **IX. LOS CICLOS DE LA REINCORPORACIÓN A LA ECONOMÍA INTERNACIONAL Y DE LA PESETA DÉBIL**

*1953-1959: el ciclo de la industrialización por sustitución de importaciones (ISI)*

El paso de la autarquía dura a la ISI tuvo el primer hito importante en 1949, con la primera

flexibilización del tipo de cambio mediante la introducción de los tipos de cambio múltiples. En 1951, un cambio de Gobierno inicia el desmontaje de las regulaciones interventoras del mercado más ineficientes e ineficaces, como las fijaciones del precio del trigo y de la electricidad muy por debajo de los precios de mercado. Intervenciones de este tipo había muchas, en la medida que la filosofía económica del nuevo régimen era de ordenancismo de base militar, con la convicción que se podía disciplinar el mercado y los incentivos individuales. Fue terreno abonado para el mercado negro –el estraperlo– y la corrupción para conseguir permisos y tratos de favor.

En 1953 se firmará el acuerdo de las Bases con los Estados Unidos, liquidando el ostracismo internacional (Calvo, 2001). Cada paso será un estímulo para las expectativas de crecimiento sin tocar al Dictador. Reaccionarán positivamente todas las variables más cíclicas, como la constitución de sociedades, la cotización de la renta variable en Bolsa, la inversión y la rentabilidad empresarial. Todas ellas reflejan esta sucesión de ciclos breves –1945, 1949, 1953 y, finalmente, 1960–. El máximo del último período estará en 1958. La variable que mejor reflejará el modelo de crecimiento de esos años será la producción industrial. Su tasa y estabilidad serán comparables o ligeramente superiores a las de los años veinte. La diferencia será que se realizará a niveles de ingreso per cápita mucho más bajos en comparación con los europeos occidentales. Mientras que el crecimiento industrial de los años veinte se realizó con un PIB per cápita del orden del 70 por 100 de la media de la

Europa occidental, el de los años cincuenta se desplegó con un nivel del 55 por 100 (23).

Es también muy notable la pujanza de la inversión (véase gráfico 5), retenida durante los años de la posguerra y la autarquía, que reacciona con enorme brío cuando la guerra de Corea señala claramente que los Estados Unidos se interesan amistosamente por el régimen del general Franco dado su carácter férreamente anticomunista. El incremento de la capacidad exportadora facilitado por la devaluación implícita o explícita de la peseta permitió un incremento de las licencias de importación que se orientaron inmediatamente a la compra, primero, de recambios para una maquinaria muy envejecida y, después, a su reemplazo.

El modelo ISI duró poco porque el apetito importador desbordaba por completo la capacidad productiva (de sustitución de importaciones) nacional. La imposibilidad de sostener el crecimiento con los mecanismos de asignación de recursos existentes precipitó un cambio de modelo que se produjo en 1959 —el famoso Plan de Estabilización—, con efectos negativos intensos sobre la demanda agregada interna en 1959 y 1960, pero con efectos muy positivos sobre la balanza por cuenta corriente que permitirán una nueva oleada de crecimiento en los años sucesivos.

### *1960-1970: el ciclo del desarrollo. Las grandes migraciones*

Es en 1960 que el experimento de tímida liberalización de la autarquía mediante el impulso de políticas de industrialización por sustitución de importacio-

nes, desmantelado en 1959 con el Plan de Estabilización y Ordenación Económica («ordenación económica» fue la manera políticamente correcta de referirse al desmontaje de las asfixiantes regulaciones autárquicas e intervencionistas), se desploma a nuevos mínimos. Así fue, ostensiblemente, en relación a la Europa occidental. El plan tiene una componente estabilizadora clásica, de enfriamiento de la demanda agregada, incluyendo una fuerte devaluación de la peseta, y un conjunto de medidas de «ordenación económica» que son un plan de liberalización económica, tímida pero real.

En efecto, del mínimo de 1960 se sale con una intensidad nunca antes vista. La velocidad del crecimiento de todas las variables económicas relacionadas con el PIB es espectacular (gráficos 1 y 4). Se habla de «milagro económico» porque las tasas de crecimiento son parecidas a las de los países que gozaron de un hipercrecimiento después de la Segunda Guerra Mundial. La diferencia del español es que se produce con quince años de retraso. Las tasas de crecimiento superan las de los años veinte y las de los cincuenta. De 1960 a 1970 el incremento del PIB es del 110 por 100, nunca visto ni antes ni después. La formación bruta de capital crece tan rápidamente como en los años veinte, aunque menos (pero durante más tiempo) que durante el gran ciclo ferroviario de 1856-1868 (gráfico 5). El cambio estructural es rápido y afecta tanto a la composición del producto como, y aún más, a la distribución sectorial de la población activa. El campo español, que se había repoblado durante la autarquía, se vaciará, en parte por emigración a las áreas urbanas españolas y en parte por emigración a Europa.

La devaluación de la peseta, que había favorecido este último movimiento, favorecerá también una oleada de visitas de turistas extranjeros. El nuevo marco de estabilidad económica con menor intervencionismo público alentará la inversión extranjera. Todo se combinará para generar un círculo virtuoso de crecimiento. El impulso durará una década. Agotará parte de su ímpetu en 1970. Normalmente, se suele prolongar la presentación e interpretación de este ciclo expansivo hasta 1974. Ello se debe a la coincidencia con la segunda etapa del régimen de Franco y, el final, con la primera crisis del petróleo. Pero los indicadores cíclicos son muy tozudos: el ciclo iniciado en 1960 se agota en 1970.

En cualquier caso son años de recuperación (parcial) del atraso acumulado durante la guerra y la autarquía. La palanca transformadora más importante la constituirán las migraciones masivas, que permitirán ganancias de productividad extraordinarias, particularmente brillantes cuando las medimos como productividad total de los factores PTF, o sea, como mejoras en la eficiencia asignativa. Durante esta década, y a principios de la siguiente, la mejora de la PTF española será similar a la de los países que experimentaron los crecimientos más rápidos de la Edad Dorada.

### *1970-1981/84 (1970-1975; 1975-1984): el final de la Edad Dorada. Crisis energética y transición política*

Del mínimo relativo de 1970 —es una tasa de crecimiento visiblemente menor (gráfico 4)— arranca con fuerza un nuevo ciclo. Difiere del anterior por las señales de calentamiento económico: inflación creciente,

salarios crecientes, conflictividad obrera pese a la legislación represiva existente y aplicada, desequilibrios por cuenta corriente más difíciles de ajustar, etc. Los fundamentales de la economía española han comenzado a parecerse a los de las economías de la Europa occidental, que comienzan a sufrir síntomas de desaceleración y rigidez, caracterizados después bajo el común denominador de «el final de la Edad Dorada» (Solchaga, 1997; Battilossi, Foreman-Peck y Kling, 2010). De 1971 a 1973 parece que todo vuelva a funcionar sin problemas, pero en el otoño estalla la crisis del petróleo, que se va complicando en 1974 con una sucesión de subidas de precios que el régimen de Franco, que se siente más débil, no se atreve a trasladar a los consumidores. Esta narcotización de los costes permite que España goce de un año 1974 extraordinario. Mientras que todos los países occidentales están en crisis, España no. La ficción será difícil de mantener. Se mantiene a capa y espada en 1975, cuando la salud del general Franco es cada vez más frágil, hasta su fallecimiento en noviembre del mismo año. De 1970 a 1975 detectamos este último ciclo del franquismo, enmarcado entre dos mínimos relativos en las tasas de crecimiento, pero también entre estados de excepción, negociaciones exitosas con la Comunidad Económica Europea sobre eliminación de barreras al comercio de bienes industriales, y nuevos ostracismos internacionales por condenas de muerte dictadas por tribunales «de orden público».

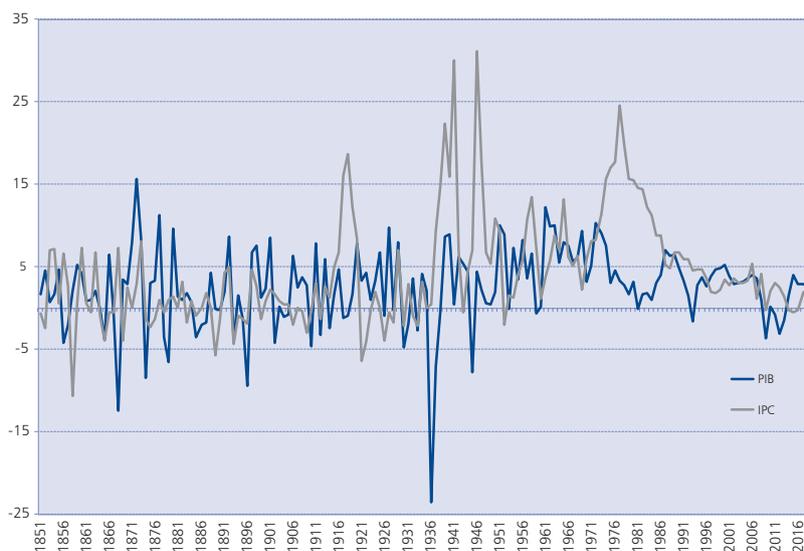
Es difícil distinguir una divisoria económica que separe este último ciclo del franquismo

con el de la Transición y por ello es preferible referirnos al ciclo 1970-1981 (24). En 1976, el primer Gobierno pos-Franco tampoco se atreve a subir los precios de los carburantes. El problema es que los desequilibrios exteriores están muy presionados, y los presupuestarios, también. La inflación crece aceleradamente. El tránsito del régimen dictatorial a las primeras elecciones democráticas obliga a posponer un año más la toma de decisiones impopulares. Una vez realizadas las elecciones de junio de 1977 entrará un equipo de gobierno que se siente legitimado por las urnas ante la ciudadanía. La situación se asemeja a la del inicio del verano de 1959: todos los equilibrios macroeconómicos están rotos y la inflación disparada. De hecho, el ciclo inflacionario es el más importante en la historia contemporánea de España tal como se puede apreciar en el gráfico 8.

Los Pactos de la Moncloa conseguirán resolver la situación al pactar el control de la inflación, especialmente el control de las subidas salariales indexadas a la inflación, a cambio de un importante paquete de medidas que constituye, esencialmente, la implementación del Estado de bienestar.

¿Es este ciclo político un ciclo económico? En términos de variables monetarias lo es. En términos de variables reales, no. El impacto de las crisis del petróleo acaba condicionando el ciclo más que el tardofranquismo y la transición a la democracia. Por todo esto, el ciclo que se iniciaba en 1970 no se agota en 1977, sino que va más allá, como mínimo hasta 1981, y aún se podría defender que hasta 1984. La selección de 1981 como punto terminal subraya el impacto de las dos crisis del petróleo al producir en este año su mayor impacto negativo

GRÁFICO 8  
PIB E INFLACIÓN. PRIMERAS DIFERENCIAS, 1851-2019



Fuentes: Elaboración propia con datos de Prados de la Escosura (2017) y Carreras y Tafunell (2018).

sobre el PIB, de hecho la primera ocasión desde 1960 en que se registra una tasa negativa de la variación del PIB. Seleccionando 1984 como punto terminal incorporamos los años de pulso económico aún débil, precisamente por el impacto del segundo *shock* petrolífero, antes del despegue que representará la expectativa inminente de la entrada en la Comunidad Económica Europea. Desde 1977 no hay forma de distinguir un ciclo con su etapa de expansión. Todos los años posteriores a 1977 hasta 1984 son de anemia económica. Los esfuerzos de reconversión industrial, la crisis bancaria y la explosión del desempleo ahogan cualquier atisbo de recuperación. La combinación de crisis económica (caída de demanda) e incremento de costes (energéticos, salariales y tipos de interés reales) generó una fuerte presión sobre los beneficios hasta llevarlos al mínimo histórico (Carreras y Tafunell, 2018).

De hecho, los años de 1973 a 1982 son de caída ininterrumpida de la rentabilidad financiera de la empresa. Se aguantó con el recurso al crédito barato mientras que los tipos de interés reales fueron negativos, pero al caer la inflación y liberalizarse los tipos de interés se pasó a tipos de interés reales positivos que hundieron la rentabilidad de muchas empresas. La quiebra de RUMASA y su expropiación final resumen a la perfección esta trayectoria.

La situación cambiará drásticamente en 1985, cuando se concrete la incorporación de España a la CEE.

#### *1984-1993: el ciclo de la integración comercial europea*

El ciclo de la integración europea arranca en el último año

depresivo antes de la firma del acuerdo de integración en la CEE: 1984. El cambio de expectativas fue espectacular a partir del momento de la firma del Tratado de Adhesión en junio de 1985. Al año siguiente todas estas expectativas se pudieron materializar y medir en la Bolsa, que alcanzó su mayor crecimiento interanual desde 1850, cuando contamos con datos seriados, y hasta 2017 (véase gráfico 6).

Después de 1984 vinieron cinco años de crecimiento vibrante, como hacía tiempo que no se veía, hasta tres años superando el 6 por 100 anual per cápita, seguidos de una desaceleración que se esperaba que fuera suave, pero acabó siendo brusca, en 1993. El ciclo estuvo completamente vinculado a la primera fase de integración económica en la CEE, consistente esencialmente en los años del desarme arancelario. Fue particularmente intenso al combinar la desgravación frente a Europa con la desgravación frente al resto del mundo y una segunda oleada de integración económica intraeuropea (la conocida como el Acta Única). El año 1993 fue el de las devaluaciones. Una fuerte crisis del tipo de cambio justo cuando se acababa de pactar la ruta a la integración monetaria.

Se suele olvidar que los años de la integración comercial, con sus altas tasas de crecimiento, no destacaron por el crecimiento del grado de apertura comercial (las importaciones se dispararon, pero las exportaciones más bien retrocedieron), sino por coexistir con tipos de interés reales crecientes hasta alcanzar el máximo de la serie que comienza en 1960.

No fue el único desequilibrio macroeconómico vistoso del

ciclo. El desempleo masivo, que se había logrado reducir con un conjunto de reformas flexibilizadoras del mercado de trabajo, se disparó a nuevas cotas nunca antes vistas en cuanto se manifestaron los primeros síntomas de recesión. La difusión de los contratos temporales produjo un efecto devastador en la tasa de ocupación cuando la coyuntura cambió. La facilidad con la que se podía contratar también era facilidad para no renovar los contratos a su vencimiento, sin costes de ningún tipo.

## **X. LOS CICLOS DE LA ABUNDANCIA FINANCIERA EN LA GLOBALIZACIÓN Y LA DIGITALIZACIÓN**

### *1993-2009/2012: el ciclo de la integración monetaria europea*

Precisamente, la apuesta por la integración monetaria acabó siendo la estrategia de salida de la crisis. Las devaluaciones ajustaron, como había venido siendo habitual desde 1949, el déficit competitivo de la economía española. Pero, una vez realizado el ajuste, España se incorporó al proyecto de creación del euro. El adiós a la peseta y su sustitución por el euro significaron la ruptura de medio siglo de recurso a la devaluación para ajustar las pérdidas de competitividad de la economía española. Dejó de contar con esta palanca de ajuste. Un verdadero cambio de régimen monetario con implicación directa sobre el modelo económico y productivo (García Delgado y Serrano, 2000).

A cambio de esta renuncia había una ventaja indiscutible. Tan pronto como se visibilizó la voluntad de integración la prima de riesgo comenzó a bajar

y con ella los tipos de interés a largo plazo. De hecho, de 1998 a 2007, las emisiones de deuda soberana española no pagaron prima de riesgo. España gozó de toda la reputación y confianza del conjunto de la zona del euro.

La evolución del índice de renta variable de la Bolsa deflacionado nos recuerda otro efecto de la caída de los tipos de interés a largo plazo a mínimos históricos: los valores en Bolsa superan por primera vez en 1997 los máximos históricos registrados desde 1850: 1852, 1881, 1973 y 1989 (Carreras y Tafunell, 2018). Para la Bolsa también será un nuevo régimen, puesto que una vez superados esos máximos históricos, ya no volverá a caer por debajo de ellos ni siquiera en los peores momentos de la crisis.

El tránsito al euro no proporcionó tasas de crecimiento del PIB tan altas como las de la primera etapa de integración comunitaria, pero aún hubo tres años seguidos (1998, 1999 y 2000) con tasas superiores al 4 por 100 (en 2000, superior al cinco). De 1994 a 2007 no hubo ningún año con un crecimiento inferior al 2,8 por 100. No hubo caídas del PIB, solo leves desaceleraciones. Toda esta década larga está, pues, presidida por la integración en la zona del euro. Desde 1993 a 1998 es preparatoria, y a partir de enero de 1999 ya es de plena participación, desde su nacimiento, en la nueva divisa comunitaria.

Podemos distinguir, a partir de 2002, un nuevo rasgo que exige nuestra atención. El PIB sigue creciendo a buen ritmo, pero el PIB per cápita pierde fuelle, ostensiblemente. La diferencia, explicable por la alta inmigración neta, ya había apa-

recido desde el inicio del ciclo de la integración monetaria, pero solo explicaba medio punto del crecimiento del PIB. A partir de 2002 se multiplica por tres y ya representa más de punto y medio. En 2007 ya representará dos puntos. En términos de PIB per cápita se trata de realidades previamente desconocidas en España, tradicionalmente país de emigración. El flujo inmigratorio disimuló la ralentización del dinamismo del PIB per cápita, reflejo, a su vez, de una productividad estancada. El crecimiento se basaba cada vez más en la utilización intensiva del trabajo. El cambio sorprendió a propios y extraños al ser contemporáneo de otro cambio espectacular: la economía española se convirtió en exportadora de capital, habiendo sido importadora desde hacía siglos.

Surge en esos años la paradoja del gran bienestar doméstico, la gran inmigración, el pleno empleo, la explosión de la multinacionalización de la empresa española, pero la inexistencia de crecimiento de la productividad. La productividad total de los factores está completamente estancada y la productividad del trabajo, también. La focalización inversora en la promoción inmobiliaria es un indicio poderosísimo de burbuja financiera (García-Montalvo, 2008).

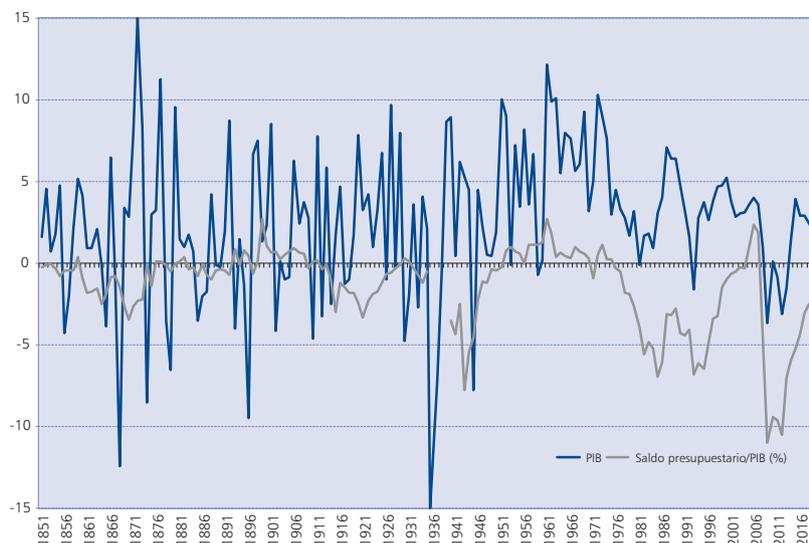
Cuando llegue la crisis financiera, inicialmente en 2007 y agravándose desde 2008, se disuelve el modelo de crecimiento con un aumento inmediato del desempleo. Si el modelo de relaciones laborales y el modelo productivo se han ido basando en ajustes en cantidades de trabajo más que en el precio del trabajo, la crisis de 2008-2009 es el caso más espectacular que po-

demos documentar hasta el estallido de la pandemia de coronavirus.

El punto de finalización del ciclo de la integración monetaria suscita una reflexión interesante. La crisis de la Gran Recesión estuvo seguida en España por la crisis del euro. Ello generó una crisis en forma de «W», o sea, dos crisis con una breve recuperación en medio. Ahí donde muchos países se recuperaron a finales de 2009 y comenzaron un 2010 de claro relanzamiento, España recayó por la crisis financiera que se había tratado de resolver ganando tiempo y esperando el saneamiento en la recuperación. La crisis del euro impidió a la economía española poder contar con una capacidad de endeudamiento ilimitada como la que había tenido hasta bien entrado 2010. Los puntos mínimos cíclicos fueron 2009 y 2012. La prima de riesgo, que se había esfumado con la integración monetaria, reapareció y volvió a crecer con fuerza, hasta el punto de poner en jaque la estabilidad y la independencia de las finanzas públicas (25).

Lo que socavó los cimientos de la sostenibilidad económica española fue, sin embargo, un episodio menor, si lo ponemos en perspectiva histórica. Ni los tipos de interés a largo plazo fueron tan altos, ni lo fue la prima de riesgo ni lo fueron los tipos de interés reales (26). No obstante, los compromisos de gasto que habían adoptado las administraciones públicas eran tan altos que la rigidez del gasto público hacía insostenible cualquier incremento de un gasto alternativo, pero que parecía improductivo y/o ilegítimo a ojos del electorado, como el servicio de la deuda.

GRÁFICO 9  
**PIB (PRIMERAS DIFERENCIAS) Y SALDO PRESUPUESTARIO, 1851-2019**  
 (En porcentaje del PIB)



Fuentes: Elaboración propia con datos de Prados de la Escosura (2017) y Carreras y Tafunell (2018).

En conjunto, la liquidación del ciclo expansivo se alargó cinco años, hasta 2013. Por el camino, en lo peor de la crisis (2009-2012), el saldo presupuestario alcanzó sus cotas más negativas desde el inicio de la serie en 1850 (véase el gráfico 9).

Ha habido períodos en que han durado más los saldos negativos. Sin ir más lejos, de 1976 a 2005. Pero la profundidad de los déficits públicos de 2009 a 2012 no tenía precedentes (27).

### *2013-2020: el ciclo de la recuperación sin expansión*

El punto más bajo de la doble crisis se alcanza en el año 2013, pero la recuperación también comienza en 2013, en forma de desaceleración de la caída. El PIB y el PIB per cápita siguieron descendiendo buena parte del año 2013. Tras el verano se superó el

punto más bajo y se comenzó a crecer. La recuperación se extendió, ininterrumpidamente, hasta el invierno de 2020, pero claramente podemos distinguir el período de incremento de tasas de crecimiento, que llega hasta 2016 y que corresponde a la recuperación propiamente dicha, y el de desaceleración que se extiende desde 2016 al invierno de 2020. No llegó a haber una expansión distinta de la recuperación.

Hay amplio consenso sobre la importancia de la devaluación salarial interna facilitada por la reforma laboral de 2012 para explicar la salida de la crisis. La reducción de salarios y el mayor poder negociador de las empresas ha sido la vía de devaluación interna practicada en un sistema monetario rígido, fijado externamente. España tuvo que descubrir qué representaba estar en un

sistema de tipos de cambio fijos definido externamente, como era el patrón oro en su período clásico. Los únicos márgenes de adaptación ante un *shock* externo acaban siendo la devaluación interna por imposibilidad de devaluación externa, que es la que se había venido aplicando desde hacía más de sesenta años. La devaluación salarial ha permitido un cambio radical en la balanza por cuenta corriente, que ha pasado de extraordinariamente negativa a positiva. Los fundamentos sectoriales y productivos de la recuperación –mal se puede llegar a calificar de expansión, en la medida que apenas se superaron los niveles precrisis– fueron parecidos a los de la expansión anterior por cuanto también estaban basados en trabajo barato: turismo y construcción residencial. Además, ha habido un importante esfuerzo manufacturero exportador y el despliegue de nuevos negocios basados en la nueva economía digital –más bien la reconversión de viejos negocios mediante la incorporación a la nueva economía digital–.

El ciclo se acaba abruptamente a mediados de marzo de 2020 con la declaración del estado de alarma y el confinamiento general a causa de la pandemia de la COVID-19. No sabemos todavía a cuánto ascenderá la caída del PIB. Puede que no sea la crisis más intensa. Mucho más lo fue la causada por la Guerra Civil. Pero los precedentes son preocupantes. No sabemos cómo quedará en este *ranking* de fatalidades la actual crisis del coronavirus. El año 1945 fue un  $-7,8$  por 100; 1936,  $-23,5$ ; 1896,  $-9,5$ ; 1874,  $-8,5$ ; 1868,  $-12,4$  y 1808,  $-7,9$ . Son muy malas compañías.

## XI. RECAPITULACIÓN Y CONCLUSIONES

El recorrido, eminentemente descriptivo, a lo largo de los ciclos de la economía española contemporánea nos deja, básicamente, una gran lección: no hay un *deus ex machina* que pueda explicar todos los ciclos. Ni siquiera hay un único modelo explicativo para la mayoría de ellos. Sí que podemos detectar que ciertos fenómenos o variables son dominantes en la explicación del ciclo en algunos períodos (28). La consideración de ciclos largos, con una fuerte base tecnológica e inversora, combinada con los regímenes monetarios y financieros dominantes clarifica la sucesión temporal de los ciclos económicos.

Así, por ejemplo, detectamos un primer ciclo largo (desde finales del siglo XVIII hasta el final de la primera guerra carlista) vinculado a la sucesión de guerras que fueron laminando el poder imperial de la Corona española hasta su desmoronamiento ante la presión de Napoleón. Tuvo que cambiar por completo el régimen institucional, en lo político y en lo económico, con algunas consecuencias positivas como la superación de la escasez de tierra cultivable que denunciaban los ilustrados. Las consecuencias monetarias de la pérdida de control del imperio americano fueron muy deflacionarias a la vez que empobrecedoras. Todo ello se va registrando en las variables consideradas. El empuje de la revolución industrial británica y su inicial difusión internacional ofrece algunas compensaciones, pero son insuficientes. No hay proyectos que movilicen el ahorro doméstico o exterior. Ni la industria ni la expansión agraria por roturación de nuevas tierras tienen suficiente

fuerza. La tienen en otros países, pero no en España.

La construcción ferroviaria domina buena parte –al menos la mitad– del siglo XIX, sometida a vaivenes que acaban siendo cíclicos, pero que no todos tienen el mismo patrón explicativo subyacente. Como en todos los asuntos económicos, cuentan mucho las instituciones, los regímenes políticos, las regulaciones públicas, la integración de los mercados financieros, la integración de los mercados de bienes, los movimientos de capitales, etc. Hemos subrayado como factor dominante, paralelo a la construcción ferroviaria, la tendencia a la apertura a la economía internacional que revierte el aislacionismo provocado por el derrumbe de los mercados protegidos imperiales. A diferencia del ciclo largo anterior, habrá mucho más crecimiento, especialmente en alguno de los ciclos decenales o quinquenales. La estabilidad monetaria será muy notable, con alguna tendencia contractiva que habrá que superar para no bloquear el crecimiento.

Entre finales del siglo XIX y 1949, cuando ni las infraestructuras todo lo explican (aunque la electrificación es, ciertamente, su componente principal) ni la cotización de la peseta es tan estable como lo era ni tan inestable como lo llegará a ser, se vive en un régimen monetario mixto en el que se mezclan períodos de rigor con otros de laxitud monetaria. La trayectoria general será de progresivo alejamiento de la economía internacional, hasta llegar al paroxismo autárquico final. La guerra de Cuba, las dos guerras mundiales y la Guerra Civil pesarán, para bien y para mal.

Si hablamos del medio siglo entre 1949 y 1998, la fuerte de-

manda de importaciones está en permanente tensión con la cotización de la peseta y el ciclo acaba estando dominado por la interacción entre los múltiples determinantes del saldo de la balanza por cuenta corriente, con el telón de fondo de la motorización, la industrialización y la progresiva liberalización del comercio exterior, desde la autarquía hasta la integración en la Unión Europea. La expectativa de enriquecimiento, como el que están experimentando los vecinos de la Europa occidental, todo lo puede, y va condicionando las mejoras en las políticas y la reforma institucional. En su conjunto, es un ciclo largo tremendamente exitoso –el que más– en términos de crecimiento y convergencia.

En el extremo temporal opuesto al largo ciclo de la escasez monetaria de los años finales del Antiguo Régimen y el Imperio americano, en el régimen del euro se ha podido vivir en plena embriaguez monetaria. Dinero abundante y capitales baratos para particulares, empresas y administraciones públicas. Además, se ha vivido en pleno desarrollo de las tecnologías de la comunicación y la información y de la economía digital. Pero las mejoras de productividad han sido muy escasas por la apuesta por un crecimiento intensivo en trabajo cada vez peor remunerado orientado a la construcción, las administraciones públicas y el turismo. La globalización, que ofrecía muchas oportunidades, habrá pasado dejando pocos resultados que sostengan un crecimiento basado en ingresos per cápita crecientes.

Los ciclos están insertos en su contexto, que no cesa de variar. Los regímenes monetarios, que tienen su potente derivada financiera, ofrecen un marco general.

Las grandes inversiones en infraestructuras vinculadas a oleadas de cambio tecnológico explican en qué bienes y servicios se concretarán. Constituyen los ciclos largos, que sí que existen. La combinación de condiciones monetarias y financieras y despliegue de nuevas tecnologías acaba explicando los ciclos económicos. En última instancia, el esquema interpretativo de Schumpeter incluyendo su distinción de ciclos largos (Kondratieff), ciclos de negocios (Juglar) y ciclos de inventarios (Kitchin) sigue siendo lo más potente que tenemos para orientarnos en la maraña cíclica de la marcha de la economía. Las crisis recurrentes que liquidaron la era de la Gran Moderación en la que parecía que los ciclos económicos habían desaparecido nos han devuelto a la dura realidad económica de un crecimiento que avanza con un motor fuertemente cíclico donde cuesta distinguir qué es una burbuja y qué es un incremento de productividad. No se ha acabado el trabajo para los economistas, pero aún no hemos descubierto el misterio de cómo crecer sin ciclos, sin crisis, sin euforias y sin depresiones.

#### NOTAS

(1) [https://frdelpino.es/investigacion/category/01\\_ciencias-sociales/01\\_economia-espanola/04\\_economia-espanola-perspectiva-historica/](https://frdelpino.es/investigacion/category/01_ciencias-sociales/01_economia-espanola/04_economia-espanola-perspectiva-historica/)

(2) Sigue funcionando, con gran autoridad académica y profesional, el Business Cycle Dating Committee.

(3) Número monográfico de la revista del Colegio de Economistas de España, *Revista de ECONOMÍA4*, coordinado por Vegara (2017), quien elabora sobre la relación entre crisis y ciclos.

(4) Una excelente revisión en REINHART y ROGOFF (2009), muy discutido pero muy útil. En lengua castellana se han escrito unos cuantos espléndidos libros sobre las crisis. El más compacto, por unitario y universal, es el de MARICHAL (2010), pero

son muy valiosos, en su concentración en la experiencia española, los editados por MARTÍN ACEÑA (2011), COMÍN y HERNÁNDEZ (2013), LLOPIS y MALUQUER DE MOTES (2013) y MARTÍN ACEÑA, MARTÍNEZ y PONS (2013). De este último ha acabado saliendo un esfuerzo de reflexión integrada de las crisis financieras (BETRÁN y PONS, 2019a, 2019b), que ya se anticipaba en BETRÁN, MARTÍN ACEÑA y PONS (2012) y en MARTÍNEZ y PONS (2014).

(5) ÁLVAREZ NOGAL y PRADOS DE LA ESCOSURA (2013) y LLOPIS *et al.* (2018) ofrecen múltiples series de este carácter.

(6) Seguimos nuestro texto de 2018, que parte de 1788 con una serie continua de PIB per cápita comparable y comparada con la de un conjunto de países de la Europa occidental. Ello genera un enfoque distinto, orientado a la explicación del crecimiento comparado.

(7) PRADOS DE LA ESCOSURA (2003; 2017). En 2003 la última etapa era 1974-2000. En 2017 esta se alarga a 1974-2007 y la última es 2007-2015.

(8) En 2003 acaba este último en 1952.

(9) RITSCHL y STRAUMANN (2010) lo hacen sistemáticamente en su revisión de la economía europea del período de guerras y entreguerras.

(10) Un trabajo reciente de STEFANO FENOALTEA (2020) precisamente corrige la estimación del PIB italiano para 1861-1913 para incluir plenamente las fluctuaciones del producto agrario y no reducirlas mediante procedimientos de alisado, que había sido la estrategia tradicional.

(11) Cuando no citamos fuentes distintas utilizamos nuestros textos de 2010 y 2018.

(12) La escasez de datos del PIB y su fragilidad –véanse las críticas de LLOPIS *et al.* (2018) a los resultados de NOGAL y PRADOS DE LA ESCOSURA (2013)– obligan a fijarse también en variables alternativas, como son los precios o la constitución de sociedades. Para una visión de conjunto, LLOPIS (2013).

(13) Los datos de precios usados son los de NOGUÉS-MARCO (2005) para Barcelona y los de REHER y BALLESTEROS (1993) para Madrid.

(14) NOGUÉS-MARCO (2005) discute que se pueda hablar de una gran deflación como rasgo diferencial de la economía española de esos años. Para todo el siglo XIX sigue siendo utilísimo SARDÁ (1948).

(15) Había habido un extraordinario incremento de precios con máximo en 1804 poco inferior al de 1812, general en la Meseta, pero tenía naturaleza más real (pésimas cosechas y carestía de subsistencias) que monetaria (abundante acuñación).

(16) TORTELLA (1973) es el primer tratamiento exhaustivo del despliegue del capitalismo empresarial en España. Comienza, precisamente, en 1829.

(17) SÁNCHEZ-ALBORNOZ (1968) sigue siendo un clásico sobre esta crisis.

(18) Todo este ciclo largo está detalladamente tratado por VELARDE (1999) en un texto muy idiosincrático, pero riquísimo de información y provocativo en sus interpretaciones. Para el contexto cíclico internacional es indispensable FLANDREAU *et al.* (2010).

(19) En todas partes: véanse las peripecias de la Hispano Suiza en Francia, magistralmente explicadas por JORDI NADAL, en colaboración con CARLES SUDRIÀ (2020).

(20) Dos casos opuestos son el Banco de Barcelona y la CHADE, magistralmente explicados, el primero, por SUDRIÀ y BLASCO (2016) y, el segundo por BORJA DE RIQUER (2016).

(21) Tesis ampliamente documentada por DÍEZ-MINGUELA, MARTÍNEZ-GALARRAGA y TIRADO (2018).

(22) GUIRAO (1998) explica cómo el régimen consiguió aprovechar parcialmente las necesidades de la reconstrucción europea.

(23) Nuestro argumento en CARRERAS y TAFUNELL, 2003, 2010 y 2018, documentado comparando la trayectoria española con la de la Europa occidental.

(24) Con esta opción nos alejamos de la visión canónica (GARCÍA DELGADO, 1990; CARRERAS y TAFUNELL, 2018), más atenta siempre a la divisoria política, que coincide con la primera crisis del petróleo.

(25) Para la crisis financiera y sus diversos impactos hay una amplísima literatura. Banco de España (2017) es la mejor versión oficial. Una gran interpretación, en clave cíclica, es la de OLIVER (2017).

(26) Para tipos de interés a largo plazo y para prima de riesgo, ver CARRERAS y TAFUNELL, 2018.

(27) Una visión personal de cómo se gestionaron en CARRERAS, MAS-COLELL y PLANAS (2018).

(28) En cambio, BETRÁN y PONS (2019a y b), partiendo de las crisis financieras, apuestan a fondo por un modelo explicativo unificado: las «bonanzas de capital».

#### BIBLIOGRAFÍA

AIXALÁ, J. (1999). *La peseta y los precios. Un análisis de largo plazo (1868-1995)*. Zaragoza: Prensa Universitarias de Zaragoza.

<p>ÁLVAREZ NOGAL, C. y PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2013). The Rise and Fall of Spain, 1270-1850. <i>Economic History Review</i>, 66(1), pp. 1-37.</p> <p>ARTOLA, M., dir. (1978). <i>Los ferrocarriles en España. 1844-1943</i>. Madrid: Banco de España.</p> <p>BANCO DE ESPAÑA (2017). <i>Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014</i>. Madrid: Banco de España.</p> <p>BARCIELA, C. (ed.) (2003). <i>Autarquía y mercado negro. El fracaso económico del primer franquismo, 1939-1959</i>. Barcelona: Crítica.</p> <p>BATTILOSSI, S., FOREMAN-PECK, J. y KLING, G. Business cycles and economic policy, 1945-2007. En S. BROADBERRY y K. H. O'ROURKE (eds.), <i>The Cambridge Economic History of Modern Europe</i>, vol. 2: 1870 to the Present, pp. 360-389.</p> <p>BETRÁN, C. y PONS, M. A. (2019a). Understanding Spanish financial crises severity, 1850-2015. <i>European Review of Economic History</i>, 23(2), pp. 175-192.</p> <p>— (2019b). Capital Flow Bonanzas as a Fundamental Ingredient in Spain's Financial Crises, 1850-2015, <i>EHES Working Paper</i>, 164.</p> <p>BETRÁN, C., MARTÍN-ACEÑA, P. y PONS, M. A. (2012). Financial crises in Spain: lessons from the last 150 years. <i>Revista de Historia Económica/ Journal of Iberian and Latin American Economic History</i>, 30(3), pp. 417-446.</p> <p>BURNS, A. y MITCHELL, W. C. (1946). <i>Measuring Business Cycles</i>. Cambridge, MA: NBER.</p> <p>CALVO, O. (2001). ¡Bienvenido Mister Marshall! La ayuda económica americana y la economía española en la década de 1950. <i>Revista de Historia Económica-Journal of Iberian and Latin American Economic History</i>, 19, pp. 253-276.</p> <p>CARRERAS, A. (1985). Los ciclos de la economía española. En <i>Enciclopedia de Economía Española</i>, fasc. 16. Barcelona: Orbis.</p> <p>— (1988). La coyuntura económica de 1888. En RAMÓN GRAU y MARINA</p>	<p>LÓPEZ (eds.), <i>La Exposición Universal de Barcelona. Libro del Centenario, 1888-1988</i>, pp. 412-419. Barcelona.</p> <p>— (1989). Depresión y cambio estructural durante el decenio bélico (1936-1945). En JOSÉ LUIS GARCÍA DELGADO (ed.), <i>El primer Franquismo: España durante la II Guerra Mundial</i>, pp. 5-34. Madrid: Siglo XXI.</p> <p>— (1999a). Prosperidad privada y miseria pública durante el Sexenio Democrático. En ALBERT CARRERAS, PERE PASCUAL, DAVID REHER y CARLES SUDRIÀ (eds.), <i>La industrialització i el desenvolupament econòmic d'Espanya. Homenaje al Doctor Jordi Nadal</i>, vol. 1, pp. 777-794.</p> <p>— (1999b). La coyuntura económica del 98. En OCTAVIO RUIZ-MANJÓN y ALICIA LANGA (eds.), <i>Los significados del 98. La sociedad española en la génesis del siglo XX</i>, pp. 281-306. Madrid: Biblioteca Nueva/ Universidad Complutense de Madrid.</p> <p>CARRERAS, A. y GARCÍA-IGLESIAS, C. (2010). Reflexiones sobre la historia monetaria de España, 1850-2000. En J. MORILLA, J. HERNÁNDEZ ANDREU, J. L. GARCÍA RUIZ y J. M<sup>a</sup> ORTIZ VILLAJOS (eds.), <i>Homenaje a Gabriel Tortella. Las claves del desarrollo económico y social</i>, pp. 477-495. Madrid: LID.</p> <p>CARRERAS, A. y GARCÍA-IGLESIAS, C. y KILPONEN, J. (2006). Un siglo y medio de velocidad de circulación del dinero en España: estimación y determinantes. <i>Revista de Historia Económica. Journal of Iberian and Latin American Economic History</i>, XXIV, 2, pp. 215-249.</p> <p>CARRERAS, A., MAS-COLELL, A. y PLANAS, I. (2018). <i>Turbulències i tribulacions. Els anys de les retallades</i>. Barcelona: Edicions 62.</p> <p>CARRERAS, A. y TAFUNELL, X. (2003). <i>Historia económica de la España contemporánea</i>. Barcelona: Crítica.</p> <p>— (2005). <i>Estadísticas históricas de España, siglos XIX y XX</i>, 3 vols. Bilbao: Fundación BBVA.</p> <p>— (2010). <i>Historia económica de la España contemporánea (1789-2009)</i>. Barcelona: Crítica.</p> <p>— (2018). <i>Del Imperio a la globalización</i>.</p>	<p><i>Historia económica de la España contemporánea</i>. Barcelona: Crítica.</p> <p>CATALAN, J. (1995). <i>La economía española y la segunda guerra mundial</i>. Barcelona: Ariel.</p> <p>CHANDLER JR., A. D. (1977). <i>The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business</i>. Cambridge, MA: The Belknap Press.</p> <p>COMÍN, F. (2016). <i>Las crisis de la deuda soberana en España (1500-2015)</i>. Madrid: Los libros de la Catarata.</p> <p>COMÍN, F. y HERNÁNDEZ, M. (eds.) (2013). <i>Crisis económicas en España, 1300-2012. Lecciones de la Historia</i>. Madrid: Alianza Editorial.</p> <p>CRAIG, L. y GARCÍA-IGLESIAS, C. (2010). Business cycles. En S. BROADBERRY y K. H. O'ROURKE (eds.), <i>Cambridge Economic History of Modern Europe</i>, vol. 1: 1700-1870, pp. 122-144.</p> <p>CRAIG, L. y FISHER, D. (2000). <i>The European Macroeconomy. Growth, Integration and Cycles, 1500-1913</i>. Cheltenham, UK: Edward Elgar.</p> <p>DE RIQUER, B. (2016). <i>Cambó en Argentina. Negocios y corrupción política</i>. Barcelona: EDHASA.</p> <p>DÍEZ-MINGUELA, A., MARTÍNEZ-GALARRAGA, J. y TIRADO, D. A. (2018). <i>Regional Inequality in Spain, 1860-2015</i>. Palgrave-Macmillan.</p> <p>FENOALTEA, S. (2020). Reconstructing the Past: The New Production.-Side Estimates For Italy 1861-913. MPRA Paper, n.º 99307.</p> <p>FLANDREAU, M., FLORES, J., JOBST, C. y KHOUDOUR-CASTERAS, D. (2010). Business cycles, 1870-1914. En S. BROADBERRY y K. H. O'ROURKE (eds.), <i>The Cambridge Economic History of Modern Europe</i>, vol. 2: 1870 to the Present, pp. 84-107. Cambridge: Cambridge University Press.</p> <p>FONTANA, J. (1977). <i>La Revolución Liberal (Política y Hacienda 1833-45)</i>. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.</p> <p>GARCÍA DELGADO, J. L. (dir.) (1990). <i>Economía española de la transición y la democracia</i>. Madrid: Centro de Investigaciones Sociológicas.</p>
--	--	---

<p>GARCÍA DELGADO, J. L. y SERRANO SANZ, J. M. (dirs.) (2000). <i>Del real al euro. Una historia de la peseta</i>. Barcelona: La Caixa.</p> <p>GARCÍA-MONTALVO, J. (2008). <i>De la quimera inmobiliaria al colapso financiero: crónica de un desenlace anunciado</i>. Barcelona: Antoni Bosch.</p> <p>GARCÍA SANZ, A. (1985). Crisis de la agricultura tradicional y revolución liberal (1800-1850). En: A. GARCÍA SANZ y R. GARRABOU (eds.), <i>Historia agraria de la España contemporánea</i>, vol. 1: <i>Cambio social y nuevas formas de propiedad (1800-1850)</i>, pp. 7-99. Barcelona: Crítica.</p> <p>GARRABOU, R. (ed.) (1988). <i>La crisis agraria de fines del siglo XIX</i>. Barcelona: Crítica.</p> <p>GUIRAO, F. (1998). <i>Spain and the Reconstruction of Western Europe 1945-1957. Challenge and Response</i>. Londres: MacMillan.</p> <p>HERRANZ LONCÁN, A. (2008). <i>Infraestructuras y crecimiento económico en España (1850-1935)</i>. Madrid: Fundación de los Ferrocarriles Españoles.</p> <p>HODRICK, R. J. y PRESCOTT, E. C. (1980). Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation; mss. Pittsburgh: Carnegie-Mellon University; <i>Discussion Papers</i> 451, Northwestern University. Este documento de trabajo tan influyente solo se publicó en 1997: Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation, <i>Journal of Money, Credit and Banking</i>, 29 (19), pp. 1-16.</p> <p>KUZNETS, S. (1930). <i>Secular Movements in Production and Prices. Their Nature and their Bearing upon Cyclical Fluctuations</i>. Boston: Houghton Mifflin.</p> <p>KYDLAND, F. E. y PRESCOTT, E. C. (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations. <i>Econometrica</i>, 50(6), pp. 1345-1370.</p> <p>LLOPIS, E. (1983). Algunas consideraciones acerca de la producción agraria castellana en los veinticinco últimos años del Antiguo Régimen. <i>Investigaciones Económicas</i>, 21, pp. 135-151..</p>	<p>— (2013). La crisis del Antiguo Régimen, 1789-1840. En E. LLOPIS y J. MALUQUER DE MOTES (eds.), <i>España en crisis. Las grandes depresiones económicas, 1348-2012</i>. Barcelona: Pasado y Presente.</p> <p>LLOPIS, E. y MALUQUER DE MOTES, J. (eds.) (2013). <i>España en crisis. Las grandes depresiones económicas, 1348-2012</i>: Barcelona: Pasado &amp; Presente.</p> <p>LLOPIS, E., SEBASTIÁN, J. A., BERNARDOS, J. U. VELASCO, Á. L. y ABARCA, V. (2018). ¿Descendió el producto agrario por habitante en la Europa moderna? El caso castellano. <i>Investigaciones de Historia Económica - Economic History Research</i>, 14(2), pp. 69-81.</p> <p>LUCAS, R. E. JR. (1977). Understanding Business Cycles. En K. BRUNNER y A.H. METZLER (eds.), <i>Stabilization of the Domestic and International Economy, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy</i>. 5: 7-29. Amsterdam: North Holland.</p> <p>MALUQUER DE MOTES, J. (1987). De la crisis colonial a la guerra europea: veinte años de economía española. En J. NADAL, A. CARRERAS y C. SUDRIÀ (eds.), <i>La economía española en el siglo XX: una perspectiva histórica</i>, pp. 62-104. Barcelona: Ariel.</p> <p>— (1994). El índice de la producción industrial de Cataluña: una nueva estimación (1817-1935). <i>Revista de Historia Industrial</i>, 5, pp. 45-72.</p> <p>— (1999). <i>España en la crisis de 1898. De la Gran Depresión a la modernización económica del siglo XX</i>. Barcelona: Península.</p> <p>MARICHAL, C. (2010). <i>Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008</i>. Barcelona: Debate.</p> <p>MARTÍN ACEÑA, P. (1993). La creación de sociedades en Madrid (1830-1848): Un análisis del primer Registro Mercantil. <i>Documento de Trabajo</i> 9303. Madrid: Fundación Empresa Pública.</p> <p>— (ed.) (2011). <i>Pasado y presente. De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI</i>. Madrid: Fundación BBVA.</p> <p>MARTÍN ACEÑA, P., MARTÍNEZ RUIZ, E. y PONS BRIAS, M. A. (eds.) (2013).</p>	<p><i>Las crisis financieras en la España contemporánea, 1850-2012</i>. Barcelona: Crítica.</p> <p>MARTÍNEZ RUIZ, E. (2003). <i>El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España (1940-1958)</i>. Madrid: Banco de España.</p> <p>MARTÍNEZ RUIZ, E. y PONS, M. A. (2014). Financial crises in historical perspective. <i>Investigaciones de Historia Económica</i>, 10(2), pp. 77-80.</p> <p>MOHEDANO, J. (1998). Las fusiones de empresas en España (1890-1913). Una primera aproximación. <i>Revista de Historia Industrial</i>, 14, pp. 189-217.</p> <p>NADAL, J. (1972). Industrialización y desindustrialización del sureste español, 1817-1913. <i>Moneda y Crédito</i>, 12, pp. 3-80.</p> <p>— (1975). <i>El fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913</i>. Barcelona: Ariel.</p> <p>NADAL, J. y SUDRIÀ, C. (2020). <i>La Hispano-Suiza. Esplendor y ruina de una empresa legendaria</i>. Barcelona: Pasado y Presente.</p> <p>NOGUÉS-MARCO, P. (2005). Análisis de la deflación española de la primera mitad del siglo XIX: Una comparación internacional. <i>Revista de Historia Económica - Journal of Iberian and Latin American Economic History</i>, 23(2), pp. 371-405.</p> <p>OLIVER, J. (2017). <i>La crisis económica en España</i>. Barcelona: Deusto.</p> <p>PASCUAL, P., SUDRIÀ, C. y CASTAÑEDA, L. (1992). Oferta monetaria y financiación industrial en Cataluña, 1815-1860. <i>Revista de Historia Industrial</i>, 1, pp. 189-202.</p> <p>PRADOS DE LA ESCOSURA, L. (2003). <i>El progreso económico de España (1850-2000)</i>. Bilbao: Fundación BBVA.</p> <p>— (2008). Inequality, poverty and the Kuznets curve in Spain, 1850-2000. <i>European Review of Economic History</i>, 12(3), pp. 287-324.</p>
---	---	---

<p>— (2010). Spain's International Position, 1850-1913. <i>Revista de Historia Económica</i>, 28(1), pp. 173-215.</p> <p>— (2017). <i>Spanish Economic Growth 1850-2015</i>. Londres: Palgrave/Macmillan.</p> <p>PRADOS DE LA ESCOSURA, L., ÁLVAREZ-NOGAL, C. y SANTIAGO-CABALLERO, C. (2020). Growth Recurring in Preindustrial Spain: Half a Millennium Perspective. <i>EHES Working Paper</i>, n.º 177.</p> <p>PRADOS DE LA ESCOSURA, L. y SANTIAGO-CABALLERO, C. (2018). The Napoleonic Wars: A Watershed in Spanish History? <i>EHES Working Paper</i>, n.º 130.</p> <p>REHER, D. y BALLESTEROS, E. (1993). Precios y salarios en Castilla la Nueva. La construcción de un índice de salarios reales, 1501-1991. <i>Revista de Historia Económica - Journal of Iberian and Latin American Economic History</i>, 11(1), pp. 101-151.</p> <p>REINHART, C. M. y ROGOFF, H. (2009). <i>This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly</i>. Princeton and Oxford: Princeton U.P.</p> <p>RITSCHL, A. y STRAUMANN, T. (2010). Business cycles and economic policy, 1914-1945. En S. BROADBERRY y K. H. O'ROURKE (eds.), <i>Cambridge Economic History of Modern Europe</i>, vol. 2: 1870 to the Present, pp. 156-180.</p> <p>ROLDÁN, A. (2019). <i>The classical gold standard and the Mediterranean periphery: the Spanish Case (1870-1913)</i>, tesis doctoral. Barcelona: UB.</p> <p>ROSÉS, J. R. (2004). Industrialización regional sin crecimiento nacional: la industrialización catalana y el crecimiento de la economía española (1830-1861). <i>Revista de Historia Industrial</i>, 25, pp. 49-80.</p> <p>ROSÉS, J. R. y SÁNCHEZ ALONSO, B. (2004). Regional Wage Convergence in Spain (1850-1930). <i>Explorations in Economic History</i>, 41(4), pp. 404-425.</p> <p>SÁIZ, J. P. (2005). Investigación y desarrollo: patentes. En CARRERAS y TAFUNELL (coords.) (2005), <i>op. cit.</i>, vol. II, pp. 835-872.</p>	<p>SÁNCHEZ ALONSO, B. (1995). <i>Las causas de la emigración española 1880-1930</i>. Madrid: Alianza.</p> <p>SÁNCHEZ-ALBORNOZ, N. (1968). <i>España hace un siglo: una economía dual</i>. Reeditado en 1977 por Alianza Editorial.</p> <p>SARDÀ, J. (1948). <i>La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX</i>. Madrid: CSIC, reeditado por Ariel, Barcelona, 1970.</p> <p>SCHUMPETER, J. A. (1939). <i>Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process</i>, 2 vols., Nueva York: McGraw-Hill.</p> <p>SERRANO SANZ, J. M. (1987). <i>El viraje proteccionista de la Restauración. La política comercial española, 1875-1895</i>. Madrid: Siglo XXI.</p> <p>SERRANO SANZ, J. M. y ASENSIO, T. (1997). El ingenierismo cambiario. La peseta en los años del cambio múltiple, 1948-1959. <i>Revista de Historia Económica</i>, XV(3), pp. 545-573.</p> <p>SOLCHAGA, C. (1997). <i>El final de la edad dorada</i>. Madrid: Taurus.</p> <p>SUDRIÀ, C. (1990). Los beneficios de España durante la Gran Guerra. Una aproximación a la balanza de pagos española, 1914-1920. <i>Revista de Historia Económica</i>, VIII(2), pp. 363-396.</p> <p>SUDRIÀ TRIAY, C. y BLASCO-MARTEL, Y. (ed.) (2016). <i>El Banco de Barcelona, 1874-1920: decadencia y quiebra</i>. Madrid: Marcial Pons.</p> <p>— (eds.) (2016). <i>La pluralidad de emisión en España, 1844-1874</i>. Bilbao: Fundación BBVA.</p> <p>TAFUNELL, X. (1985). La «febre d'or»: auge borsari i activitat econòmica, <i>L'Avenç</i>, 78, pp. 30-38.</p> <p>— (1988). Els ritmes de la construcció, <i>Exposició Universal de Barcelona. Llibre del centenari 1888-1988</i>, pp. 707-746. Barcelona: Editorial L'Avenç.</p> <p>— (1989). La construcción residencial barcelonesa y la economía internacional: Una interpretación sobre las fluctuaciones de la industria</p>	<p>de la vivienda en Barcelona. <i>Revista de Historia Económica</i>, VII(2), pp. 389-437.</p> <p>— (1998). Los beneficios empresariales en España, 1881-1981. Estimación de un índice anual del excedente de la gran empresa. <i>Revista de Historia Económica</i>, XVI(3).</p> <p>— (2000). La rentabilidad financiera de la empresa española, 1880-1981: Una estimación en perspectiva sectorial. <i>Revista de Historia Industrial</i>, 18, pp. 71-112.</p> <p>— (2005). Empresa y Bolsa. En CARRERAS y TAFUNELL (coords.) (2005), <i>op. cit.</i>, vol II, pp. 706-832.</p> <p>TEDDE, P. (1994). Revolución liberal y crecimiento económico en la España del siglo XIX. En VV.AA., <i>Antiguo Régimen y liberalismo. Homenaje a Miguel Artola</i>. Vol. 1: <i>Visiones generales</i>, pp. 31-50. Madrid: Alianza.</p> <p>— (ed.) (1999). <i>El Banco de San Fernando (1829-1856)</i>. Madrid: Banco de España/Alianza.</p> <p>— (2015). <i>El Banco de España y el Estado liberal (1847-1874)</i>. Madrid: Banco de España/Gadir.</p> <p>— (1999). <i>Economía y colonias en la España del 98</i>. Madrid: Síntesis.</p> <p>TENA, A. (2005). El sector exterior. En A. CARRERAS y X. TAFUNELL (coords.), <i>Estadísticas históricas de España</i>, pp. 573-644. Madrid: Fundación BBVA.</p> <p>TORTELLA, G. (1973). <i>Los orígenes del capitalismo en España. Banca, industria y Ferrocarriles en el siglo XIX</i>. Madrid: Tecnos.</p> <p>VEGARA, J. M. (coord.) (2017). Monográfico «La crisis y el pensamiento económico», <i>Revista de ECONOMÍA</i>, 14, pp. 3-84.</p> <p>VELARDE, J. (coord.) (1999). <i>1900-2000 Historia de un esfuerzo colectivo. Cómo España superó el pesimismo y la pobreza</i>. Barcelona: Planeta, 2 vols.</p> <p>VILAR RODRÍGUEZ, M. (2009). <i>Los salarios del miedo. Mercado de trabajo y crecimiento económico en España durante el franquismo</i>. Santiago de Compostela: Fundación 10 de Marzo.</p>
--	--	--