



XI Congreso Internacional de la AEHE  
4 y 5 de Septiembre 2014  
Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF)  
Madrid

## **Sesión 15**

### **Las crisis y sus respuestas en la industria (siglos XVIII–XX)**

#### **Título de la comunicación:**

**“ ¿Una crisis más amarga?” Empresa e Industria durante la Gran Depresión, según el Banco de España**

**Autora: Isabel Bartolomé-Rodríguez**

Filiación/es académica/s: Departamento de Economía e Historia Económica.  
Universidad de Sevilla

Dirección electrónica de contacto: [mbartolome@us.es](mailto:mbartolome@us.es)

**“ ¿Una crisis más amarga?” Empresa e Industria durante la Gran Depresión,  
según el Banco de España**

**Isabel Bartolomé Rodríguez<sup>1</sup>**

**Universidad de Sevilla**

La mejor secuela de la Gran Recesión para los historiadores económicos ha sido la puesta al día de nuestros conocimientos sobre la Gran Depresión. Una misma generación, la que en los ochenta dedicó su experiencia académica a interpretar ese capítulo oscuro de la historia mundial, ha reescrito nuevas versiones de sus propios trabajos o se ha encargado personalmente de las políticas de respuesta a la Gran Recesión<sup>2</sup>. De esta ingente literatura, destacan las comparaciones temporales, que han resucitado con gran vigor algunas polémicas<sup>3</sup>. En España, la controversia ha sido leve, como lo fueron las secuelas de la propia Gran Depresión según la versión canónica, y muy extendida, que aprecia que aquella crisis financiera internacional en poco pudo afectar a una economía como la española, aislada y apenas desarrollada<sup>4</sup>.

En su reciente comparación transnacional, Aldcroft y Morewood (2013, p. 115), consideran a España uno de los países "menos gravemente afectados" por la Gran Depresión en Europa--junto a Gran Bretaña, Holanda, Rumanía, Suiza, Escandinavia--, aunque la recuperación se interrumpiera aquí por la guerra civil. Esta ventaja se atribuye a la situación periférica de la economía española en los últimos veinte, tanto en su posición respecto al centro del sistema económico europeo, como también al carácter marcadamente dual de su economía<sup>5</sup>. En efecto, España ocupaba un lugar periférico, pero aventajado, respecto a las economías centrales europeas. El decenio anterior a la Depresión había constituido un período de crecimiento intenso, aunque a precios elevados, siguiendo una senda de uso intensivo de factores y escueto aumento de la productividad por trabajador. La economía española sufría, además, de importantes desequilibrios en la distribución funcional y territorial de la renta, con elevados índices de analfabetismo y altas tasas de mortalidad infantil.

---

<sup>1</sup> Agradezco a todo el personal del Archivo Histórico del Banco de España y, en particular, a Elena Serrano y Virginia García de Paredes el entusiasmo con que han acompañado y seguido mis consultas a lo largo de años. Sin su esmero en la custodia y en la descripción de los fondos, este trabajo no habría sido jamás posible.

<sup>2</sup> Me refiero, por ejemplo, a Temin (2010), Bernanke (2004).

<sup>3</sup> Eichengreen y O'Rourke (2010), Almunia (2010); Hannah y Temín (2010); Crafts y Fearon (2010).

<sup>4</sup> Comín (2010), Martín Aceña (2004) (2011), Palafox (2011).

<sup>5</sup> Aldcroft (2008).

Su columna vertebral seguía siendo un sector con bajos rendimientos y tamaño excesivo, la agricultura atrasada del interior peninsular, de modo que la cosecha de cereales y leguminosas determinaba aún el ciclo económico. Al lado de esta agricultura anticuada, una parte del sector agrario avanzaba a buen ritmo y la especialización de su parte más dinámica alentó un trasvase intersectorial decisivo para el cambio estructural apreciable en estos años. La industria también presentaba una estructura dual. Despuntó durante la Gran Guerra mientras el país se beneficiaba de su neutralidad<sup>6</sup> y, desde entonces, abundó en un modelo de diversificación manufacturera, volcada al mercado interior, y liderada por el sector privado. La industria productora de bienes intermedios --siderurgia y metalurgia-- y las nuevas industrias --química y eléctrica-- alimentaron el auténtico *boom* de entreguerras, aunque también creciera la pública durante el Directorio Civil (1925 y 1929) con los presupuestos extraordinarios de Obras Públicas, para carreteras, y a través de las Cajas Especiales, destinadas a la renovación del material ferroviario y la construcción de infraestructuras hidráulicas. Otras industrias más maduras, como la minería no energética y aquella de bienes de consumo, languidecieron. Según Betrán (1997), en estos años se dio por vez primera en España un crecimiento industrial auto-sostenido, dependiente de demandantes propios del sector secundario. Algunos sectores y distritos industriales alcanzaron economías de escala y de aglomeración que proporcionaron ganancias en productividad relevantes. La electrificación fue decisiva en este proceso. La disponibilidad de energía más barata y flexible promovió mejoras en la organización industrial y la diversificación productiva. La creciente urbanización, a su vez, alentó el arranque abrupto de la construcción residencial y de los servicios urbanos, reforzado por la política de inversión pública. En el terreno empresarial, según Comín (2005), el aumento del número de sociedades anónimas y la consolidación del tejido bancario no habrían bastado, sin embargo, para erradicar la cultura tradicional de la empresa española, poco inclinada a modernizar su organización interna, corporativa y proteccionista en su estrategia<sup>7</sup>.

Nuestro conocimiento sobre la Gran Depresión en España se fundamenta en la relevante aportación del Banco de España y, en concreto, de su incipiente Servicio de Estudios al mando de Germán Bernácer y Olegario Fernández Baños. Si repasamos cualquiera de los textos que con ocasión del examen de la actual Gran Recesión se han publicado, no

---

<sup>6</sup> Sudrià (1990).

<sup>7</sup> Comín (2002)

tardaremos más de dos párrafos en toparnos con mención expresa a *Ritmo*, la compilación de los 40 barómetros económicos para el período 1928-1934<sup>8</sup>. Allí, se trataba de medir la intensidad de la crisis española en relación con la mundial con las herramientas estadísticas entonces disponibles desde una hasta entonces poco transitada perspectiva macroeconómica<sup>9</sup>. En el orden empresarial, la aportación de Xavier Tafunell (2000) es el abordaje más reciente a la evolución sectorial de la empresa española. Según sus estimaciones de la rentabilidad financiera del conjunto de las sociedades anónimas, la crisis fue generalizada, eclosionó en 1930 en las empresas de bienes intermedios, aunque Tafunell supone que, al contrario que en otros países, la industria no sufrió pérdidas masivas, a excepción de aquellas más dependientes de los mercados exteriores, como la minería no energética. La recuperación de 1935 se habría visto cercenada, finalmente, por el estallido de la guerra civil<sup>10</sup>.

En las siguientes páginas, se analiza una fuente no explotada hasta el momento, que se gestó asimismo en el Banco de España (BE), pero con distinto origen que *Ritmo*. De la mano del Subgobernador se puso en marcha un servicio de vigilancia de las sociedades anónimas que gozaban del beneficio de la pignoración automática por parte del BE y se efectuó un seguimiento pormenorizado de más de 150 firmas a lo largo de los años de la Crisis<sup>11</sup>. Ahí, se proporciona evidencia sobre la evolución de algunos indicadores físicos, económicos y financieros de esas compañías de distintas ramas de actividad industrial y de servicios esenciales durante la Gran Depresión en España. Esta nueva evidencia, centrada en la evolución de la gran empresa de origen español, nos devuelve una imagen de pérdidas masivas en más sectores que en el minero y de aplicación de políticas defensivas en la mayoría de las compañías, aunque coincidentes en cronología y sectorialización.

El trabajo que sigue está dividido en tres partes. La primera presenta en detalle las limitaciones y virtudes de esta nueva fuente. La segunda repasa cuál fue la evolución

---

<sup>8</sup> Servicio de Estudios del Banco de España (1934).

<sup>9</sup> Su argumentación tantas veces reiterada sobre la superficialidad de la Gran Depresión en España en relación directa con su atraso relativo se ha mantenido prácticamente incuestionada hasta la actualidad. Un excelente resumen de esta versión canónica sobre la incidencia de la Gran Depresión en la industria española en Catalán y Sánchez (2013).

<sup>10</sup> Xavier Tafunell estima la rentabilidad financiera del total de las empresas y de aquellas excluidas las financieras, que es el que aquí utilizaremos para la comparación. Calcula la ROE del conjunto de la industria y distingue en los sectores industriales, entre aquellos de bienes de consumo, intermedios y de bienes de inversión. Tafunell (2000), p. 11 y Gráfico 4.

<sup>11</sup> En adelante, “la muestra”.

productiva y de las ventas de las compañías. La tercera analiza la evolución económica y financiera de las empresas de la muestra, contando con las fuentes internas de las compañías y unos indicadores de síntesis que elaboraba el propio Banco. Finalmente, la cuarta concluye.

### 1. ¿Una Central de Balances *avant la lettre* ?

**Cuadro 1. Sociedades evaluadas anualmente por la Dirección General de Sucursales, activo total y capital desembolsado en acciones (en millones de Pta. corrientes)**

Año	Sociedades	Activo Total	Capital Desembolsado	% Tafunell*
1929	133	11.742,77	3.046,36	27,86
1930	142	12.525,97	3.368,38	29,64
1931	142	13.150,23	3.468,05	29,59
1932	166	16.665,13	4.306,79	36,72
1933	166	18.106,63	4.544,44	37,44
1934	170	18.444,26	4.775,05	38,23
1935	106	8.459,90	2.236,46	
1936	46	2.239,81	943,91	
1937	42	2.104,68	899,36	
1938	46	2.493,84	952,13	
1939	51	3.590,38	1.186,04	9,20
1940	53	4.167,07	1.370,26	9,81
1941	51	4.515,55	1.612,14	10,09
1942	50	4.612,53	1.773,70	9,98
1943	44	3.784,39	1.596,72	8,23
1944	38	3.812,95	1.626,23	7,53
1945	36	4.061,67	1.788,52	7,49
1946	36	4.693,27	2.171,32	7,22
1947	35	5.024,33	2.203,59	
1948	35	5.956,01	2.516,34	6,48
1949	29	5.834,17	2.470,58	5,59

Fuentes: AHBE y Tafunell (2005): Cuadro 10.7. \*Columna quinta: porcentaje que representa la muestra (Columna cuarta) del total del capital desembolsado en las Sociedades Anónimas españolas, exceptuada la Banca Privada, según la estimación de Tafunell (2005).

En 1932, el Subgobernador del Banco de España encomendó a la Dirección General de Sucursales de dicha entidad el seguimiento de la marcha económica y financiera de más de 150 sociedades españolas por acciones, además de algunas corporaciones locales emisoras de deuda pública municipal<sup>12</sup>. Este universo correspondía a las entidades que hasta aquel momento se beneficiaban de la pignoración automática por parte del

<sup>12</sup> Los ayuntamientos eran hasta 21. Para el seguimiento de estas corporaciones locales, se procedía de otro modo y aquí se ha decidido examinar tan solo las compañías por acciones.

Banco<sup>13</sup>. Ante la coyuntura adversa de la Gran Depresión, el Subgobernador perseguía disponer de información suficiente para decidir si el BE seguiría admitiendo los valores de esas entidades, acciones y obligaciones, por este procedimiento. Remontándose hasta 1929, se abrieron fichas completas para cada entidad. Luego, se actualizaron anualmente con la información disponible para el público en sus *Memorias* (capitalización, Balance y cuentas de resultados), que a menudo se completaba con aquella procedente de los informes confidenciales de los directores de las sucursales del BE. Unas y otras informaciones servían de base para elaborar unas valoraciones anuales de síntesis sobre la situación económica, financiera y la "marcha general" de cada compañía, siguiendo unas categorías definidas por el propio BE. Se concluía con un informe cualitativo anual.

Una vez que la sociedad perdía la confianza del BE, la confección de los informes solía interrumpirse. Por tanto, aunque la información seriada vaya en ocasiones hasta 1927 y alcance hasta 1949, la muestra sólo supera el centenar de empresas entre 1929 y 1935, cuando el capital desembolsado total se mantiene entre los 3.000 y los 4.700 millones de pesetas corrientes (Véase cuadro 1)<sup>14</sup>. El número de las sociedades evaluadas por este servicio del Banco de España era pequeño, comparado con el total de las sociedades anónimas de aquellos años, alrededor de las 4.500-4.800 en los primeros treinta, excluyendo las entidades de crédito<sup>15</sup>, aunque, en términos de capital desembolsado, la muestra adquiriera una representatividad creciente hasta 1934, como se observa en la última columna del Cuadro 1. Entre estas sociedades, se encontraban 32 de las 50 mayores empresas no crediticias por activos netos en 1930<sup>16</sup>, por lo que no extraña que el tamaño medio de las empresas evaluadas por el BE sea unas 15 veces mayor que aquel de la compilación de Xavier Tafunell<sup>17</sup>. A partir de 1935, la muestra adelgaza de manera ostensible, manteniéndose una representatividad en torno a un 10 por 100 del

---

<sup>13</sup> Desconocemos todavía en qué medida esta fuente de liquidez para las empresas era alternativa a los Bancos Comerciales o a la venta en Bolsa de valores para la vida empresarial española, pero queda en la Agenda de próximas investigaciones.

<sup>14</sup> El capital y el número de empresas, muy disminuido en 1935.

<sup>15</sup> Tafunell (2005), Cuadro 10.7

<sup>16</sup> Tafunell (2005), Cuadro 10.11, p. 789. Las ausencias más notables son las del Grupo eléctrico de La Canadiense, la *Compañía de los Ferrocarriles de Tánger a Fez*, *Ferrocarriles Andaluces*, *Ferrocarriles del Oeste de España* y la *General del Corcho*. *Asturiana de Minas* y *Peñarroya* sí fueron algunos años objeto de pignoración, pero aquí no se han considerado en los agregados de la muestra al no encontrarse sus Balances en Pta.

<sup>17</sup> Si se hace uso de otro indicador, el capital social de las empresas, los resultados son similares. Entre 1929 y 1934, entre las consideradas por Tafunell (2005), éste varía entre los 2,4 - 2,6 millones de Pta., mientras que entre las de esta muestra lo hace entre los 35-28 millones de Pta., excluyendo aquellas compañías sin información sobre su capital social en los años respectivos.

capital desembolsado en España hasta los últimos cuarenta. La pérdida de calidad se acentúa al tiempo que lo hace su sesgo positivo: se supone que el BE mantendría la pignoración automática sobre los valores con mejores expectativas, mientras que las empresas en peor situación se caerían de su evaluación<sup>18</sup>.

La composición de las entidades evaluadas por el BE era heterogénea. Seguía la misma clasificación que en aquel entonces hacía el AFSAE, excluyendo la Banca Privada. Como se observa en el cuadro 2, las empresas de servicios (Ferrocarriles y Tranvías y Sociedades Eléctricas), que constituían los dos sectores más capitalizados, estaban sobrerrepresentados, si se compara con el conjunto de las sociedades anónimas. Si se coteja con aquella de Carreras y Tafunell (1993), que incluía las 200 empresas mayores por sectores para 1930, se observará que las compañías de transporte constituyen en la muestra del BE un porcentaje mayor en términos de activos, mientras que la Manufactura, aquí Fabricación, estaría claramente falta de representación. Las empresas de Minería y Servicios --Agua, Gas y Electricidad-- estarían, en contraste, bien representadas<sup>19</sup>. Si comparamos en términos de capital social, la distribución por sectores de la muestra del BE excede en los rubros correspondientes a los servicios públicos de Agua, Gas y Electricidad y ligeramente en los de Ferrocarriles y Tranvías, mientras que desmerece en Metalurgia-Minas y Fabricación. En el resto de los sectores, los porcentajes de la muestra del BE concuerdan mejor con los totales de las estimaciones de Tafunell para el conjunto de las sociedades anónimas<sup>20</sup>.

**Cuadro 2. Distribución sectorial de la muestra de sociedades en 1930, en millones de Pta.**

Sector	Sociedades	Suma de Activo total	Suma de Capital Social	Distribución Capital Social	Promedio Capital social
Aguas, canales y puertos	12	53,05	35,26	1,05%	5,04
Fabricación	42	1.614,43	706,01	20,96%	28,24
FFCC y tranvías	23	5.668,46	683,02	20,28%	75,89
Gas y Electricidad	31	3.147,09	1.348,85	40,04%	44,96
Metalurgia y Minas	20	909,73	384,09	11,40%	25,61
Navieras y Seguros	9	1.045,74	195,49	5,80%	21,72
Varias	5	87,47	15,66	0,46%	7,83
<b>Total general</b>	<b>142</b>	<b>12.525,97</b>	<b>3.368,38</b>	<b>100%</b>	<b>34,73</b>

Fuente: AHBE.

<sup>18</sup> Queda pendiente para ulteriores investigaciones responder cabalmente a esta pregunta.

<sup>19</sup> Carreras y Tafunell (1993), cuadro 1, p. 129.

<sup>20</sup> Con los datos de Tafunell (2005), y siguiendo la clasificación del BE, he obtenido los siguientes porcentajes de distribución del capital social para 1930, por sectores y excluyendo la Banca Privada: Agua, Gas y Electricidad, 30 %; Metalurgia y Minas: 21,66%; Fabricación: 15,78%; Varias: 4,34% (incluye Construcción); Seguros y Navegación: 5,04% y Ferrocarriles y Tranvías: 23,18%.

La distribución regional de la muestra comparte algunos sesgos con otros estudios empresariales: la tendencia a residenciar las grandes empresas en Madrid lleva a que hasta un 60 por 100 del capital desembolsado por las empresas aquí analizadas tuviera su sede en la capital en 1930<sup>21</sup>.

Lamentablemente, no mostraron los autores de estos trabajos preocupación alguna por sistematizar el conjunto de la información y, al agregar ahora los datos, se ha tropezado con dificultades análogas a otros estudios empresariales: los escasos balances presentados por curso, y no por año, se han tenido que transformar en datos anuales, asignando el año final; la evidencia correspondiente a los Monopolios ha sido en ocasiones difícil de homologar, aunque se haya procurado incluir. No así en el caso de los Ayuntamientos, excluidos; o como de las empresas que difundían sus cuentas en otras monedas. Por lo demás, los vacíos documentales y los errores en la transcripción de los datos por los propios empleados del Banco, aunque se hayan tratado de subsanar, han sido en ocasiones insoslayables<sup>22</sup>. Durante la Guerra Civil, el decreto del Gobierno de Burgos de número 120 de 15 de febrero de 1937 eximió a las nuevas empresas de su obligación de presentación en el Registro<sup>23</sup>. De paso, lo hizo de presentar Balance y Memoria Anual y la mayoría lo suprimieron hasta el final de la contienda, asignando las pérdidas físicas y los beneficios financieros de los años del conflicto a los ejercicios de 1939 o 1940.

Estas más de 175 fichas proporcionan, pues, información semejante a la que emana del AFSAE y que ya ha sido sistematizada por Xavier Tafunell<sup>24</sup>. Como allí, se incluyen sólo sociedades de capital privado y forma anónima, residenciadas en España y orientadas en su mayoría a la actividad productiva y no distributiva. Ésta es, además, una muestra menor y más concentrada en empresas mayores, o de tamaño medio, con la ausencia de aquellas que trabajaban en otras monedas. En estas condiciones, cabe preguntarse qué añade a lo ya sabido esta nueva base de datos sobre la empresa española en los primeros treinta.

---

<sup>21</sup> Eran 27 empresas, frente a las 41 localizadas en el País Vasco-Navarra o las 15 consignadas tanto en Cataluña como en Asturias-Santander. Sin embargo, las sociedades madrileñas acumulaban el 61,39 por 100 del capital desembolsado en 1930, frente al 14,13 acumulado por las empresas residenciadas en el P. Vasco-Navarra o el 8,3 o el 5,51 acumulado por las empresas catalanas y astur-santanderinas, respectivamente.

<sup>22</sup> He agregado el activo y el pasivo de cada empresa. Las discrepancias han servido para localizar los errores.

<sup>23</sup> BOE, Burgos, 17/02/1937.

<sup>24</sup> Carreras y Tafunell (1993), Tafunell (1998) y Tafunell (2000).



Como se verá, la muestra resulta valiosa por dos razones: la primera, porque aporta información adicional y relevante; la segunda, porque añade la valoración financiera del BE como organismo independiente, que velaba por sus propios accionistas. Incluye indicadores financieros que se pueden seriar y sectorializar (la formación de su capital, balances y cuentas de resultados), incluso para empresas y años en que no se publicaron balances. Se obtienen así algunas de las ratios contables más simples, insólitas para muestras tan amplias y variadas de empresas, aunque sean siempre terreno resbaladizo<sup>25</sup>. Me refiero a las ratios económicas --Rentabilidad financiera (ROE) y Rentabilidad económica (ROA)-- y a las ratios financieras --solventía, tesorería, liquidez y rotación de ventas--<sup>26</sup>, aparte de otros baremos como Autonomía financiera y Tamaño relativo del inmovilizado respecto del Activo. Además, al existir para algunos años cifras de producción y venta y, en concreto, los informes confidenciales de los directores de las sucursales del BE en las respectivas provincias, sedes de las compañías, se obtienen indicaciones valiosas de la evolución de la producción y de las ventas para algunos sectores<sup>27</sup>. Por último, la valoración del Banco en tres órdenes --situación financiera, situación económica, y marcha de la empresa<sup>28</sup>-- presta una medición adicional y de síntesis de cada una y del conjunto de sociedades consideradas en las sucesivas coyunturas adversas de estos años.

En suma, lejos estaba de la intención del Subgobernador en 1932 crear una *Central de Balances* como la que ha venido desarrollándose en el Banco de España desde 1984<sup>29</sup>. Tampoco se dispone de evidencia alguna que vincule esta recopilación de historiales

---

<sup>25</sup> Capie y Billings (2001), Tafunell (2005), Bartolomé y Lanciotti (2011).

<sup>26</sup> La rentabilidad financiera (ROE) es rentabilidad sobre recursos propios y se ha calculado como el porcentaje de los resultados sobre el No exigible. La rentabilidad económica (ROA) se ha calculado como el porcentaje de los resultados sobre el Activo total. La Rotación de las ventas se ha estimado como el porcentaje de los resultados sobre los ingresos. La Solventía se estima dividiendo Activo por Exigible. La Tesorería se obtiene agregando Realizable y Disponible y dividiéndolo por el Exigible. La liquidez es el porcentaje del activo que suman Realizable y Disponible. La Autonomía se ha calculado como el porcentaje del No exigible del Activo. Y el Tamaño se ha calculado por dos procedimientos: según el tamaño del Activo y de su Capital Social.

<sup>27</sup> Los vacíos de estos indicadores físicos de producción y venta son mayores aún que los de las categorías financieras. Por lo demás, estos datos son difícilmente tratables, por su propia y diversa naturaleza. Aquí, he optado por reducirlos a números índices con base en 1929 para intentar que fueran útiles a efectos comparativos. No obstante, sus resultados habrá que tomarlos siempre con precaución.

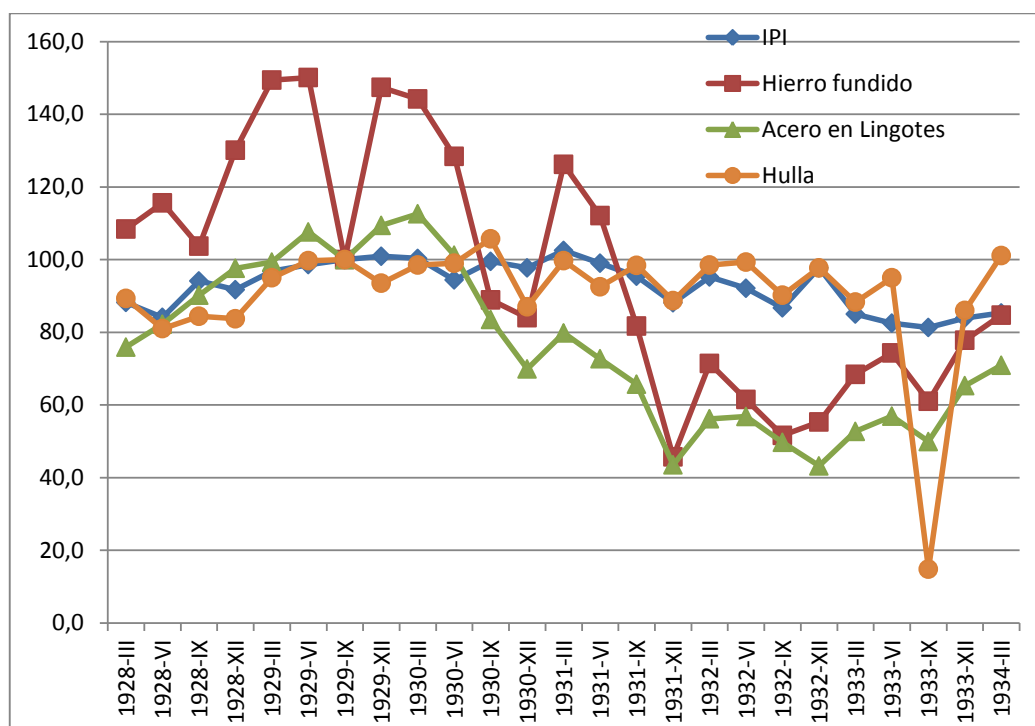
<sup>28</sup> La situación económica podía ser buena, regular y mala. La situación financiera: buena, despejada, regular, dificultosa, deficiente, mala. La marcha de la empresa: ascendente, mejorada, estacionaria, descendente.

<sup>29</sup> Los datos compilados por la Central de Balances se entregan voluntariamente por las compañías y no son compilados por el propio BE. Se caracterizan por estar descompuestos en múltiples criterios clasificatorios (sector, titularidad, región, dimensión, etc.) vienen acompañados de un riguroso análisis y son comparables internacionalmente. Ortega (1994).

financieros de algunas empresas con los trabajos que en el propio Banco desembocaron en la creación de su *Servicio de Estudios* y la publicación de *Ritmo*. En la intención del Subgobernador aparece con certeza la salvaguarda del BE ante un posible contagio desde el mundo industrial y de servicios al mundo financiero. Si el Banco estaba obligado a pignorar la Deuda Pública, no era tal el caso de las acciones de las sociedades anónimas y la traba en primera instancia se ejerció ampliamente en esos años convulsos.

### 1. La "incuestionable" levedad de la Gran Depresión industrial

**Gráfico 1. Índice trimestral de producción (IPI) e índices trimestrales de algunos productos minerales y metalúrgicos, en Tm (Septiembre 1929=100), según *Ritmo*.**



FUENTE: Servicio de Estudios del Banco de España (1934): Barómetro XIII, p. 123-129; Barómetro VII, p. 75-81; Barómetro VIII, p. 83-89; Barómetro XI: p. 107-113. \*Junio 1933, huelga en el laboreo de la Hulla.

Los atributos que se atribuyeron a la vertiente industrial de la Crisis de 1929 desde el Banco de España (en adelante *Ritmo*) han pervivido heroicamente durante los últimos 80 años. El sector industrial era pequeño, se decía, poco expuesto a los embates de la economía internacional, por la menor apertura relativa de la economía española, y

continuaba anclado en formas empresariales poco evolucionadas<sup>30</sup>. Por tanto, la incidencia de la crisis internacional en España habría sido necesariamente leve, tardía, y confinada a aquellos sectores más vulnerables, dependientes de la demanda exterior, particularmente minería y navegación<sup>31</sup>. Tal razonamiento se había gestado, apuntalado y difundido con la publicación de *Ritmo* desde el recién creado Servicio de Estudios del Banco de España<sup>32</sup>. En el Gráfico 1, con información procedente de *Ritmo*, se observa claramente cómo el IPI sufrió una ligera disminución en el verano de 1930 para luego recuperarse hasta marzo de 1931 en que alcanzó su punto más alto. Desde ahí, la caída habría sido paulatina hasta los primeros meses de 1933, aunque nunca superando el 20 por 100 desde su punto más elevado. Una evolución análoga habría seguido, como era de esperar, la producción de hulla. En contraste, las industrias metalúrgicas habrían padecido ampliamente la Gran Depresión, como se observa en el mismo Gráfico 1. Las producciones de hierro fundido y de acero en lingotes, además de una gran volatilidad, reflejan su mayor exposición al desplome de los precios del mercado internacional y la retracción del mercado interior, sufriendo ostensiblemente la Depresión durante 1932 y 1933. Un perfil similar, aunque menos sincopado, muestran las producciones de zinc y cobre, también compiladas en *Ritmo*. Aun estando sometidas a estacionalidad, a partir de 1932, el derrumbe de la producción de ambas se habría hecho notar incluso en el mes de marzo, que solía ser el de mayor producción relativa en el caso del cobre<sup>33</sup>. Estas apreciaciones encajan con el perfil de la evolución del comercio exterior, según esta misma fuente. Tanto en términos físicos, como de valor, desde Octubre de 1929 a Febrero de 1934, las ventas al exterior habrían sufrido una fuerte caída, con su punto

---

<sup>30</sup> Hoy se sabe que el empleo que acumulaba el sector secundario no superaba el 22 por 100 en 1931, mientras que el sector Servicios alcanzaba ya un 30 por 100 en la misma fecha y el empleo agrario seguía siendo el mayoritario. En términos de producto, la participación del sector agrario se había rebajado, frizando el 27 por 100 en 1929, pero aún las cosechas de cereal y leguminosas sumaban un 40 por 100 del producto agrario. Prados (2003), Cuadro A.11.3.

<sup>31</sup> El argumento seminal de la penetración de la Crisis por vía del comercio exterior y la restricción de divisas es el de Olariaga (1932) y (1933), apuntalado luego por los autores de *Ritmo*, y el informe consular de Adams (1933) y el libro de Perpiñá Grau (1936). Esta línea de análisis se retomó con posterioridad por parte de Ruiz González (1968) y Hernández Andréu (1980) y (1986). La crisis industrial en el País Vasco ha sido revisada luego por Miralles (1988). Recientemente y en perspectiva comparativa, Parejo y Sudrià (2012).

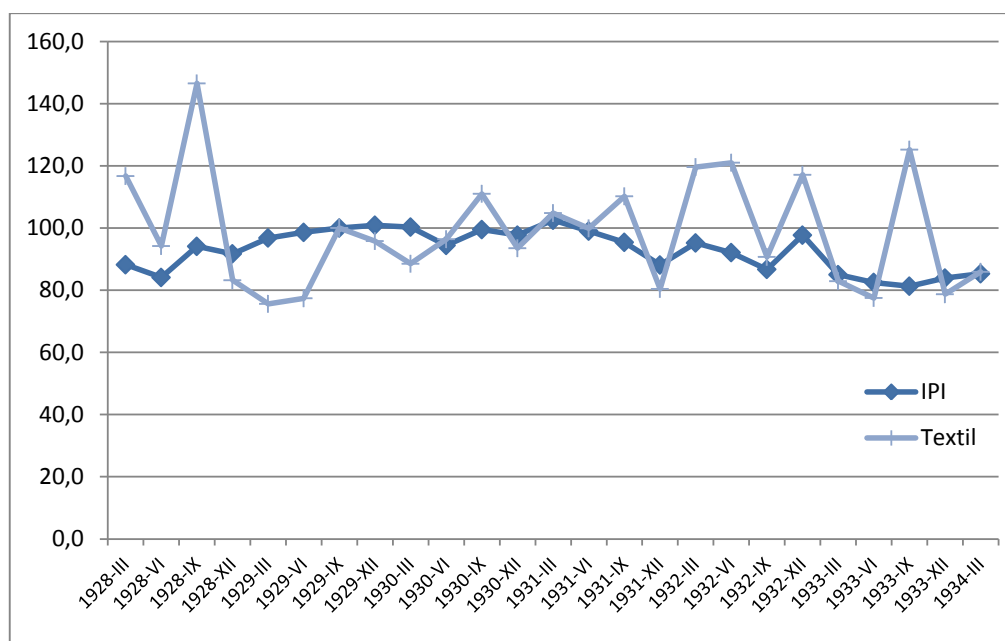
<sup>32</sup> Según sus conclusiones: "Lo completo y cerrado de nuestra economía de una parte, nuestra pequeña industrialización de otra, nuestro universalismo humanitario universal y, finalmente, nuestro sistema total rudimentario y de pequeñas financiaciones y negocios, han facilitado nuestro aislamiento relativo del mundo económico y han contribuido a que la crisis sea más superficial. Servicio de Estudios Banco de España (1934), p. 354.

<sup>33</sup> Las producciones más bajas corresponden al último trimestre de 1933 y, desde entonces, parece observarse una ligera recuperación. Servicio de Estudios Banco de España (1934).

más bajo en Octubre de 1933, en que el comercio se habría reducido a la mitad de lo que había sido su volumen y su valor cuatro años antes<sup>34</sup>.

En contraste, el comportamiento de la manufactura, más dependiente de la demanda privada interna, habría mostrado una fortaleza muy reseñable durante la II República (Véase Gráfico 2). Según Hernández Andreu (1986, p. 100), la industria textil venía sumida en una larga crisis estructural desde 1920, aunque, para Palafox (1980, p. 14) la mejora salarial habría actuado como un acicate anti-cíclico, amortiguando la incidencia de la Gran Depresión en España.

**Gráfico 2. Índice trimestral de producción (IPI) e índice trimestral de la producción textil (Septiembre 1929=100), según BE**



Fuente: Servicio de Estudios Banco de España (1934).

Pese al contagio exterior, la interpretación canónica de la Gran Depresión en España le atribuye rasgos autóctonos. Ésta habría actuado como antesala de otras dos crisis, bélica y post-bélica, verdaderas fosas abisales de la economía española, que habrían amortiguado su perfil. La Depresión habría coincidido con los años de la II República, a cuya sola proclamación se atribuye un impacto brutal sobre la economía española<sup>35</sup>. La Crisis habría venido precedida por la restricción de la demanda pública del gobierno Argüelles, que habría afectado esencialmente al sector metal-mecánico --de material móvil ferroviario y naval--. La suma de la contracción del Gasto y de la crisis de

<sup>34</sup> Servicio de Estudios Banco de España (1934): Baremo III, p. 32-41 y Baremo IV, p. 43-53.

<sup>35</sup> Palafox (1991), p. 179.

confianza entre los empresarios españoles durante los años de la II República constituirían los rasgos esencial de la peculiaridad de la Gran Depresión española, vadeada en buena medida por su coincidencia con unas cosechas extraordinariamente favorables y la menor apertura relativa de su economía<sup>36</sup>.

Desde la publicación de *Ritmo*, nuestro conocimiento del período se ha dilatado, sin que, en lo fundamental, estas nociones iniciales se hayan cuestionado. Las estimaciones recientes de las principales macromagnitudes del período, incluidos el PIB y el IPI, corroboran la incidencia somera de la Gran Depresión en España. La crisis industrial más profunda se habría concentrado en las industrias pesadas, mientras que la de bienes de consumo apenas se habría visto afectada. El buen comportamiento relativo de los servicios y significativamente de la agricultura habrían amortiguado la incidencia global de la Depresión<sup>37</sup>. Parejo y Sudrià (2012) también corroboraron este promedio atemperado y tardío de la Crisis de 1929 sobre el sector industrial español. Según su estimación del IPI mensual, en sus primeros quince meses el incremento anual acumulativo del IPI español fue de -1,18 por 100 frente a la media mundial que alcanzó un -5,44 por 100<sup>38</sup>. Un buen comportamiento en términos internacionales de la industria española en el período inmediato a la Gran Depresión confirmaría, pues, su levedad.

Esta interpretación de la Gran Depresión española sólo se ha visto matizada por estimaciones recientes de la evolución del capital invertido en este período. Se sabía que había habido una retracción importante, pero se atribuía a la caída de la inversión pública de los gobiernos Berenguer y sucesivos<sup>39</sup>. Ahora, sabemos que fue más bien la inversión privada, incluida aquella extranjera, la que disminuyó abruptamente, contribuyendo a una mengua proporcional de la formación bruta de capital<sup>40</sup>. Si la caída de la inversión pública se decía que había afectado a las industrias pesadas, siderúrgica y de material de transporte --naviero y ferroviario--, la caída de la inversión privada

---

<sup>36</sup> El artículo seminal, Marfil (1934).

<sup>37</sup> Mientras el PIB habría caído no más de 7 puntos porcentuales en sus puntos más bajos, 1931 y 1933, respecto a 1929, los PIB sectoriales muestran diferencias notables entre el buen comportamiento relativo de Agricultura, y esencialmente Servicios, y las mayores dificultades de la Industria, con caídas en 1933 de casi 13 puntos porcentuales respecto a 1929, aunque la peor parada fuera la Construcción. Prados (2003): Cuadro A 7. 4. y Cuadro A. 11. 6.

<sup>38</sup> Parejo y Sudrià (2012), p. 36.

<sup>39</sup> La Formación de Capital habría disminuido en más de 30 puntos porcentuales entre 1929 y 1935, con su punto más bajo en 1932 en que la caída respecto a 1929 era casi de 43 puntos porcentuales. Prados (2003), Cuadro A.13.4.

<sup>40</sup> El rescate de activos había sido muy efectivo al terminar la I Guerra Mundial, pero en los primeros treinta se liquidaron activos en los sectores más pujantes, como el eléctrico. Bartolomé (2014).

habría afectado, además de a éstas, a la construcción residencial y no residencial, aunque a partir de 1934-1935 se mostraran algunos síntomas de recuperación<sup>41</sup>.

La percepción de su tardía difusión ha sido asimismo corregida: se han aislado dos brotes o agravamientos sucesivos, el primero en los primeros meses de 1930 y el segundo bien entrado 1932. Aunque según Prados (2003), la evolución del PIB vino determinada por la coyuntura agraria, la crisis industrial habría mostrado dos mínimos en 1931 y 1933, con ligeras recuperaciones en 1932 y en 1934, la más significativa en 1935.

La discusión de la cronología de la Crisis está estrechamente vinculada a su naturaleza autóctona, donde aún persiste un atisbo de polémica. Los partidarios de la singularidad de la crisis española subrayan que el pesimismo reinante en los círculos empresariales, con origen en la peculiar coyuntura política del país, contribuyó a la retracción de la inversión. Martín Aceña (2004, p. 358) señala que, desde 1933, el ritmo de la actividad industrial española se situó a la zaga de aquel de la Europa desarrollada y que la atonía, inversora e industrial, derivó en una recesión singular, de origen social y político<sup>42</sup>; en contraste, Comín (2010) ha defendido el mayor, más temprano y extendido impacto de la Crisis y, por tanto, su pulso compartido con la economía internacional<sup>43</sup>. Con la mayor integración de la economía española en la internacional, se atribuiría un mayor peso a la reducción de precios, la caída de las exportaciones y el derrumbe de la demanda de fletes, además del cese del flujo de inversión extranjera y la disminución de las remesas de los emigrantes. Aunque coincide con Martín Aceña (2004) en considerar que el deterioro de las expectativas empresariales determinó la caída de la inversión privada, Comín (2010) insiste en que este hecho fue común a otros países europeos y resta importancia a la fuga de capitales durante la II República<sup>44</sup>.

---

<sup>41</sup> Mientras que la inversión pública se habría comenzado a recuperar a partir del segundo bienio republicano, la inversión privada remontó muy ligeramente sólo en 1935. La caída de la inversión privada ha sido enfatizada por Palafox (1991), p. 184. Más recientemente, Martín Aceña (2004), p. 379 y Comín (2010), p. 134.

<sup>42</sup> Este juicio lo comparte plenamente Palafox, aunque insista aún más en la motivación política. Palafox (1980), (1991) y (2010).

<sup>43</sup> Aquí, volviendo al argumento tradicional de Hernández Andreu (1980) y (1986).

<sup>44</sup> Según Comín, "la sensación de incumplimiento de los contratos y de la propiedad privada (...) era una cuestión psicológica de los grupos privilegiados y de algunos economistas, que no hacía mella en el grueso de la población". Comín (2010), p. 144.

Parejo y Sudrià (2012) incorporaron a la dinámica de la contracción industrial española durante la Gran Depresión un punto de vista original<sup>45</sup>. A su juicio, el mejor comportamiento de la industria española obedecería a que las industrias propias de la II Revolución Industrial habrían alcanzado un menor recorrido relativo en nuestro país. Siguiendo su argumento, los sectores con una peor evolución habrían sido las industrias obsoletas, maduras y vinculadas a ciclos tecnológicos previos; mientras que aquellos más modernos se habrían comportado relativamente mejor. Como en España muchas de estas industrias debutaban, el impacto de la Depresión habría sido obviamente menor.

**Cuadro 3. Indicadores de la evolución de la producción industrial y de los servicios esenciales (1929-1935). (En números índice: 1929= 100)**

	Fabricación: producción	Fabricación: venta	Abonados de Agua	Agua facturada	Electricidad y gas distribuidos	Ferrocarriles: viajeros	Ferrocarriles: mercancías	Metalurgia y Minas: mineral	Metalurgia y Minas: producto	IPI Carreras	PIB Prados
1929	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1930	95,60	84,09	101,91	104,01	135,99	102,17	106,40	105,21	87,96	105,30	96,08
1931	90,98	84,53	104,78	106,77	138,75	105,76	101,54	59,05	70,23	94,50	93,51
1932	83,61	83,17	106,73	105,65	137,99	116,99	97,24	43,22	47,65	93,60	96,08
1933	76,55	81,86	111,41	101,25	128,60	116,06	94,67	55,83	53,47	92,60	94,12
1934	82,33	75,93	117,60	101,43	137,77	101,49	90,42	63,33	59,07	94,70	97,44
1935	82,69	72,94	119,83	97,85	139,92	114,86	93,81	76,09	72,27	97,90	99,55

Fuente: AHBE y Carreras (2005), Cuadro 5.11, Columna, 1214 y Prados, en Carreras (2005), Cuadro 17.3, Columna 4730

La nueva muestra que nos proporciona el BE no va a zanjar definitivamente estas polémicas sobre la incidencia de Gran Depresión en España. En primer lugar, porque del conjunto de los sectores aquí examinados, sólo es posible emplear indicadores físicos de unos cuantos: Metalurgia y Minas y Fabricación como ramas estrictamente industriales; el resto corresponde a suministros esenciales--agua, gas, electricidad-- y transporte ferroviario--(Véase, Cuadro 3)<sup>46</sup>. En segundo lugar, porque estos datos presentan un sesgo optimista, por cuanto las empresas de la muestra no fueron las peor paradas por la Crisis en tanto muchas de ellas seguían beneficiándose de la pignoración automática. Pese a estas restricciones, se pueden extraer alguna novedades. La primera es que se constata un comportamiento diferenciado entre industria pesada y fabricación

<sup>45</sup> En justicia, Hernández Andreu también distinguía un comportamiento diferenciado ante la Crisis entre industrias antiguas y nuevas --en las que englobaba los servicios--. Hernández Andreu (1986), p. 95.

<sup>46</sup> Quedan excluidos Varias y Navieras y Seguros, a causa de las enormes lagunas en los datos y las escasas observaciones compiladas. Como en la mayoría de los trabajos sobre la Gran Depresión, aquí se ha optado por utilizar 1929 como punto de partida del número índice,

y entre éstas y el sector de suministros básicos --agua, gas, electricidad y transporte ferroviario--. La crisis asestó un mayor golpe a la industria pesada y menor a la industria manufacturera, incluidas aquí algunas químicas o cementeras, aunque siempre con niveles muy por debajo del IPI. Entre los servicios esenciales, la evolución del transporte ferroviario corre más pareja a la evolución del IPI, mientras que los suministros de agua, electricidad y gas crecieron. Se corrobora, pues, la mayor incidencia en algunos sectores, significativamente la minería y la sidero-metalurgia, que, además, habían presentado en 1929, coyunturalmente, cifras productivas muy elevadas. Ambas constituían ramas industriales maduras tecnológicamente, aunque sólo la primera estrictamente dependiente de precios y mercados de exportación. En la caída de la metalurgia pesada, se ha sostenido siempre que pesó más la disminución de la inversión interna, provocada por la contracción de la demanda de material ferroviario y naval<sup>47</sup>.

**Cuadro 4. Índices de producción de algunas empresas de Fabricación (1929=100)**

	S.A. Cia. Navarra Abonos Químicos	Unión Alcohólica Española, S. A.	Cia Gral de Asfaltos y Portland Asland	Sdad. Gra. Azucarera de España	Azucarera Nueva Rosario, S. A.	Cementos Portland, S. A.	Española de Cementos Portland (Hispania)	Cia Arrendataría de Fósforos	La Papelera Española	Cia. Arrendataría de Tabacos
1929	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1930	106,36	99,97	79,36	116,52	127,24	102,33	99,99	97,26	101,00	100,69
1931	107,03	167,90	76,32	149,19	82,35	97,27	97,64	104,25	103,95	101,42
1932	110,33	178,70	58,26	183,25	40,56	105,42	120,22	95,36	105,09	101,37
1933	110,41	118,98	55,77	92,68	17,88	87,20	125,69	85,11	109,86	94,06
1934	101,25	78,60	50,53	76,62	45,12	71,88	125,57	84,17	113,03	96,83
1935	120,39	50,49	47,08	93,21		68,16	104,25		116,30	

Fuente: AHBE.

Para examinar la evolución de un sector tan variado como la Fabricación se ha elaborado el Cuadro 4, compuesto con datos de algunas empresas significativas de alimentación, de un lado, y de industrias relacionadas con la construcción, como cementeras y cerámicas, y la química de otro. Ahí, se ve la disparidad de comportamientos entre compañías, incluso de una misma rama, como en las cementeras o en las azucareras respectivamente, al tiempo que una incidencia mayor en 1934 que la que refleja el IPI de Carreras e, incluso, *Ritmo* (Gráfico 2).

La segunda observación es la que se deriva de comparar la evolución de las columnas correspondientes a la venta y distribución con aquellas que reflejan la producción. La primeras se comportaron siempre peor, más aún en el caso de las más cercanas a la

<sup>47</sup> La crisis en Vizcaya en Miralles (1988), p. 290.



demanda final --productos metalúrgicos o viajeros--, que las correspondientes a demandantes intermedios --mercancías transportadas en ferrocarril o minerales--. De un lado, esto indicaría que la deflación se sumó a la caída de las ventas y, de otro, que la recuperación estaba tan sólo iniciándose en 1935.

En resumen, la cronología de la crisis que refleja la muestra aquí analizada refleja los dos brotes sucesivos propuestos por Prados: la industria pesada sufrió el embate inicial, mientras que el resto de la industria y los servicios esenciales se vieron sumergidos en la misma a partir de 1932. Los datos también confirman que fueron las ramas industriales más dependientes del mercado exterior las que resultaron más afectadas, como se venía suponiendo, aunque también coincidieran con aquellas que más sufrieron la retracción de la demanda pública y, que, además, constituyeran actividades tecnológicamente maduras. En cuanto a los servicios esenciales, parece razonable suponer que los sectores en crecimiento, en particular el eléctrico, mostrasen un mejor comportamiento que aquellos más obsoletos. Y no sólo en razón de la mejora relativa de los salarios reales, como se ha sugerido y como demuestra el aumento sin quiebras del número de abonados de agua corriente, sino también por el aumento del consumo final eléctrico. Éste daba cuenta de la imparable electrificación industrial, en tanto el alumbrado suponía desde tiempo atrás una parte muy pequeña del total de la electricidad facturada por esas compañías<sup>48</sup>.

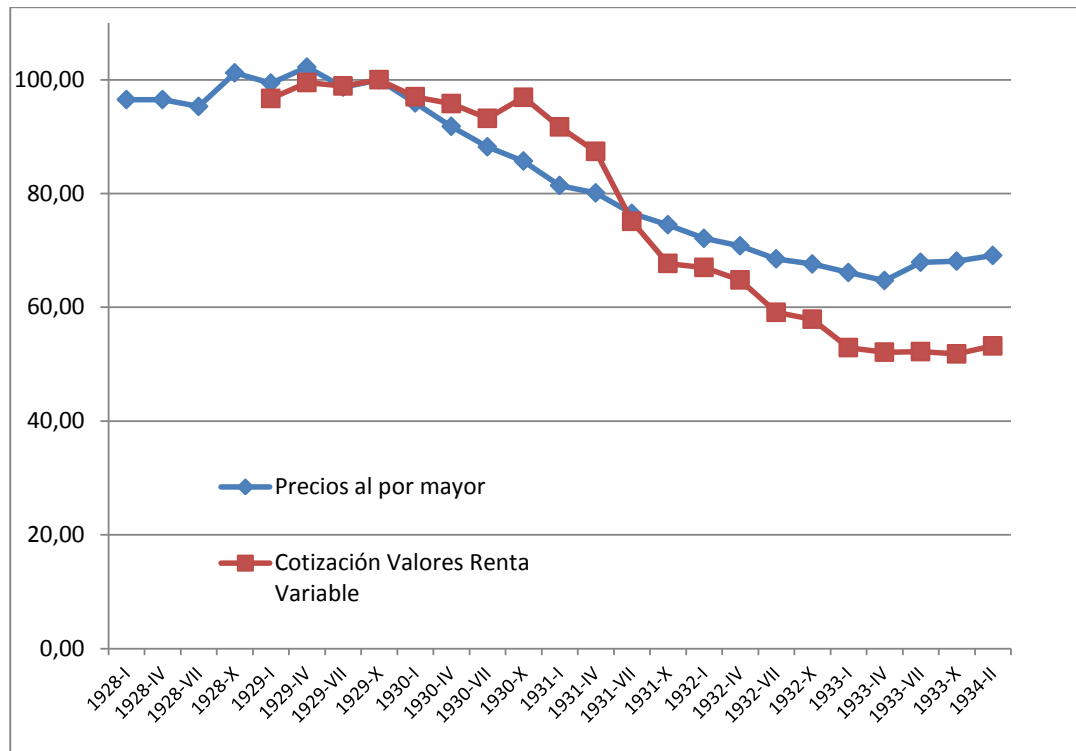
Ahora bien, la muestra del BE de España, compuesta por empresas grandes que franquearon la crisis razonablemente bien, plantea además algunos apuntes originales: la Gran Depresión habría afectado a estas compañías en mayor medida que a la economía española en su conjunto, pues el PIB no reflejó caídas mayores del 7 por 100 en este período, y que a toda la industria, siguiendo el IPI de Carreras (Cuadro 3). Asimismo, se demuestra con claridad que la Depresión supuso una reducción drástica de la producción en empresas de sectores muy variados, no dependientes en exclusiva del sector exterior y de la demanda pública, y cuya facturación sufrió aún más que los indicadores productivos por efecto de la deflación. Veamos cómo pudieron afectar estos hechos a la rentabilidad de estas empresas.

---

<sup>48</sup> Betrán (1995); Bartolomé (2007).

## 2. ¿"Flores de estufa" a la intemperie? Empresas españolas y "Gran Depresión"

Gráfico 3. Índice trimestral de precios al por mayor e índice de la cotización bursátil. Octubre 1929=100



Fuente: Servicio de Estudios del Banco de España (1934), Baremos I y II, p. 5-30.

La Gran Depresión flanquea dos crisis de gran alcance sobre el entramado empresarial español: el reflujó de la I postguerra y aquella correspondiente a la guerra civil y su postguerra. La Crisis del 29 queda mermada en relación con la afectación que éstas provocaron en el tejido societario, pese a saberse que hubo una importante mortandad empresarial-- a lo largo de 1931, 178 empresas, con activos por un valor superior a los 300 millones de Pta., suspendieron pagos y 104 compañías quebraron<sup>49</sup>. Como muestra el Gráfico 3, la cotización de los valores bursátiles hizo patente la intensidad del Crisis, aunque de modo menos contundente que lo hizo la evolución del índice de precios, hasta el verano de 1931 en que la Bolsa se desplomó. Según *Ritmo*, La Bolsa repercutió la contracción de modo parecido a como lo hiciera el comercio exterior<sup>50</sup>. Se conoce, además, que algunos empresarios acusaron la pérdida de valor de las acciones,

<sup>49</sup> Hubo también más de 450 disoluciones de compañías. En 1929, suspendieron pagos 94 y quebraron 105 y en 1930 suspendieron 122 y quebraron 84. Tafunell (2005), Tabla 10.5, p. 778. No se dispone de los datos para los años posteriores.

<sup>50</sup> En promedio, entre 1929 y 1934, se observa una caída del índice bursátil entre un 50 y un 60 por 100, levemente menores a las reducciones de la producción en Metalurgia y Minas. Véase cuadro 3.

reduciéndose drásticamente sus patrimonios<sup>51</sup>. Aun a sabiendas de estas circunstancias, la incidencia de esta Crisis en la empresa española se despacha a menudo aludiendo a la caída de los valores bursátiles y la disminución de la rentabilidad empresarial, pero como asuntos meramente episódicos.

Esta parca atención a la vertiente financiera de la actividad empresarial no extraña, dada la escasa consideración con que la historiografía española ha tratado tradicionalmente a la empresa española del siglo XX. De esta institución se ha subrayado con frecuencia lo enfermizo y anticuado de su organización interna, su orientación corporativa y su estrategia proteccionista, cuyos síntomas más preocupantes se habrían hecho patentes en los años de entreguerras<sup>52</sup>. Se ha insistido en que, al carecer de tecnología propia y desenvolverse en un mercado interior estrecho, habría tendido a cartelizarse y a crecer como flor de estufa, al amparo de regímenes políticos que favorecieran la regulación y la intervención de los mercados. Durante la profunda crisis de las exportaciones que se desencadenó en la primera postguerra, con su secuela de altas tasas de desempleo en los sectores manufactureros más maduros, los empresarios habrían forzado la protección del mercado. En efecto, se promulgó un arancel prohibicionista para el cereal y muy elevado para la minería energética, confirmado luego por el llamado “Arancel Cambó” de 1922<sup>53</sup>. La intervención pública, endurecida durante el Directorio Civil, habría regulado la vida económica a través de organismos corporativos, a fin de aprovechar íntegramente sus “energías naturales”, en expresión de la época<sup>54</sup>. Sus medidas habrían abundado en las tomadas desde 1917, con la *Ley de Protección de la Industria Nacional*, y beneficiado a ramas como la cementera, de materiales de construcción o siderometalúrgica, a quienes se permitió cartelizarse. La nueva política de Fomento, que se habría concentrado en la Obra Pública y el material móvil ferroviario, habría troquelado a largo plazo la fisonomía de la industria española al margen de las fuerzas del mercado.

Unos industriales poco acostumbrados al riesgo, amparados por el Estado y pertrechados en organizaciones olipolísticas se habrían visto asaetados por la Gran Depresión y, coincidiendo con la caída de la Dictadura, expulsados a la fría intemperie.

---

<sup>51</sup> Así lo asegura Díaz Morlán (2002).

<sup>52</sup> En ello insiste Palafox (1980) y (1991), pero también Comín (2002) y (2010).

<sup>53</sup> La economía española se habría mantenido en un grado de apertura en torno al 20 por 100, según Prados (2003), aunque la Ley de Autorizaciones rebajara sustancialmente el arancel.

<sup>54</sup> Gelpí (1924) y Huguet (reimp. 2010).

La pérdida de contratos públicos durante la II República, por el cambio en las prioridades de la política de Fomento respecto a la Dictadura y el aumento en los costes salariales derivado de la legislación republicana, habrían empujado a los empresarios españoles a la fuga de capitales y, con posterioridad, al apoyo incondicional al gobierno rebelde de Burgos, que los habría devuelto al abrigo público<sup>55</sup>.

Aunque esta visión prevalezca todavía hoy, ha sido matizada últimamente desde diversos frentes. De un lado, sabemos que el crecimiento industrial del decenio de 1920 no lo encabezaron los sectores tecnológicamente maduros. Más que diversificación del sector secundario se asistió a un verdadero cambio estructural de la industria española que propició por vez primera su crecimiento sostenido<sup>56</sup>. De otro lado, la protección a la industria española vía arancel no parece que fuera ni tan extraordinaria ni tan dañina como hasta ahora se suponía<sup>57</sup>. Incluso están en entredicho algunas de las distorsiones que la política de la Dictadura de Primo de Rivera habría infligido sobre el tejido económico<sup>58</sup>. La inversión pública efectiva en algunos sectores fue más leve de lo que se había supuesto y tampoco la partida del Gasto público en Fomento se vio cercenada durante los años de la II República<sup>59</sup>.

Recortado el efecto de la restricción presupuestaria, las miradas se han puesto en la caída de la inversión privada, extranjera antes y nacional después, que se sabe responsable del desplome de algunos sectores, como Maquinaria y bienes de equipo, transporte y vivienda<sup>60</sup>. Este colapso de la inversión se vinculó por parte de algunos contemporáneos con la crisis de confianza en el sistema político, que alentó un clima contrario a los negocios. Una atonía industrial e inversora que se reflejaba en la cotización no sólo de los valores de renta variable, sino más bien en los de renta fija, en los depósitos de los bancos y en la constitución de nuevas sociedades anónimas o la ampliación del capital de las existentes. Martín Aceña (2004) ha procurado sistematizar

---

<sup>55</sup> Comín (2002), Palafox (2011). Una versión más compasiva para con los empresarios y sus alianzas, en Díaz Morlán (2002) y (2003).

<sup>56</sup> Maluquer (1987) para la diversificación; Betrán (1997) para los cambios inter-industriales. Desde la nueva Geografía Económica, Sudrià, Parejo y Tirado (2010).

<sup>57</sup> La Ley de Autorizaciones rebajó el Arancel de manera que, finalmente, aunque se elevaran los precios de los alimentos y, por tanto, la restricción presupuestaria de las rentas pequeñas, ni se coartó la exportación agraria ni se impidieron las importaciones de los capitales y de la maquinaria precisa para la diversificación manufacturera apreciable en esos años..

<sup>58</sup> Comín (2002).

<sup>59</sup> Para las infraestructuras en general y el sector eléctrico en particular, véanse Herranz Loncán (2004), p. 104 y 105 y Bartolomé (2011), respectivamente.

<sup>60</sup> Con datos de Prados (2003), lo analiza Comín (2010), p. 134-136.

las causas de ese pesimismo que, según él, se adueñó de los círculos empresariales. Entre éstas, destaca el aumento de los tipos de interés que indujeron a un incremento de los costes de financiación empresariales que se compadecieron muy poco con el aumento de los salarios y la caída de los precios. En su opinión, el pesimismo se propagaba al tiempo que mermaba la rentabilidad de las empresas<sup>61</sup>.

Nuestro conocimiento de la evolución de la fisonomía y rentabilidad de la empresa española en esos años no había mejorado sustancialmente hasta los trabajos de Carreras y Tafunell<sup>62</sup>, pese a que la senda abierta por ellos no se haya frecuentado mucho desde entonces<sup>63</sup>. En las páginas siguientes, se examina cómo sufrieron las empresas la Crisis a partir de los datos de la *Muestra*. Se parte del quebranto de su rentabilidad, pero se analizan también otros indicadores tanto de los factores que contribuyeron a ella y como de las estrategias con que las empresas se defendieron ante la coyuntura adversa.

## 2.1. Una crisis más amarga

En primer lugar, llama la atención que los indicadores físicos señalen una menor incidencia de la crisis que el principal baremo financiero (Véase Gráfico 4). La rentabilidad financiera (ROE) de nuestra muestra y la estimación de Tafunell (2005) resultan bastante coincidentes en su perfil, aunque la en la muestra se suaviza tanto la caída como la recuperación<sup>64</sup>. De ambas, se infiere que la rentabilidad disminuyó tanto por la caída de las ventas como esencialmente por la depreciación de las mercancías. Esto es así para el conjunto, pero también para cada uno de los sectores analizados. Veamos dos ejemplos extremos. En la Fabricación, la rentabilidad se quiebra mucho antes que la producción, aunque se aprecie la caída de las ventas, pero la recuperación sigue el ritmo de la producción (Véase Gráfico 5). En contraste, el Gráfico 6 ilustra un sector, minero y metal mecánico, en que la caída de los precios repercutió en mayor

---

<sup>61</sup> Martín Aceña (2004), p. 379.

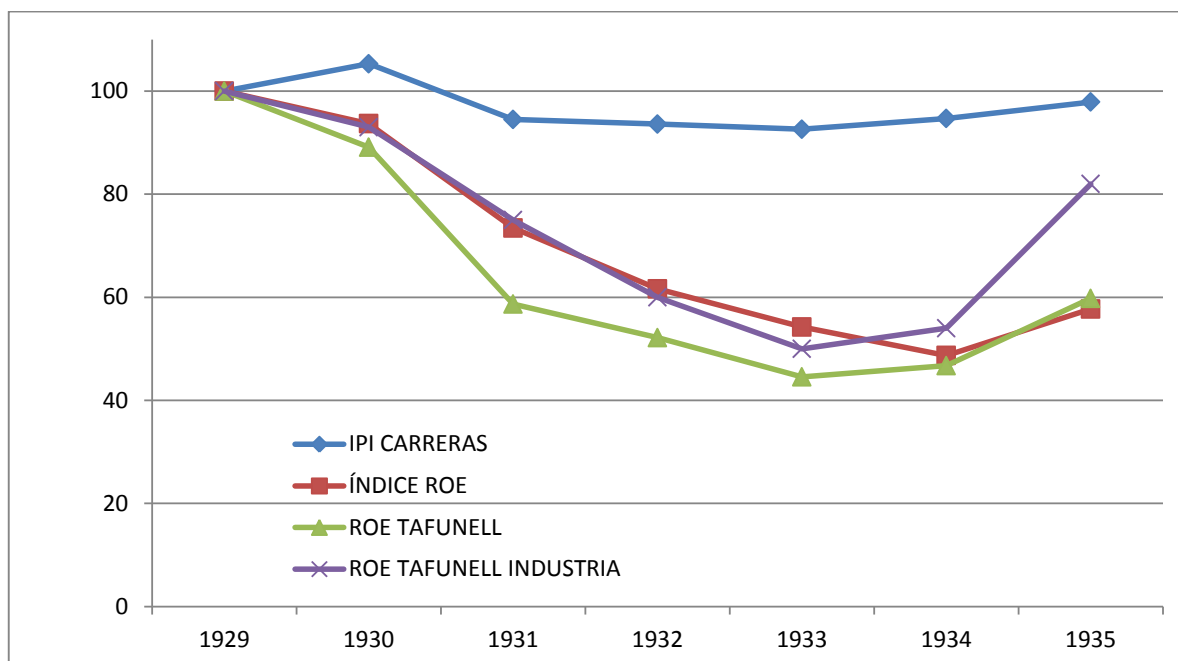
<sup>62</sup> Palafox había estudiado los beneficios empresariales de unas cuantas empresas, pero la muestra era muy exigua. Palafox (1980), p. 16.

<sup>63</sup> El rescate del factor empresarial en la historiografía española ha sucumbido en ocasiones al encanto del "emprendedor", de sus peripecias vitales y de la construcción de sus redes personales, orillando el examen del propio negocio, de su devenir financiero y de la racionalidad de las decisiones adoptadas. No digo que sea así en todos los casos, pero añoro perspectivas de estudio semejantes a las que analizan la defensa de intereses políticos desde grupos económicos. Me refiero, por ejemplo, a los trabajos de Del Rey Reguillo y Cabrera (2002) o Martorell (2000). Sabemos muy poco de cuál era de veras el grado de autonomía de las empresas dentro de los cárteles, de cómo funcionaban las estrategias corporativas. Conocemos mejor, en fin, la política que hacían algunos grupos económicos y poco de la economía de sus políticas.

<sup>64</sup> La coincidencia es mayor aún si se considera sólo la ROE del sector industrial, excepto en la recuperación de 1935. Tafunell (2000).

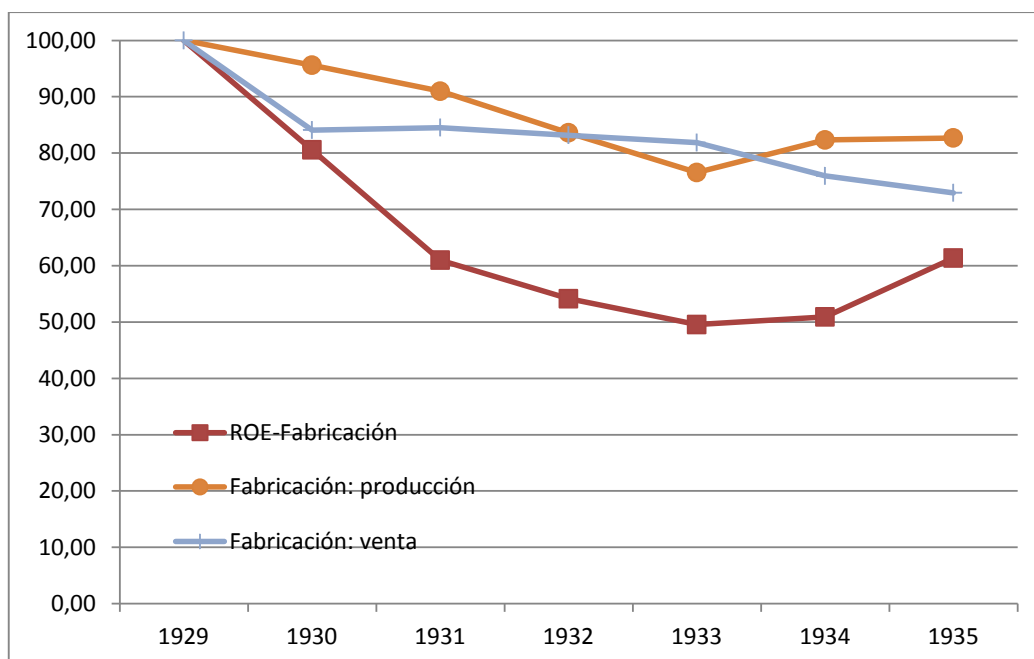
medida y la recuperación productiva no respaldó un aumento consonante de la rentabilidad del laboreo minero y la fabricación metal-mecánica.

**Gráfico 4. Indicadores de producción industrial y de rentabilidad de la muestra de empresas españolas y del conjunto AFSAE, en números índice. 1929=100.**



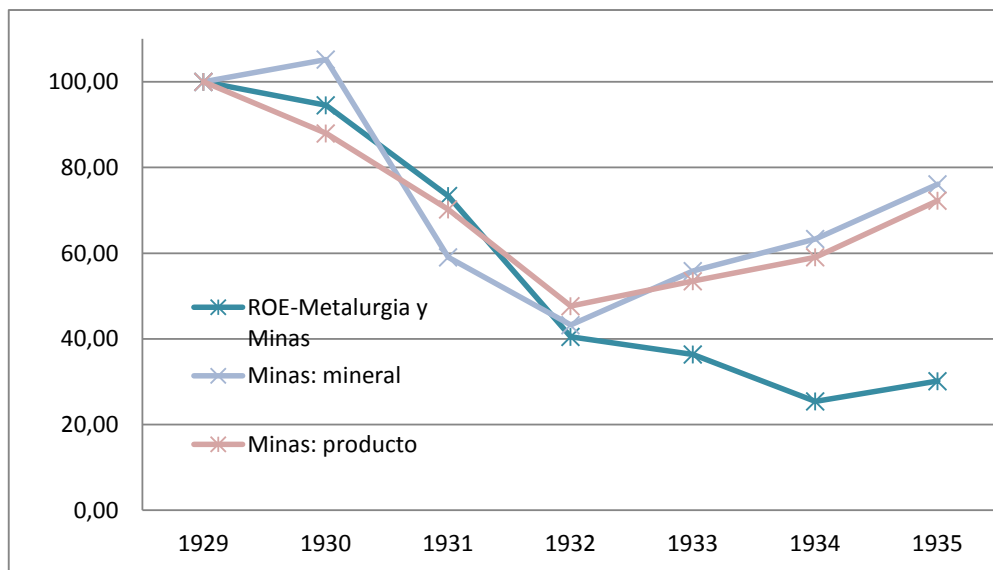
Fuente: Carreras (2005), Cuadro 5.11, columna 1214; Tafunell (2000) y (2005), Cuadro 10.27, columna 2347 y AHBE.

**Gráfico 5. Índices de los promedios de ROE, producción y venta del sector Fabricación. 1929=100**



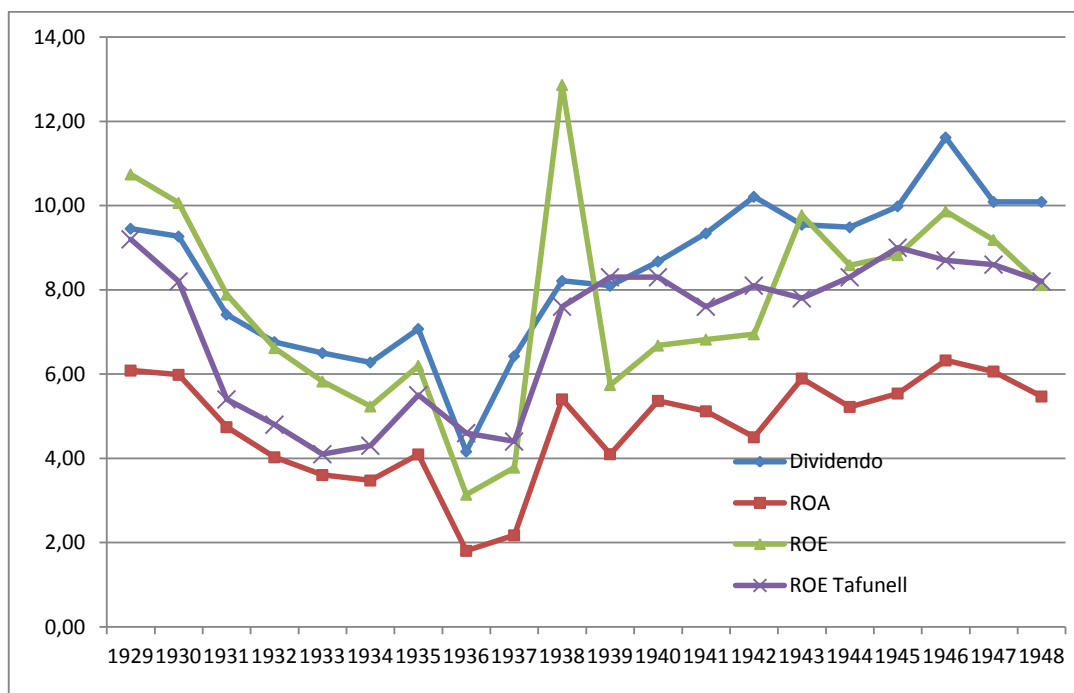
Fuente: AHBE..

**Gráfico 6. Índices de los promedios de ROE, Producción mineral y producto. Sector, Metalurgia y minas. 1929=100**



Fuente: AHBE..

**Gráfico 7. Algunos indicadores en promedio de la rentabilidad de la muestra de empresas en el largo plazo, en porcentaje (1929-1948)**



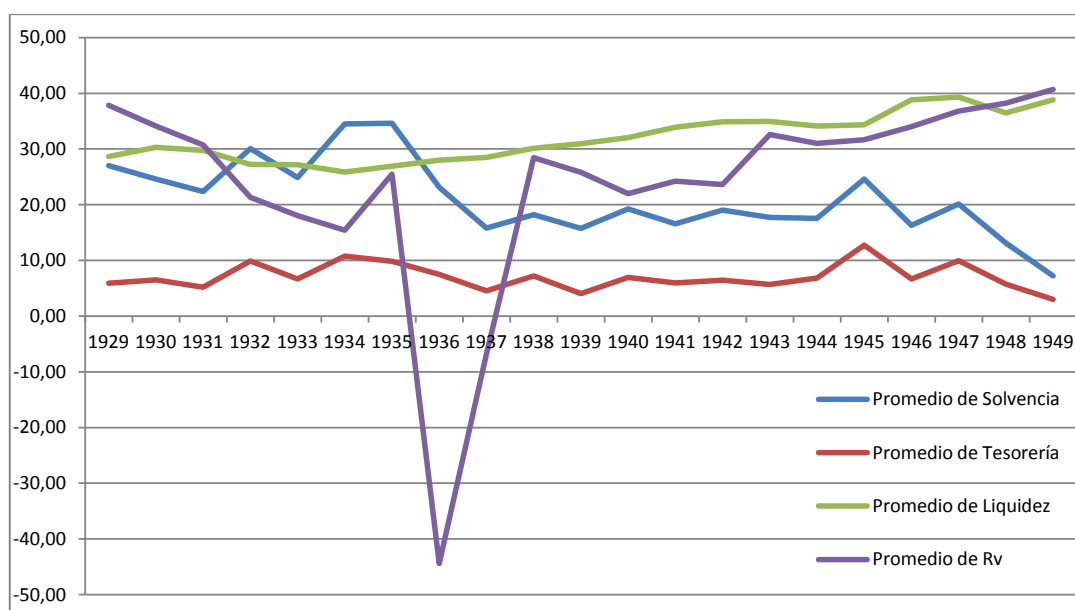
Fuente: AHBE y Tafunell (2005), Cuadro 10.27, columna 2347.

Una vez confirmadas las dos vías de recorte de la rentabilidad de la empresa española durante la Gran Depresión, veamos algunos de los principales indicadores de la salud

financiera de estas empresas en el largo plazo, para cotejarlos con los correspondientes al período crítico.

La evolución de la rentabilidad financiera (ROE) del total de empresas de la muestra sigue un perfil paralelo al de la estimación de Tafunell (2005), (Véase Gráfico 7). Esta muestra, menor que la de Tafunell y, con toda probabilidad, con un sesgo muy optimista para los últimos años, refleja, sin embargo, una mayor incidencia tanto de la guerra civil como de los beneficios obtenidos por algunas empresas de suministro militar durante la contienda<sup>65</sup>. A partir de entonces, la muestra ofrece rentabilidades menores en los primeros cuarenta, con un distanciamiento cada vez mayor entre la rentabilidad financiera y la económica (ROA), al tiempo que el dividendo repartido por las empresas deja de reflejar estrictamente la evolución de su rentabilidad financiera y se dispara autónomamente<sup>66</sup>.

**Cuadro 8. Ratios de Tesorería en promedios anuales (1929-1949)**



Fuente: Véase texto.

Algunos ratios financieros se han promediado para el período 1929-1948 en el Gráfico 8. Se ve que las empresas de la muestra no padecieron problemas acuciantes de liquidez durante el período. Ésta fue incluso mejorando. La evolución de la Rotación de las Ventas sí que refleja la ardua situación que atravesaron la mayoría de las compañías

<sup>65</sup> La Sociedad Española de Construcciones Electromecánicas, la Compañía de las Minas del Rif y los Talleres de Fundición Gabilondo presentan rentabilidades financieras que se aproximan al 100 por 100.

<sup>66</sup> Para un crucial análisis sobre la inflación de beneficios empresariales durante el Franquismo, véase Vilar (2010).



tanto durante la Gran Depresión, exceptuado el repunte de 1935, como, significativamente, durante los años de la guerra civil. Sólo se recuperaron valores parecidos a los de plena Crisis a finales de los años cuarenta. En contraste, los ratios de Solvencia y Tesorería testimonian cabalmente la reacción de los empresarios ante la crisis: aumentar el ahorro y detraer inversión<sup>67</sup>.

**Cuadro 5. Dividendo declarado y estimación de ratios económicos y financieros de la muestra-BE**

	Dividendo	ROE %	ROA %	Rotación Ventas	Solvencia	Tesorería	Liquidez %	ROE Tafunell
1929	9,35	10,74	6,08	37,83	27,01	5,92	28,65	9,20
1930	9,18	10,06	5,98	34,13	24,60	6,51	30,32	8,20
1931	7,35	7,89	4,74	30,74	22,39	5,22	29,75	5,40
1932	6,71	6,62	4,03	21,32	30,07	9,90	27,25	4,80
1933	6,46	5,82	3,60	18,07	24,86	6,67	27,15	4,10
1934	6,24	5,23	3,47	15,40	34,51	10,77	25,87	4,30
1935	7,07	6,20	4,09	25,47	34,62	9,84	26,91	5,50

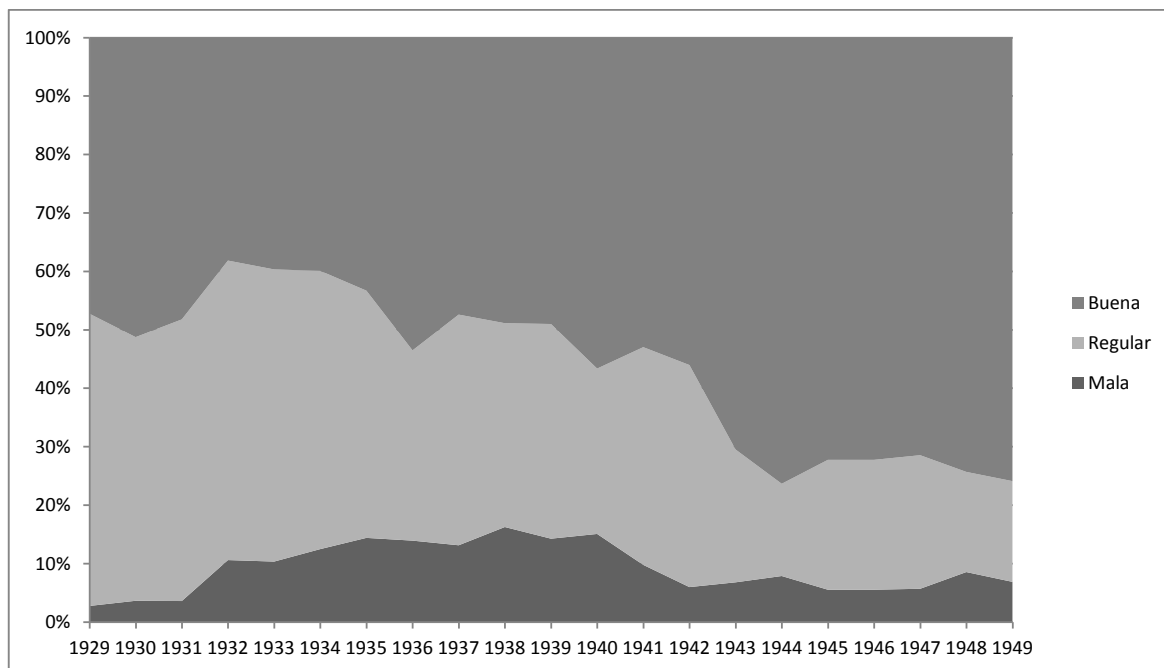
Fuente: AHBE y Tafunell (2005).

En detalle, la evolución de los ratios económicos y financieros de las empresas supervisadas por el BE durante la Gran Depresión se muestra en el Cuadro 5. Ahí, se ve cómo la Rotación de las Ventas se desplomó 20 puntos entre 1929 y 1934, aunque se recuperara ostensiblemente en 1935 --para luego volver a caer--. La evolución de los Ratios Financieros es inversa a aquella de la Rotación de las Ventas. Esto indicaría que las empresas procuraron evitar riesgos en tiempos de crisis, aumentando su Ratio de Solvencia en más de siete puntos y de modo más ligero el de Tesorería. La Liquidez muestra un perfil mucho más estable. Los ratios económicos de las compañías también indican cómo la rentabilidad financiera disminuyó a la mitad hasta 1934 y la rentabilidad económica le siguió en la caída, aunque con un aterrizaje algo más suave. Significativamente, la disminución de la rentabilidad se repercutió de modo atenuado sobre el accionista --la rebaja mayor es de un tercio-- en forma de dividendo, probablemente detrayendo una parte de la reservas acumuladas en los ejercicios anteriores. Todo parece indicar que el recorte del dividendo fuera sólo un pálido reflejo de aquel de la rentabilidad que sufrieron las compañías durante la Gran Depresión. Aunque en conjunto no peligraran, según sus ratios Económicos, la Rotación de las Ventas indica que sí se enfrentaron a graves dificultades ante las que reaccionaron con medidas defensivas, como lo fue la mejora de la Solvencia. Si se compara con las

<sup>67</sup> La evolución de la ratio de Autonomía Financiera resulta poco significativa: el promedio se movió entre un 56 y un 64 por 100 entre 1929-1949. El Apalancamiento se mueve en un promedio de un 3-3,5 por 100 entre 1929 y 1949, excepto en 1939 y 1940 en que se duplica.

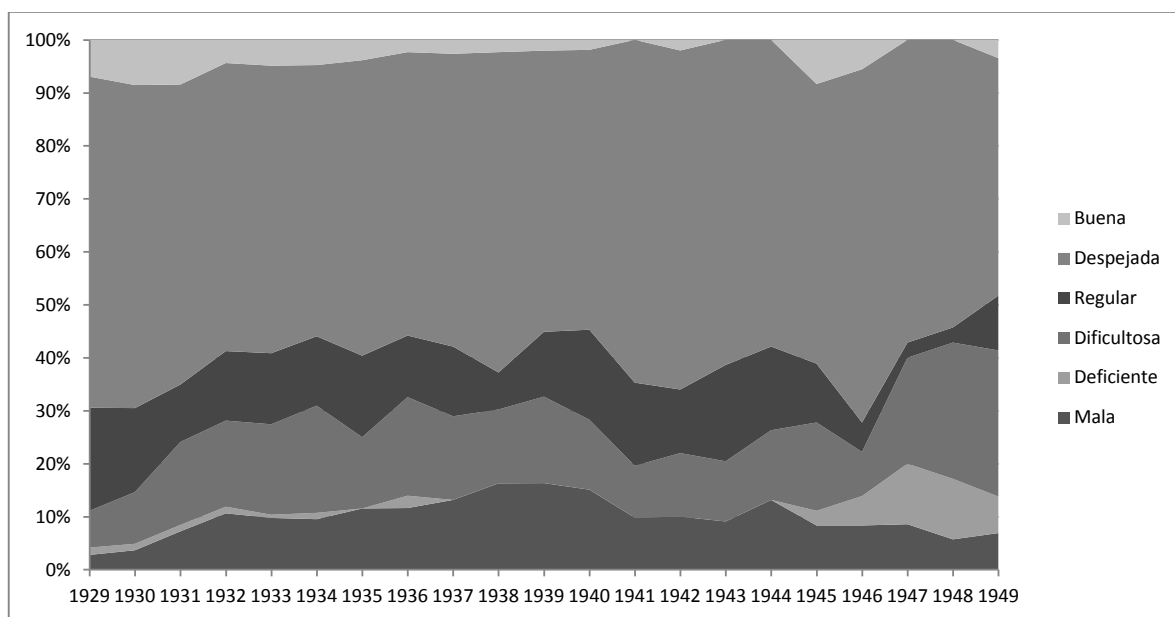
estimaciones de Tafunell, se confirma que ambas series presentan una tendencia similar, aunque las empresas de la muestra presenten rentabilidades mayores en algo más de un punto.

**Gráfico 9. Situación económica de las empresas, distribución anual en porcentaje (1929-1949).**



Fuente: AHBE.

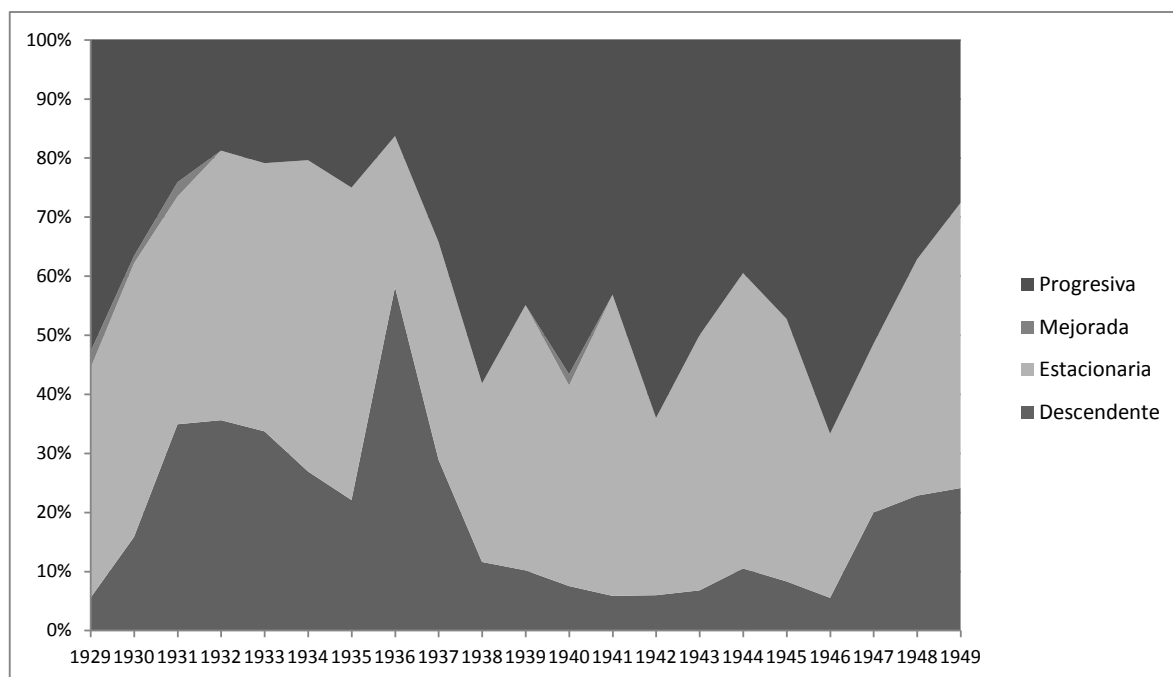
**Gráfico 10. Situación financiera de las empresas, distribución anual en porcentaje (1929-1949)**



Fuente: AHBE.

El BE traducía estos ratios contables a una categorización propia de la situación económica, financiera y la marcha de cada empresa. A fin de hacer tangible esta clasificación, sus porcentajes de prevalencia para cada año se han resumido en los Gráficos 9, 10 y 11 .

**Gráfico 11. Marcha de las empresas, distribución anual en porcentaje (1929-1949)**



Fuente: Véase texto.

A la vista de estos gráficos (9, 10 y 11) queda patente cómo hasta 1935 empeoró la situación económica y, significativamente, la financiera de estas entidades. Se advierte asimismo la ligera mejoría durante aquel año y las dificultades, sobre todo los arranques y parones en "la marcha", a lo largo del decenio de 1940. Durante los años de la Gran Depresión y los de la contienda civil, aunque la situación económica fuera relativamente buena para la mayor parte de la compañías y la financiera sostenible para más de un 60 por 100 de las empresas, el BE mantenía sus expectativas --su marcha-- en valoración negativa para casi un 80 por 100 de la muestra aquí examinada (Estacionaria y Descendente). Pese al optimismo que rezuma el grupo de empresas analizadas, según el BE, no sólo durante la guerra civil, sino también antes durante los primeros treinta, se habría abierto una importante brecha en el devenir y las expectativas de negocio de estas sociedades.

¿Cuántas de las empresas analizadas podríamos decir que atravesaron una situación realmente delicada? El grueso, a juzgar por los criterios del BE, con la retirada de la confianza en forma de pignoración automática<sup>68</sup>. No obstante, he procurado otra aproximación más afinada (Cuadro 6)<sup>69</sup>.

**Cuadro 6. Número de sociedades en situación económica y financiera ruinosa y con malas expectativas por sectores según la valoración del Banco de España, en porcentaje**

	Aguas, canales y puertos	Fabricación	FFCC y tranvías	Gas y Electricidad	Metalurgia y Minas	Navieras y Seguros	Varias	Total general
1929	0,00	6,25	0,00	7,14	0,00	0,00	0,00	4,17
1930	0,00	4,76	0,00	10,00	18,18	0,00	0,00	7,32
1931	0,00	9,09	37,50	13,33	18,18	11,11	0,00	14,46
1932	9,09	11,63	56,00	10,64	40,00	22,22	0,00	21,88
1933	0,00	10,64	54,17	10,64	30,00	33,33	20,00	20,12
1934	8,33	8,89	52,17	22,22	20,00	22,22	40,00	22,02
1935	0,00	10,34	53,85	7,69	20,00	16,67	0,00	16,35

Fuente: AHBE.

Según mis cálculos, no más de un 20 por 100 de las compañías de la muestra atravesaron una coyuntura ruinosa durante la Gran Depresión. Ahora bien, en algunos sectores como Ferrocarriles y Tranvías; Metalurgia y Minas o Navieras y Seguros la situación adversa se extendió a una buena parte de las sociedades, incluso lo fue para algunos de los hoteles y establecimientos consignados en Varias. En el detalle, mientras que en algunas actividades la recuperación fue rápida, como en Minas y Navieras --obedeciendo a la recuperación de los precios internacionales de minerales y fletes--, no lo fue así en aquellas que dependían del mercado interior, como Gas y Electricidad o Varias y los Ferrocarriles y Tranvías no levantaron cabeza.

A juicio del BE, la empresa española, incluso aquella que siguió gozando de la confianza en sus valores por parte del Banco, sufrió en la primera mitad de los treinta más de lo que la evolución del promedio de los dividendos repartidos podría haber indicado. Afectó a todos sus indicadores económicos, si bien se refleja primordialmente en la Rotación de las Ventas, que se derrumbó. Las empresas tomaron, en general, una actitud defensiva y parece que aumentaron su Solvencia y su ratio de Tesorería. El Banco de España se hizo eco en sus indicadores de síntesis de esta difícil situación y en lo que a las expectativas de mejora se refiere. La ruina no amenazó más que a un 20 por

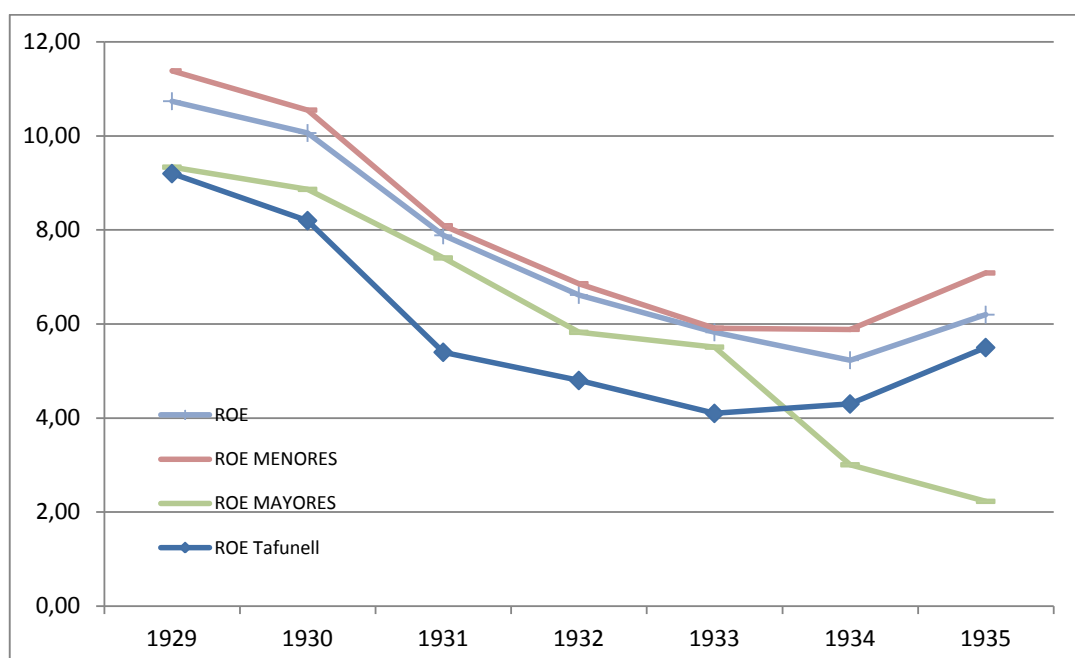
<sup>68</sup> Recuérdese que, entre 1934 y 1935, más de 60 sociedades dejaron de examinarse y en 1936 no sumaban medio centenar. Véase Cuadro 1.

<sup>69</sup> He otorgado un valor numérico a cada categoría del BE y he sumado los valores otorgados (1-3 SE, 1-6 SF y 1-4 Marcha). He considerado que la suma de 6 puntos establecía un umbral de situación globalmente deficiente de la empresa.

100 de la muestra en algunos años, pero se advierten divergencias sectoriales muy marcadas, que abundan en un comportamiento diferencial entre sectores: mientras aquellos dependientes del mercado exterior se recuperaron antes, no pasó así en aquellos que lo eran del mercado interno.

## 2.2. Por tamaños y sectores

**Gráfico 12. Rentabilidad financiera (ROE), según el tamaño de las empresas (Mayores, Activo igual o mayor a 87 millones de Pta. corrientes), en porcentaje**<sup>70</sup>

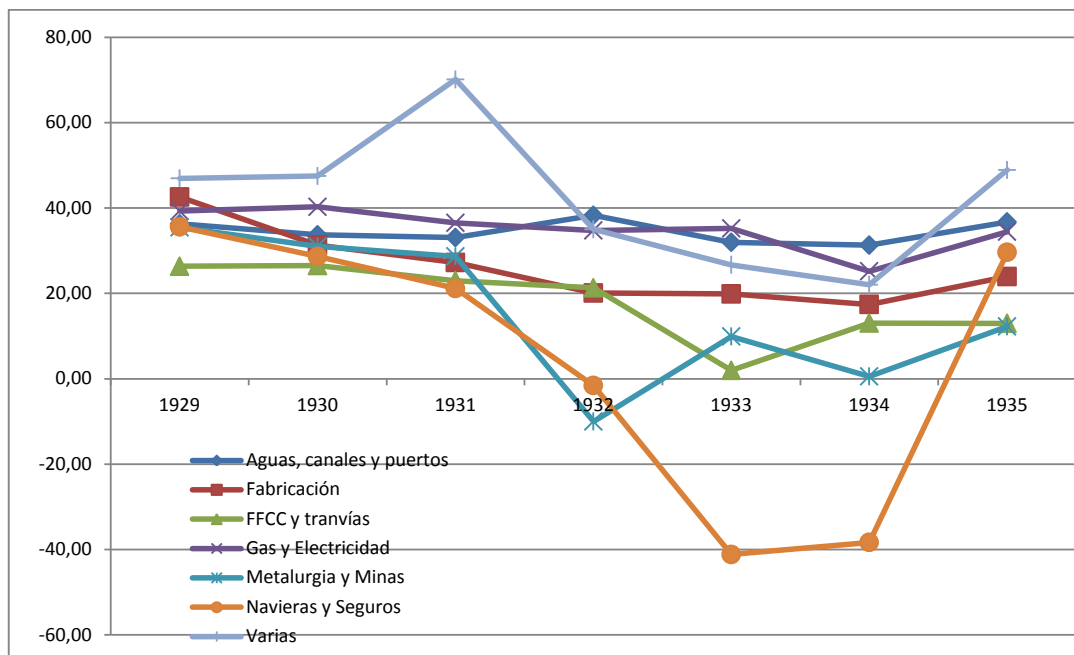


Fuente: AHBE.

Pese a que la muestra presente un marcado sesgo hacia las empresas grandes y con buenos resultados, que eran las que disfrutaban tradicionalmente de la pignoración automática, se distinguen tamaños diversos. Una más temprana y más grave evolución de las menores indicaría que la restricción al crédito, para el que esas empresas son más vulnerables, habría tenido un peso relevante en la Depresión española. Como se observa en el Gráfico 12, tal no fue el caso. Fueron justamente las sociedades mayores las que presentaron los síntomas más graves a partir de 1933. Cuando la rentabilidad financiera de las pequeñas comenzó a remontar, la evolución de las grandes continuaba agravándose, en tanto así se mostraron los sectores que albergaban las compañías mayores.

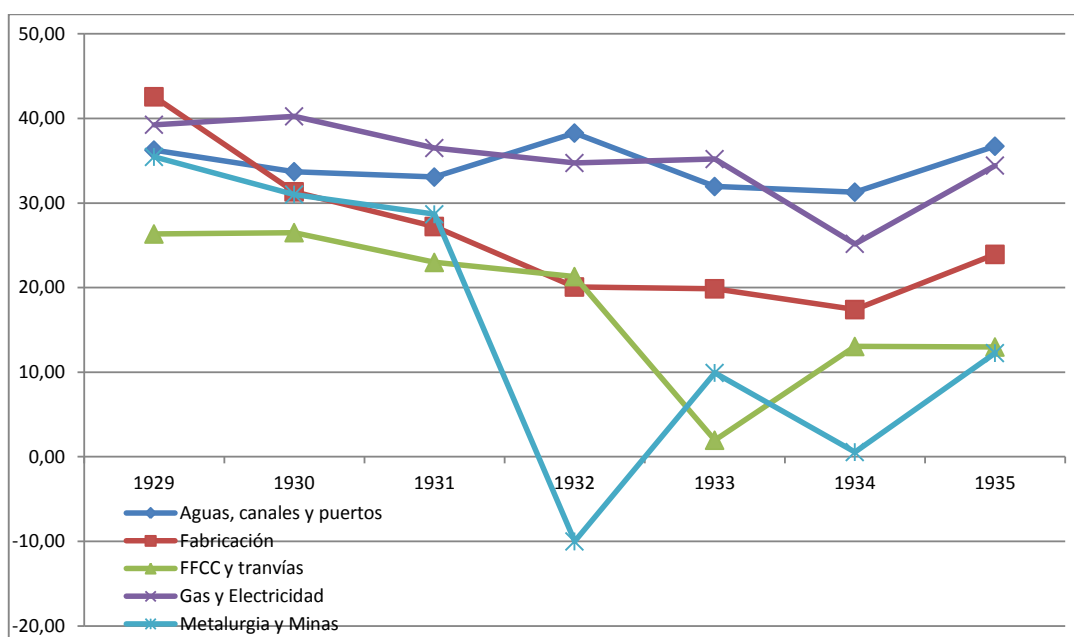
<sup>70</sup> El tamaño medio es el promedio del Activo total en 1935. Como las empresas grandes tienen en ese promedio un peso mayor, hay por lo general más empresas pequeñas que grandes. Por ejemplo en 1932 hay 123 pequeñas por 37 de tamaño mayor.

Gráfico 13. Rotación de Ventas en distintos sectores (en porcentaje)



Fuente: AHBE.

Gráfico 14. Rotación de Ventas en algunos sectores (en porcentaje)



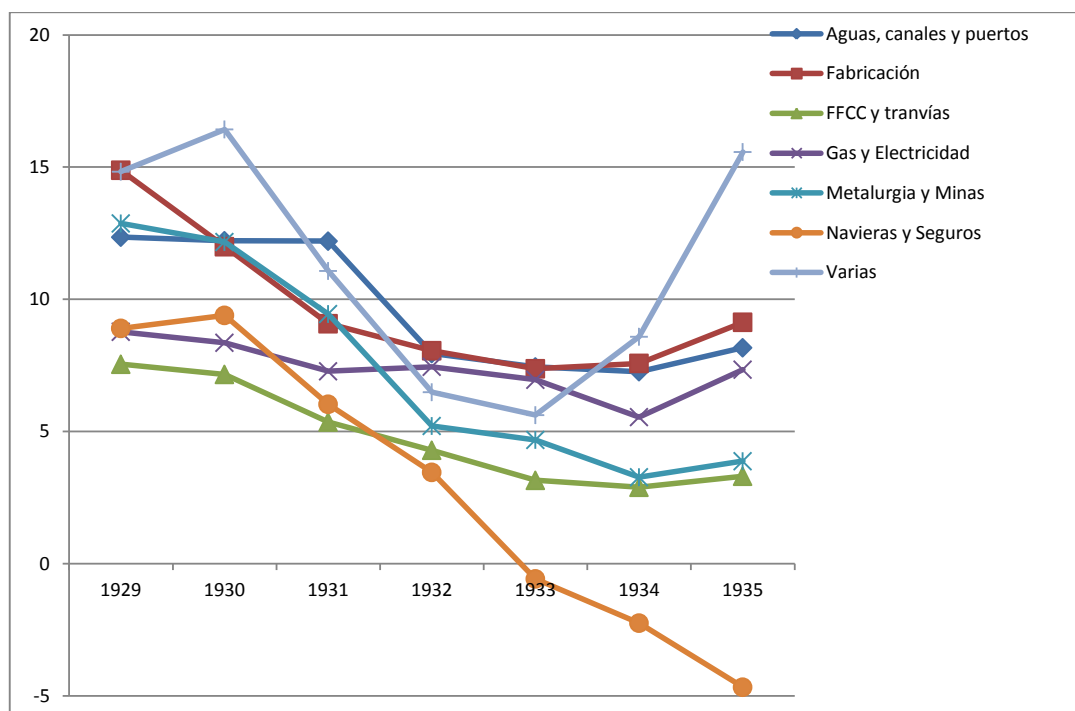
Fuente: AHBE.

En el Gráfico 13, se representa la Rotación de las Ventas por ramas de actividad. Ahí, se observa que la Crisis como tal se desencadenó relativamente pronto en casi todos los sectores, aunque el derrumbe tuviera lugar a partir de 1932, con un sector como

principal víctima, el de Navieras y Seguros, seguido a distancia por Metalurgia y Minas y el de los Transportes.

Si se elimina la distorsión de aquellos que cuentan con menor número de observaciones, se obtiene el Gráfico 14. Ahí, se distinguen los tres tipos de comportamiento que también se advierten en los ratios económicos de las compañías. De un lado, los dos sectores más maduros: me refiero al Transporte Ferroviario y a Metalurgia y Minas. Este último, repercutiendo inequívocamente el derrumbe del comercio internacional, pero el primero dando muestras tanto del deterioro de la demanda interna como de su propia obsolescencia. Por otro lado, los sectores de suministros esenciales, agua y energía, fueron los menos afectados por la Depresión. A medio camino, el sector de la Fabricación, afectado tempranamente, como los dos primeros, era capaz de remontar el paso en 1935.

**Gráfico 15. Rentabilidad Financiera (ROE), por sectores, en porcentaje**



Fuente: AHBE.

Una tendencia muy semejante, pero con oscilaciones menos acusadas es el que presenta la evolución de la Rentabilidad financiera por sectores (Gráfico 15). Se aprecia con claridad que fueron Metalurgia y Minas, junto a los Ferrocarriles, quienes sufrieron con mayor intensidad en los años de la Depresión. Sin embargo, el efecto de la recuperación de precios internacionales favorecería a la Minería y Metalurgia, junto a la Fabricación,

y sus resultados remontaban en 1935. Las empresas energéticas, que presentaban antes de la Crisis rentabilidades menores, vivirían sólo ligeras caídas. A la vista del Cuadro 7, donde se han transcrito las estimaciones de la Rentabilidad financiera de algunas grandes empresas, se puede distinguir cómo la Gran Depresión es ajena a la Unión Española de Explosivos o a Cross. Afecta muy gravemente a las empresas mineras, como las Minas del Rif, aunque manteniendo siempre niveles de rentabilidad elevadísimos y recuperándose con prontitud. Es, sin embargo, la construcción naval, con la SECN, o en menor medida las industrias siderúrgicas, como Duro-Felguera o la Siderúrgica del Mediterráneo, aquellas que más acusaron la Depresión, si bien Altos Hornos de Vizcaya capeó el temporal mucho mejor, manteniendo rentabilidades muy altas hasta 1933. Dos sectores que se marchitaron aún más durante la Depresión fueron el transporte ferroviario, con el ejemplo de Norte y de MZA, y las Navieras, como Sota y Aznar o Transmediterránea, que presentan un comportamiento similar. La manufactura textil, representada aquí por las Hilaturas Fabra Coats muestra un comportamiento estable, aunque con rentabilidades medias decrecientes. En otra rama, la alimentaria, las azucareras presentan comportamientos dispares como son el de la Compañía de Industrias Agrícolas, que mantuvo unos resultados en promedio y la Azucarera Española, como rentabilidades por debajo del 5 por 100 hasta 1931 y menores al 1 por 100 desde entonces. En contraste, los nuevos servicios urbanos y suministros esenciales (electricidad, agua y transportes urbanos), representados aquí por la UEM y la Compañía del Metropolitano de Alfonso XIII, mantienen consistentes sus resultados, como el resto de las eléctricas del grupo Vizcaya o Aguas de Barcelona.

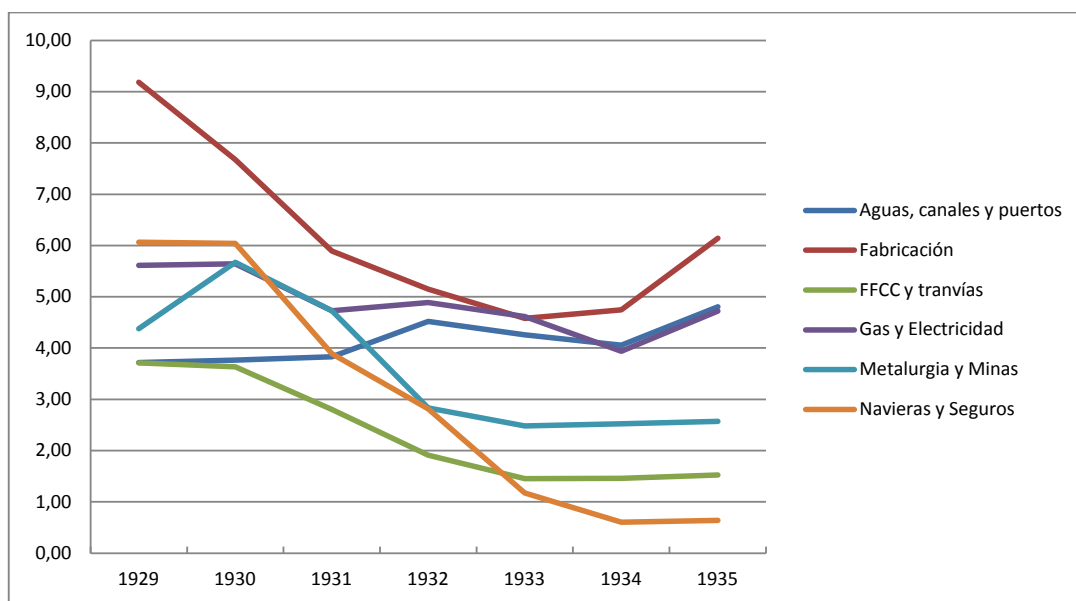
**Cuadro 7. Rentabilidad financiera (ROE) de algunas empresas, representativas de su sector**

	Ind. Agrícolas	Fabra Coats	FFCC Norte	Metro Madrid	MZA	Minas del Rif	Altos Hornos Vizcaya	SECN	Duro-Felguera	Sota y Aznar	UEM	Unión E. Explosivo
1929			2,03	8,05	3,16	23,05	37,12	9,01	11,34	3,15	9,46	14,40
1930	11,06	4,57	2,27	10,40	1,50	29,14	27,36	8,64	9,81	1,23	7,98	16,54
1931	9,02	5,02	1,01	7,93	-0,66	28,06	12,25	5,82	6,65	0,33	7,58	16,43
1932	5,94	5,30	1,72	7,90	-0,55	7,68	16,68	-5,27	0,45	0,07	7,40	16,43
1933	6,91	4,44	-0,05	8,48	-2,42	9,46	22,57	-20,40	-0,97	0,53	7,00	15,94
1934	6,94	4,20	-0,45	7,02	-5,55	12,52	5,08	-33,77	-0,02	1,03	7,14	16,06
1935	9,55	3,72			-7,28	17,03	5,12	-43,23	2,64	2,13	7,04	15,89

Fuente: AHBE.

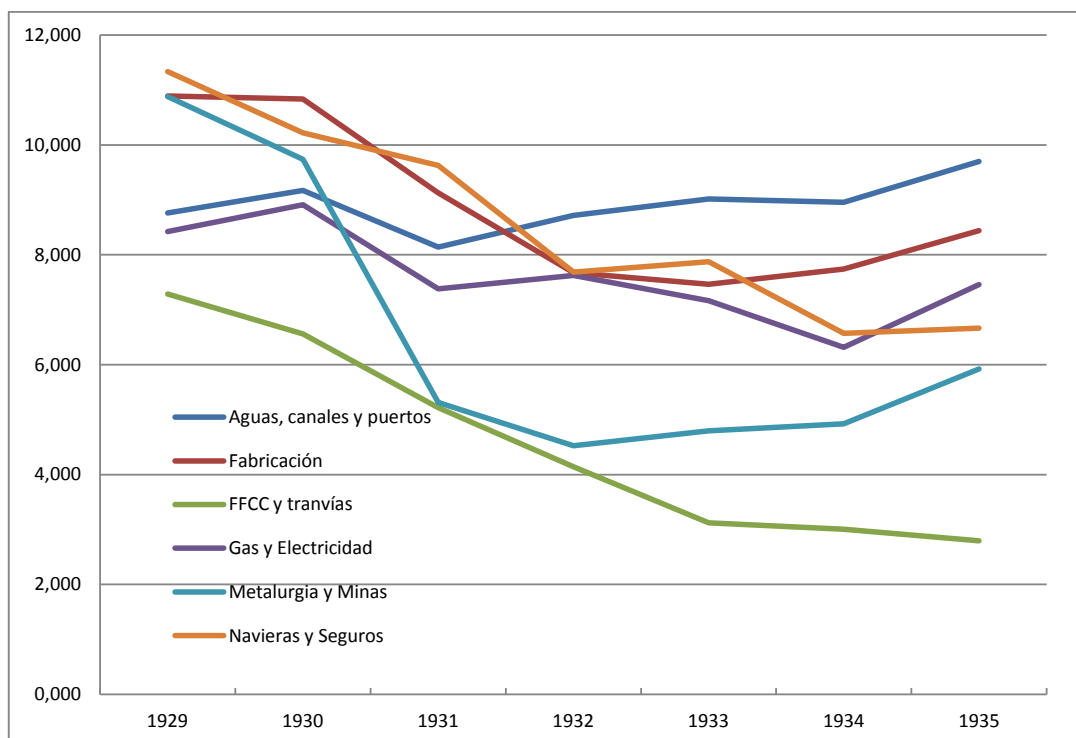


**Gráfico 16. Rentabilidad Económica (ROA), por sectores, en porcentaje**



Fuente: AHBE.

**Gráfico 17. Dividendo repartido a acciones ordinarias, por sectores**



Fuente: AHBE.

La rentabilidad económica de las empresas de la muestra hace patente que quienes sufrieron inicialmente y con mayor la virulencia de la Depresión fueron los tres sectores

más afectados, Navieras, Mineras y Ferrocarriles, pero también Fabricación (Gráfico 16). Agua, gas y electricidad apenas la acusaron. Su rentabilidad económica se mantuvo estable, cuando el sector de la Fabricación comenzó a remontar a partir de 1933. El examen de la rentabilidad económica permite distinguir con claridad los tres sectores sumidos todavía en la Gran Depresión en 1935 (Metalurgia y Minas, Navieras y Seguros y Ferrocarriles y Tranvías), todos ellos sectores maduros y afectados tanto por la disminución de la demanda pública como por el embate de los mercados internacionales. El resto, lo constituían sectores debutantes y dependientes de la demanda interna privada que, en 1935, estaba ya capeando el temporal.

En la mayoría de los sectores, los accionistas de las compañías comprobaron muy someramente la caída de la rentabilidad de sus empresas al cobro del dividendo. Como se infiere del Gráfico 17, si se compara con el 15, algunas ramas mantuvieron dividendos mayores que sus rentabilidades financieras durante la Gran Depresión. Incluso, el sector de las Navieras y aseguradoras redujo en menos de cinco puntos el dividendo, pese a que su ROE se hubiera desplomado en estos años. Metalurgia y Minas y los Ferrocarriles sí dejaron entrever su circunstancia, al igual que Gas y Electricidad y Fabricación, quizá por ser sus caídas menores. El propósito de esta política por parte de los gestores de las empresas parece evidente: mantener elevada la confianza de los inversores en los peores momentos, en que hasta el BE cercenaba sus expectativas de conseguir crédito, favoreciendo un clima de aparente normalidad en los negocios.

### **3. Conclusiones**

Las sociedades anónimas en España constituían todavía en los primeros años del decenio de 1930 una pequeña parte del entramado empresarial español, sumido aún en formas anticuadas de capitalización y de inversión a corto plazo. Con seguridad, una de las fracciones más modernas y reseñables por la envergadura de sus negocios era aquella constituida por las empresas de la muestra aquí analizada, que eran aquellas cuyas acciones y obligaciones habían sido pignoradas automáticamente por el Banco de España hasta 1932.

Tras el examen de los datos de la evolución de las variables industriales de estas empresas --producción y facturación-- durante los años de la Gran Depresión, se confirma la aparición de dos brotes, el primero en torno a 1931 y el segundo a 1933. La incidencia de la Crisis fue diferencialmente más grave en los sectores vinculados al

comercio exterior y la Demanda Pública, aunque también fueran éstos sectores maduros --más vinculados a la industria y el transporte--, que sufrieron más intensamente el embate, que los tecnológicamente más innovadores, como algunos suministros esenciales. Hasta aquí lo ya conocido.

El impacto de la crisis sobre estas grandes empresas de la muestra, según la evolución de su rentabilidad financiera, fue menor que en las estimaciones de Tafunell para el conjunto de las compañías no financieras y muy semejante al de aquellas con dedicación industrial, pero con peor recuperación. Ahora bien, otras variables dejan entrever un sufrimiento más amargo por parte de un buen número de sociedades. La caída de la Rotación de las Ventas fue drástica y relativamente temprana en todos los sectores, repercutiendo en caídas más leves de las rentabilidades. Los gestores de las compañías de los sectores en peor situación fueron los más remisos a dejar traslucir esta circunstancia en el dividendo. En línea con la salvaguarda del negocio, se aumentaron los ratios de Solvencia y Tesorería. Un capítulo más de esas prácticas defensivas fue el reparto de una utilidad que evitase la ruina de las empresas en peor situación. Un dividendo acorde con la rentabilidad de algunos sectores habría precipitado la venta masiva de títulos y anulado la oportunidad de ampliaciones de capital. Las empresas españolas grandes padecieron la Gran Depresión, pero trataron de escamotearlo a sus inversores. A juicio del BE, un porcentaje que alcanzaba casi el 30 por 100 de las empresas que aún podían pignorar sus títulos, se encontraban en situación económica y financiera muy dificultosa o al borde de la ruina.

En suma, todo parece indicar que la atmósfera pesimista del medio de los negocios español no habría sido sólo un puro reflejo anti-republicano, sino que pudo estar bien cimentada en los contratiempos con que, tanto en el orden internacional como en el orden interno, las empresas se estaban viendo desafiadas durante la Gran Depresión. En esta coyuntura, las compañías procuraron sobrevivir y evitar el pánico adoptando políticas de salvaguarda de su solvencia y de sostenimiento de la confianza de sus inversores. Otra cuestión es que la gran empresa española no dejara de ser un apéndice, moderno pero restringido, de una economía, en que, como bien decía *Ritmo*, prevalecía "nuestro sistema total rudimentario y de pequeñas financiaciones y negocios".

## Referencias:

- Adams, A. (1933): Economic Conditions in Spain. Report. Department of Overseas Trade, London.
- Aldcroft, D. H. (2006): "Peripheral Europe in the Interwar Setting" in D. H. Aldcroft: *Europe's Third Word: The European Periphery in the Interwar Years*. Brookfield, VT, USA; Ashgate Publishing Group, p. 39-67.
- Aldcroft, D.H. y Morewood, Steven (2013): *The European Economy since 1914*, 5th edition, London and New York: Routledge.
- Almunia, M., Bénétrix, A. Eichengreen, B. Agustín Beñetrix, Barry Eichengreen, O'Rourke, K. H. and Rua, G. (2010): *From Great Depression to Great Credit Crisis: similarities, differences and lessons*, *Economic Policy*, April 2010, p. 219-265.
- Banco de España. Servicio de estudios (1934): *Ritmo de la crisis económica española en relación con la mundial [barómetros económicos]*, Madrid, (s.n.), 418 p.
- Bartolomé Rodríguez, I. (2014): "la inserción internacional de la primera electrificación española y los antecedentes del mercado ibérico (1890-1940)", *Revista de la Historia de la Economía y de la Empresa*.
- Bernanke, B. S. (2004): *Essays on the Great Depression*, Princeton: Princeton University Press, 2004.
- Betrán, C. (1997): "Tamaño de mercado y crecimiento industrial en España durante el primer tercio del siglo XX", *Revista de Historia Industrial*, 11, p. 119-148.
- Cabrera, M. y del Rey Reguillo, F. (2002): *El poder de los empresarios: política e intereses económicos en la España contemporánea (1875-2000)*, Madrid: Taurus Ediciones.
- Capie, F., y Billings, M. (2001): "Accounting issues and the measurement of profits. English banks 1920-68", *Accounting, Business and Financial History* 11, 2, p. 225-251.
- Carreras, A. y Tafunell, X. (2010): *Historia económica de la España contemporánea (1789-2009)*, Barcelona: Crítica, XV, 564 pp.
- Carreras, A., y Tafunell, X. (1993): "La gran empresa en España (1917-1974). Una primera aproximación", *Revista de Historia Industrial* 3, p. 127-174.
- Catalán, J. y Sánchez, A. (2013): "Cinco cisnes negros. Grandes depresiones en la industrialización moderna y contemporánea, 1500-2012", en Francisco Comín y Mauro Hernández: *Crisis Económicas en España 1300-2012. Lecciones de la Historia*. Madrid: Alianza, pp. 83-112.
- Comín, F., M. Hernández y E. Llopis (eds.) (2002): *Historia económica de España: siglos X-XX*. Barcelona: Crítica, 509 pp.
- Crafts, N. and Fearon, P. (2010): "Lessons from the 1930s Great Depression", *Oxford Review of Economic Policy*, 26, 3, 2010, p. 285-317.
- Díaz Morlán, P. (2002): *Los Ybarra. Una dinastía de empresarios (1801-2001)*, Madrid: Marcial Pons.
- Eichengreen, B. and K O'Rourke (2010): *A tale of two depressions: What do the new data tell us?* February 2010 update, VoxEU.org, 8 March.
- Hannah, L. and Temin, P. (2010): "Long-term supply-side implications of the Great Depression", *Oxford Review of Economic Policy*, 26, 3, 2010, p. 561-580.
- Hernández Andréu, J. (1980): *Depresión económica en España 1925-1934 : crisis mundial antes de la Guerra Civil Española*, Madrid : Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda.
- Hernández Andreu, J. (1986): *España y la crisis de 1929*, Madrid, Espasa Calpe.
- Herranz Loncán, A. (2004): *La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935*, Madrid: Banco de España.
- Marfil, M.: (1936): "Factores de independencia de la crisis económica española en relación a la crisis económica mundial", *Economía Española*, Enero 1934, p. 117-135.
- Martín Aceña, P. (2004): "La economía española de los años 1930", en S. Juliá (coord.), *La República y la guerra civil*, Madrid: España Calpe.
- Martorell Linares, M. (2000): *El santo temor al déficit: política y hacienda en la Restauración*, Madrid: Alianza.
- Miralles, R. (1988): "La crisis económica de los años treinta en el País Vasco", *Ekonomiaz*, 9-10, p. 277-300.
- Ortega, M. (1994): "La central de Balances del Banco de España", *Economía Industrial*, 299, sep-oct 1994, p. 121-134.
- Palafox, J. (1980): "La gran depresión de los años treinta y la crisis industrial española", *Investigaciones económicas*, 11, enero-abril, 1980, p. 5-46.
- Palafox, J. (1991): *Atraso económico y Democracia. La Segunda República y la economía española, 1892-1936*, Barcelona, Crítica.

- Palafox, J. (2011): "España y la crisis internacional de 1929: el papel de los desequilibrios internos" en P. Martín Aceña (ed.), *Pasado y presente: de la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*. Bilbao: Fundación BBVA ed., pp. 79-112.
- Parejo, A. y Sudrià, C. (2012): 'The Great Depression' versus 'The Great Recession'. Financial crashes and industrial slumps', *Revista de Historia Industrial*, 48, p. 23-48.
- Perpiñá Grau, R. (1936): *De economía hispana: contribución al estudio de la constitución económica de España y de su política económica, especialmente la comercial exterior*, Barcelona : Labor], 1936.
- Prados de la Escosura, L. (2003): *El progreso económico de España (1850-2000)*, Bilbao: Fundación BBVA.
- Sudrià, C., Parejo, A. y Tirado, D. A. (2010): La distribución territorial de la actividad industrial en España: una visión de largo plazo", Documento de Economía industrial, n. 38; Centr d'Economia Industrial, UAB, Barcelona.
- Tafunell, X. (1998): "Los beneficios empresariales en España, 1880-1981. Estimación de un índice anual del excedente de la gran empresa", *Revista de Historia Económica*, 16 (3), p. 707-746.
- Tafunell, X. (2000): "La rentabilidad financiera de la empresa española, 1880-1981: una estimación en perspectiva sectorial", *Revista de Historia Industrial* 18, p. 69-112.
- Temin, P. (2010): "The Great Recession and the Great Depression", Working Paper 15645, National Bureau of Economic Research, January 2010 URL: <http://www.nber.org/papers/w15645>