

CRONICA ECONOMICA

LA EMISIÓN DE TESOROS.

A diferencia del pasado año, aun no se ha dado a conocer en éste la liquidación definitiva del ejercicio financiero de 1944. Mientras que en enero de 1944, una nota de marcado sabor oficioso lanzó a la publicidad los resultados de la gestión del Tesoro público en 1943, y el saldo y remate de sus cuentas a fines de dicho año, en éste, por motivos seguramente todos ellos razonables, se ha preferido adoptar un proceder distinto. Sólo por procedimientos indiciarios, o por métodos indirectos, podemos intuir cuál ha sido el déficit registrado en las cuentas del Tesoro público, y en qué medida, durante el año 1944, los pagos han excedido de los ingresos, tanto ordinarios como extraordinarios.

Afortunadamente, la publicación ya regular de los Balances mensuales del Banco de España hace factible el conocer: de un lado, la situación acreedora o deudora del Tesoro público en el Banco emisor; y de otro, sus consecuencias monetarias. Por otra parte, el incremento de la circulación fiduciaria (inflación primaria) y el de las cuentas corrientes en los Bancos (inflación secundaria) nos permite describir el cauce por el que se difunden a través de toda la economía española los nuevos recursos monetarios creados *ex nihilo* por el Estado, que no corresponden ni a absorción de rentas privadas por medio del impuesto, ni tampoco a absorción del ahorro por medio de los empréstitos.

A fines del pasado diciembre, el Tesoro público presentaba una posición deudora en el Banco de España del orden de los mil ochocientos cincuenta millones de pesetas, si bien esta

deuda, mediante una interpretación un tanto extensiva y audaz de la condición jurídica de los fondos de los Organismos Autónomos de la Administración del Estado, podía afirmarse que era en realidad tan sólo de setecientos diez millones de pesetas.

Lo cierto es que durante ese mes los pagos del Tesoro transformaron de acreedor en deudor el saldo de sus cuentas en el Banco, y originaron el alza en más de ochocientos millones de la circulación fiduciaria.

A proveer de nuevos recursos a la Hacienda pública y a frenar esta inflación directa que significaba la salida de billetes del Banco sin otra contrapartida que una cuenta de Tesorería de saldo deudor, vino el nuevo empréstito de dos mil millones de pesetas en obligaciones del Tesoro a cinco años y al 2,75 por 100 de interés anual.

De sobra es conocida la técnica del circuito monetario, tal como éste viene encauzado por el Banco emisor y los Bancos privados para insistir en la función desinflacionista que un empréstito estatal, emitido y colocado en sanas y ortodoxas condiciones, necesariamente ha de producir. El dinero creado por el Banco emisor, ya fuera de éste, o permanece en manos del público en forma de billetes, o pasa a los Bancos. Un empréstito que se nutra del dinero ya existente tiene que reducir necesariamente el volumen de billetes en circulación, o el saldo de las cuentas corrientes bancarias, o el de las cuentas corrientes en el Banco de España. Si estos fenómenos no se producen, entonces es que sus propósitos de saneamiento del mercado monetario no se han logrado, y que mediante un juego de créditos interbancarios y pignoraciones en el Banco emisor, la inflación, aunque de modo desviado, ha proseguido tenaz e inflexible.

¿Cuáles han sido, a este respecto, los efectos del empréstito del pasado enero? Dedicado, como era natural, casi exclusivamente a los Bancos, éstos, junto con escasos capitalistas individuales, suscribieron más de dos mil setecientos millones de pesetas, por lo que hubo necesidad de un prorratio, del orden del ochenta por ciento.

Ahora bien, los efectos sobre el mercado monetario no parece que hayan sido plenamente satisfactorios, si los juz-

gamos desde un punto de vista de estricta ortodoxia monetaria y financiera. Los datos en que se basan estas inocuas observaciones han sido tomados todos ellos de los balances del Banco de España publicados en las revistas económicas y hasta en la prensa diaria.

	Billetes en circulación.	Cuentas corrientes privadas.	Cuenta corriente del Tesoro.
	(Millones de pesetas)		
31 diciembre 1944	17.729,2	4.319,5	— 1.859,9
31 enero 1945	17.265,3	3.080,1	448,4
28 febrero 1945	17.298,3	3.325,9	75,9

Como consecuencia atribuible posiblemente al empréstito en su mayor parte, disminuye la circulación fiduciaria en casi quinientos millones de pesetas en el mes de enero, disminución que no se rectifica a lo largo del mes de febrero. Por tanto, es verosímil que una cuarta parte del empréstito haya sido suscrita mediante el dinero retirado de la circulación.

Las cuentas corrientes del Banco emisor disminuyen en el primer mes del año, época del empréstito, casi en mil trescientos millones de pesetas, de los que la mayor parte deben corresponder a suscripciones de los bancos privados, que utilizan para acudir al empréstito sus reservas en el Banco de España. La suma de estas dos cantidades, billetes y cuentas corrientes, nos proporciona tan sólo mil ochocientos millones, que es el máximo que ha podido ser suscrito al empréstito con recursos preexistentes al mismo.

El resto, necesariamente ha debido ser aportado mediante créditos en el Banco de España, y, por tanto, con posibles consecuencias inflacionistas. Alguna prueba de ello cabe encontrar en el análisis un poco detenido de los balances del Banco de España de fines de diciembre de 1944 y fines de enero de 1945. Las cantidades dispuestas de los créditos con garantía de valores mobiliarios suponían a fin de año setecientos cuarenta y seis millones de pesetas, y a fines de enero cuatrocientos millones más; el saldo el 30 de este mes era de mil ciento cincuenta y tres millones. No puede haber la menor duda de que este anormal incremento en las operaciones que, tradicionalmente, ponen en contacto el Banco emisor con la

banca privada, sólo puede ser explicado por necesidades perentorias de los Bancos, quienes no pudieron absorber el empréstito con sus solos recursos.

Por eso, si no hay posibilidad de determinar exactamente en qué proporción han acudido a la suscripción del empréstito los billetes del hombre de la calle, las reservas y cajas de los Bancos y el dinero tomado a préstamo del Banco emisor, sí puede afirmarse que este último ha necesitado afrontar su concurso en una cuantía no inferior a los trescientos millones de pesetas.

Claro está que si los Bancos colocan posteriormente en el público éstos u otros títulos, a través de la Bolsa, y logran así la absorción del ahorro normal, entonces pueden rápidamente devolver al Banco de España las cantidades tomadas a préstamo y sanear hasta la raíz esta inflación larvada, merced a la cual el empréstito ha podido ser suscrito. Por é ello, los sucesivos balances del Banco habrán de mostrar si el ahorro que paulatinamente se va formando permite la absorción por el mercado bursátil de toda esta masa de valores, o si los Bancos necesitan mantener largo tiempo sus débitos al Banco de España. La solución de esta interrogante será la que determine la técnica a emplear en la emisión de los futuros empréstitos.

El análisis comparativo de la situación de la Tesorería en el Banco de España, a lo largo de los últimos meses, es el que justifica la opinión vertida en el párrafo anterior. Es forzoso hablar de futuros empréstitos porque las cantidades logradas para el Tesoro gracias al empréstito de enero no han constituido una masa de maniobra con la que éste pueda afrontar las vicisitudes financieras del año actual, sino que, por lo que las cifras muestran, ha sido utilizada casi totalmente en la cancelación del déficit del pasado ejercicio.

En efecto, la cuenta del Tesoro en el Banco de España, a los quince días del empréstito había quedado reducida a cuatrocientos cuarenta y ocho millones de pesetas, y a fines de febrero a setenta y seis millones. Es decir, el empréstito ha servido para enjugar el saldo deudor que en diciembre de 1944 tenía el Tesoro frente al Banco por valor de mil ochocientos millones de pesetas.

Por consiguiente, sin lamentaciones jeremíacas ni humos de profecía, sino como consecuencia lógica del análisis imparcial de unas cifras, pueden adelantarse para el panorama financiero del año actual las siguientes previsiones: 1.^a De seguir el ritmo actual del gasto público, el Estado habrá de emitir Deuda o habilitarse recursos extraordinarios en cantidad posiblemente superior a la del último empréstito. 2.^a Es muy de temer que estas nuevas emisiones, al exceder el ritmo normal de la capitalización que podríamos calificar de burátil, requieran para ser cubiertas de amplias apelaciones al crédito del Banco emisor. 3.^a Como el Estado utiliza los recursos así logrados en gastos de naturaleza típicamente consuntiva, sus empréstitos no podrán producir efectos desinflatorios ni de sancamiento del mercado monetario, sino más bien inflacionísticos, y la circulación fiduciaria difícilmente podrá mantenerse estabilizada.

De modo idéntico, la situación del mercado monetario español es muy de temer que por esa desorbitación de la demanda monetaria por parte del Estado, tarde aún bastante tiempo en lograr alcanzar un equilibrio que pueda ser calificado de satisfactorio.

Cierto es que, a pesar de estos modestos vaticinios, que casi son perogrulladas y lugares comunes, lo mismo al porvenir monetario internacional que al nacional cabe aplicarle, en algunos momentos, aquella conocida paradoja de don Francisco Silvela: "De todo esto nada se sabe, y aun eso no de modo muy seguro, porque si se ignorara de cierto, por lo menos, algo se sabría."

MARIANO SEBASTIÁN.

