

LA CARTERA DE FONDOS PUBLICOS EN LOS BANCOS CENTRALES DE EMISION

En un brillante artículo, digno de la mayor atención, que mi ilustre colega don Cristóbal Massó ha publicado en esta Revista, ocupándose de la reforma de la ley de Ordenación Bancaria, plantea una cuestión que, como todas las que afectan al mecanismo del crédito de un país, tiene en estos momentos el mayor interés, y conviene que entre todos contribuyamos a puntualizarla.

¿Debe o no debe tener en su activo Deuda pública un Banco emisor? Hay tres aspectos bajo los cuales se puede considerar esta cuestión: el aspecto de hecho, el aspecto de derecho y el aspecto de principio.

La situación actual

En el aspecto de hecho, es cosa notoria que la mayoría de los Bancos de emisión tienen actualmente en sus carteras una gran proporción de Deuda pública que en bastante supera al 50 por 100 del importe de la emisión. Esto se debe en gran parte innegablemente a las condiciones creadas por la liquidación de la guerra, como pasa en el caso de Inglaterra, pero también es innegable que esta acumulación de Deuda pública, en lugar de irse reduciendo en los tiempos últimos, no ha hecho más que engrosar. A 233 millones de libras se elevaba la cantidad de fondos públicos que la liquidación de los «currency notes» incorporó al balance del Departamento de emisión del Banco de Inglaterra; desde principios del año pasado a la actualidad esa suma se ha incrementado a unos 250 millones. Entre los últimos meses de 1930 y fines de 1931, la Deuda pública americana en la cartera de los Bancos de la Reserva Federal pasa de 600 a 800 millones de dólares en cifras redondas.

En el caso de Inglaterra—y este es el único caso en que esto puede afirmarse taxativamente—esa Deuda sirve de respaldo o garantía a la parte de emisión no cubierta por oro o plata. Había en Ingla-

terra—como el señor Massó afirma acertadamente—dos clases de papel moneda : los billetes de Banco emitidos por el Banco de Inglaterra y cubiertos casi exclusivamente por oro, y los «currency notes», emitidos por el Tesoro público. La Currency Act de junio de 1928 dispuso que se refundiera la circulación de esas dos clases de papel ; los «currency notes» serían considerados en lo sucesivo como billetes de Banco, quedando obligado el de Inglaterra a reembolsarlos como sus propios billetes y a cambiarlos por éstos cuando el público lo solicitara. El departamento de emisión del Banco debía hacer figurar en su Pasivo los «currency notes» en circulación y hacerse cargo en su Activo de la cuenta de reembolso de los mismos, formada en su mayor parte por Deuda pública y el resto por una pequeña cantidad de billetes de Banco—partida que naturalmente había de quedar anulada al pasar al balance del Banco por venir en disminución de los billetes de Banco en circulación—y una suma relativamente insignificante en monedas de plata. La incorporación de todas estas partidas al balance del Banco aparece por primera vez en el de 28 de noviembre de 1928 (1).

Así, pues la distinción entre billetes de Banco y moneda fiduciaria del Estado era legalmente cierta hasta mediados de 1928. Desde entonces, no hay lugar a hacer distinción alguna, pues toda la circulación papel figura con igual título en el Pasivo del departamento de emisión del Banco de Inglaterra, y de hecho y de derecho los títulos de la Deuda inglesa en la cartera del Banco son contrapartida de la emisión. Entre aquel momento y el actual, la única modificación que se advierte en el balance es un aumento de la emisión fiduciaria, que ha pasado de los 260 millones, que era el máximo normal autorizado por la Currency Act, mientras la reserva oro ha disminuído a 120 millones, de los 161 que la formaban al hacer la refundición.

Dígase, pues, lo que se quiera y júzguese o no buena práctica (si por la situación actual de la moneda y del mercado financiero en Inglaterra nos hubiéramos de guiar, no podríamos reputarla por mala), la circulación británica unificada, que hoy pasa de 350 millones, se halla respaldada en la actualidad (mediados de marzo) por unos 250 millones de libras en papel del Estado (aparte de la deuda fija y de otros títulos en cartera), y por sólo 120 millones de oro, de modo que el 70 por 100 de la circulación aparece garantizado por Deuda pública.

Y esto puede afirmarse así de una manera taxativa en el caso de la

(1) Hay que advertir que en las estadísticas bancarias (por ejemplo la de la Sociedad de Naciones) siempre se ha hecho figurar, aún antes de 1928, como circulación inglesa el conjunto de los billetes de Banco y de los Currency Notes.

circulación inglesa, a causa de la constitución especial del balance del Banco de Inglaterra, con separación de sus dos departamentos de emisión y de Banca, de modo que en el primero se establece específica y concretamente qué valores forman la contrapartida de la emisión. En los balances de los demás Bancos de emisión del mundo, entre ellos el de España, no hay razón ninguna para considerar a unas partidas del Activo mejor que a otras, como contrapartida de la emisión; todas y cada una de las partidas del Activo son contrapartida de todas y cada una de las del Pasivo. Desde el punto de vista contable, lo único que podemos afirmar que, si se disminuye una cierta partida del Activo, como la de Fondos públicos en cartera, se habrá de disminuir correspondientemente otras del Pasivo, a menos que se compense con el aumento de las del Activo para que la parificación entre una sección y otra del balance se mantenga.

Ahora bien; dado que un Banco de emisión realice en todo o parte los valores públicos de su cartera, ¿de qué modo este acto se reflejará en su balance? Esta es la cuestión práctica, cuya solución interesa, y que sólo el análisis económico del problema nos puede dar a conocer.

Análisis del problema.

Ante todo, hay que contestar a esta pregunta: ¿De dónde saldrán los recursos con que son adquiridos esos valores por los particulares?

Es evidente que no pueden salir del dinero que los consumidores destinan para atender a sus gastos corrientes, porque aquél tiene aplicación más perentoria. Tampoco cabe que se empleen en ello aquellos fondos en poder de comerciantes e industriales y que constituyen una parte del capital circulante exigido por sus empresas, lo que los franceses llaman *le fonds de roulement*, porque su inversión en fines diferentes crearía una dificultad al negocio, que habría que salvar acudiendo al crédito.

Los fondos disponibles para la compra de esos valores no pueden ser más que los ahorros ociosos en poder de los particulares, ordinariamente depositados en los establecimientos de crédito. Nos conviene distinguir los siguientes casos: 1.º, que los valores vendidos sean adquiridos por los propios cuentacorrentistas del Banco emisor; 2.º, que sean adquiridos por la Banca privada; 3.º, que sean comprados por cuentacorrentistas de los Bancos particulares; 4.º, que los adquieran personas que se valgan del crédito para procurarse los fondos necesarios de que no disponen; y 5.º, que se compren con dinero que sus poseedores tenían atesorado.

En el primer caso, es indudable que lo que se verificará es una disminución equivalente en la partida del Pasivo, llamada «cuentas corrientes», pues los titulares de esos saldos los disminuirán exactamente en la misma suma que inviertan en la compra del papel. *La circulación fiduciaria no sufrirá variación sensible por este hecho.*

En el segundo caso, los Bancos privados ven disminuídos sus recursos disponibles en la suma empleada en compras de títulos, y se encuentran ante la siguiente disyuntiva: o disminuir sus préstamos a los clientes en lo que sus disponibilidades resulten mermadas, o acudir al Banco emisor, pignorando papel o redescontando efectos comerciales para reponer la suma invertida. El Banco emisor se verá obligado a dar por este lado los billetes recogidos por la venta de su cartera; *la circulación seguirá siendo la misma*, a menos de disminuir la suma global de préstamos comerciales, lo cual es ya cosa independiente del hecho que examinamos.

Si los fondos públicos enajenados fueran adquiridos por los depositantes de la Banca privada u otros establecimientos de ahorro y crédito, la retirada correspondiente de fondos hará disminuir los recursos de los Bancos en el coste del papel vendido, y los Bancos afectados se encontrarán en el mismo dilema del caso anterior.

En el caso de que la compra la realicen quienes, no poseyendo fondos disponibles, acudan al crédito, no cabe duda de que, si ese crédito no ha de redundar en detrimento de los créditos comerciales o de otro orden, en cualquier parte que sea obtenido, habrá de refluir en definitiva al Banco emisor y traducirse en un aumento de circulación equivalente a la contracción que ésta pudo experimentar por la enajenación de la cartera.

Cabe una quinta hipótesis: la compra a expensas de recursos atesorados. En ese caso sí que habría contracción de la circulación, mas no por efecto de la liquidación de la cartera, sino por efecto de la salida al mercado de los recursos atesorados, lo que en cualquier ocasión tendría el mismo efecto. Pero me parece evidente que se trata de dos hechos que no se influyen mutuamente. El hecho de que se agregue a las transacciones bursátiles cierta masa de fondos públicos, idénticos a los que en mayor suma se contratan todos los días, no puede determinar lógicamente que el dinero atesorado salga de su reatramiento, reatramiento originado por la desconfianza en toda clase de empleos. Por lo demás, me parece inverosímil que nadie aconsejara la liquidación total ni parcial de la cartera de fondos públicos de un Banco emisor en época d atesoramiento y de la consiguiente depresión financiera y económica.

Resulta, en suma, que no habiendo alteración en los recursos dis-

ponibles del mercado ni en el volumen de crédito concedido por la Banca, *la venta de la cartera de un Banco emisor se ha de traducir prácticamente, no en disminución de la circulación, sino en baja del saldo de cuentas corrientes, y en la parte que eso no ocurra, en aumento de las partidas del Activo: préstamos sobre fondos públicos, descuentos, etc.*

Inflación y deflación.

Inflación es la palabra fatídica, que siembra ahora el pánico entre los economistas. Cuando se dice que un cierto proceder engendra inflación, es asunto que ya no se puede tocar; es el tabú de los australianos. Este temor un poco irracional y supersticioso ha causado y está causando los mayores males en la actual economía del mundo, porque no se ha cuidado de establecer bien qué es y en qué consiste la inflación, y mucho menos de precisar las causas que la determinan. Veamos si podemos aportar algún esclarecimiento a la cuestión.

Por inflación se suele entender, desde luego, el aumento de la circulación fiduciaria, pero claro es que el simple aumento de la circulación fiduciaria no implica siempre inflación. Supongamos un período de aumento real de la prosperidad, de multiplicación de los negocios, de incremento de la producción; si la circulación no aumentase, respondiendo a la mayor obra que ha de realizar la moneda, habría de hecho una deflación, se impondría una baja de los precios que ahogaría el auge industrial y mercantil.

La inflación supone, pues, un alza de los precios. Pero aún no basta el alza de precios, unida al aumento de la circulación. Supongamos que por cualquier circunstancia, los costes de producción se elevan, y aun sin aumentar su volumen real, para hacer circular esa producción en condiciones remuneradoras, hay que elevar los precios, y, por consiguiente, la masa de moneda circulante. No puede decirse en rigor que haya inflación. Por el contrario, el mantener una circulación invariable sería imponer precios que destruirían el equilibrio económico del mercado.

La inflación supone, pues, un aumento general de precios, que no proviene de causas intrínsecas de la producción, sino que proviene de causas puramente monetarias; esto es, de haber aumentado la circulación bajo estímulos extraños a las conveniencias económicas, al mecanismo de la producción y del consumo.

En cambio, es posible, y sucede con frecuencia que haya una verdadera deflación o inflación en el mercado ordinario, sin que se haya

alterado sensiblemente el volumen total de la circulación. Imaginemos que en un momento dado hay formación de grandes ahorros; es decir, que los perceptores de las retribuciones, por causas psicológicas que no es del caso analizar, se sienten fuertemente estimulados a reservar una gran parte de sus ingresos, no invirtiéndolos en su gasto corriente. Es indudable que esto originará una disminución de demanda en el mercado ordinario de productos, y, por consecuencia, una baja de precios que se irá extendiendo a la de todos los artículos a medida que la disminución de demanda determine menor trabajo o mayor paro en algunos sectores industriales, con la consiguiente disminución de ingresos para grandes grupos de consumidores. Ocurre en otras épocas, por el contrario, que de los ahorros formados y en estado de liquidabilidad, es decir, que se hallan en moneda efectiva o en cuentas corrientes bancarias, se vierten grandes sumas en el mercado de productos, bien porque sus poseedores dilapidan su ahorro, bien más corrientemente porque el Estado lo toma a préstamo y lo invierte en sus necesidades, demandando productos y pagando retribuciones que—en aquella parte que no sean ahorradas nuevamente—pasan necesariamente a incrementar la demanda. Este proceso no puede continuar durante mucho tiempo, porque la disminución de recursos o disponibilidades que acarrea en el mercado financiero, determina la baja de los valores de renta, con elevación consiguiente de los tipos de capitalización, lo que dificulta el préstamo y el empleo industrial de recursos. En cambio, el ahorro intensivo que causa una deflación en el mercado de productos—siempre que no haya atesoramiento—determina holgura de disponibilidades en el mercado financiero, holgura que comporta alza de las cotizaciones, baja del interés y favorece por consiguiente la emisión de empréstitos y la financiación industrial. Esta acción y reacción entre ambos mercados desempeñan un papel fundamental, a mi entender, en los períodos alternativos de auge y depresión que caracterizan los ciclos económicos ordinarios.

Por eso resulta imposible comprender los fenómenos monetarios si se considera la circulación como un todo solidario. No hay una circulación, sino dos circulaciones: la circulación en el mercado ordinario y la circulación en el mercado financiero. La primera está constituida por el dinero que se paga en retribuciones y se gasta seguidamente; la segunda, por el dinero que se ahorra; es decir, que queda como una disponibilidad flotante. Lo que se demanda y se ofrece en el mercado ordinario son productos de uso o consumo; lo que se demanda y se ofrece en el mercado financiero son valores o capitales, préstamos y artículos de renta. El dinero del mercado no pasa al de capitales o rentas, sino por el ahorro; el dinero del mercado de rentas no pasa al ordi-

nario sino por la dilapidación del ahorro que constituye, o por su colocación industrial; en un caso y otro, invirtiéndose en demandar nuevos productos.

Los nuevos recursos monetarios que se lanzan al mercado, cualquiera que sea su origen, causarán efectos muy distintos, según vayan a engrosar una u otra circulación. Si se dirigen al mercado ordinario, incrementarán la demanda de productos, y como esto no coincida con un aumento correspondiente de la oferta, inflarán los precios. Si se dirigen al mercado de rentas, harán subir las cotizaciones de los valores, harán bajar los tipos de capitalización, favorecerán el crédito.

Inversamente, la retirada de fondos, si se produce en el mercado ordinario, causa los mismos efectos deflatorios de un ahorro intensivo; si la disminución de la circulación se verifica a expensas de recursos que se hallaban en el mercado de rentas, su efecto es restringir el crédito, deprimir las cotizaciones, elevar el precio del dinero. En este último caso, como no actúa directamente sobre la demanda y la oferta de mercancías, no puede producir deflación. Si la deflación viene por una retracción de fondos del mercado financiero, es como consecuencia de una catástrofe comercial, es decir, porque los poseedores de mercancías, ante la imposibilidad de mantener sus «stocks» por la falta del crédito que utilizaban, se ven obligados a liquidarlos a precio de ruina, lo que no puede constituir una perspectiva halagüeña para ninguna economía.

Analizados antes los efectos que la venta de los valores en cartera tiene sobre el balance de un Banco, examinemos ahora la influencia sobre el mercado del fenómeno inverso.

La compra de valores a expensas de la emisión.

Es evidente que la compra de fondos públicos por el Banco emisor tiene por resultado introducir dinero nuevo en el mercado. Ciertamente número de personas que poseían títulos, se encuentran luego en posesión de recursos líquidos o disponibilidades. El efecto concreto que esto ejercerá depende del uso que los perceptores hagan de ese dinero. Este uso puede ser:

- 1.º Destinarlo al gasto personal.
- 2.º Depositarlo en un establecimiento de crédito.
- 3.º Emplearlo en préstamos hipotecarios o de otra clase.
- 4.º Compra de valores de renta en Bolsa.
- 5.º Compra de divisas extranjeras o exportación de la disponibilidad.

6.º Inversión industrial.

7.º Atesoramiento.

8.º Suscripción de títulos de algún nuevo empréstito público.

Vamos a examinar, punto por punto, cada uno de estos casos :

1.º—La dilapidación de ahorros formados no tiene de ordinario gran importancia relativa. Generalmente, el que ha capitalizado un ahorro procura conservarlo, y, al vender el valor en que lo posee, lo que se propone corrientemente es cambiar su colocación. Siempre hay quienes realizan los valores que poseen para dilapidarlos, y que los venden a quienes poseen ahorros líquidos que deseen colocar. Si en un momento dado dominase la primera corriente sobre la segunda, el mercado ordinario experimentaría un aumento de demanda, en tanto que en el mercado financiero se advertiría una baja en las cotizaciones y un encarecimiento de disponibilidades. La intervención del Banco emisor puede paliar el malestar creado por esa restricción y mantener las cotizaciones y los tipos de capitalización, cuya alza perturbaría al mercado. El efecto inflatorio sobre el mercado ordinario se verificaría de todos modos, porque depende de la dilapidación de recursos. La compra a expensas de la emisión remedia sus efectos más perniciosos sobre la dinámica financiera.

2.º Lo más corriente es que quienes vendan sus valores lo hagan para dar otra colocación a su capital, y que entretanto el precio recibido lo depositen en una cuenta corriente bancaria. En tal caso no se produce aumento de la circulación, porque si el depósito se hace en el propio Banco emisor, los efectos sobre su balance se reducen a un aumento en la cartera de fondos públicos del activo y un aumento correspondiente en cuentas corrientes del Pasivo ; y si el depósito se hace en la Banca privada, ésta encontrará aumentados sus recursos y disminuirá en la misma suma sus apelaciones al crédito del Banco emisor, con lo que la emisión se reducirá correspondientemente, a menos que emplee sus mayores recursos en ampliar sus operaciones crediticias al comercio.

3.º y 4.º Si el perceptor de los nuevos recursos creados no los deposita en la Banca, será porque les dé empleo por sí mismo, bien cediéndolos directamente a quienes los quieran tomar en préstamos, mediante hipoteca o de otro modo—con lo que satisface una parte correspondiente de la demanda de crédito en el mercado—, bien comprando otros valores bursátiles, lo cual incrementa su demanda y favorece las cotizaciones. La disponibilidad creada pasa en uno y otro caso a otras personas, sin variar sustancialmente de naturaleza ; los nuevos tenedores podrán hacer de ello cualquiera de los usos que vamos examinando.

5.º Una tercera ocupación especulativa cabe hacer del dinero re-

cibido: exportarlo, lo cual significa usualmente comprar el crédito de un exportador de mercancías o servicios para depositarlo en cuenta corriente en un Banco extranjero o comprar valores en el mercado exterior. Como en el caso anterior, y como en todos aquellos que envuelven una transacción especulativa, la operación transmite la disponibilidad, sin alterar su condición, a otra persona, y del uso que ésta haga de ella dependerá el efecto definitivo sobre el mercado interior.

Pero el caso de la exportación de la disponibilidad tiene todavía otro efecto sobre ese mercado, tendente a producir una variación en los precios. Comprar un crédito sobre el extranjero—y cualquier otra forma de exportación de disponibilidades tendría en definitiva el mismo efecto—implica que una cierta exportación real (de mercancías o de servicios) no necesita *ser pagada* por los extranjeros, lo que no podría cumplirse sino por una importación equivalente o por una remesa de oro (con el consiguiente aumento de la circulación). La exportación de disponibilidades supone, pues, que una importación de mercancías (y servicios) o de oro dejan de hacerse, y como lo primero incrementaría la oferta y lo segundo la demanda, o sea los medios de pago, el efecto sobre el mercado interior podrá ser disminuir la oferta o mermar la demanda, según sea la situación general de la Balanza de Pagos nacional.

En rigor, todo esto tiene poco que ver con la cuestión de la compra de valores por el Banco emisor, pues el que a la nueva disponibilidad lanzada al mercado se le dé ésta u otra aplicación depende de circunstancias extrañas a la operación misma. Lo que esa compra hace propiamente, es aumentar los recursos en el mercado, acrecentar la holgura financiera, facilitar por consiguiente que se dediquen fondos líquidos a los diferentes usos que se pueden hacer del dinero acumulado.

6.º La inversión industrial es uno de esos usos, y el que merece más especial consideración. La inversión industrial implica la demanda de material para instalaciones: máquinas, edificios, etc. (capitales fijos), y la de primeras materias, mano de obra etc. (capitales circulantes). Todo esto representa mayor demanda de ciertos artículos y reparto de la disponibilidad a los productores de esos artículos en retribuciones que, destinadas en su mayor parte a satisfacer las necesidades personales de los perceptores, crearán demanda de toda suerte de productos. Esto podrá causar una inflación de los precios en tanto la oferta se muestre perezosa en satisfacer la mayor demanda; pero esa inflación es pasajera y beneficiosa, porque crea un estímulo firme a incrementar la producción y porque las nuevas industrias lanzan en un plazo breve a la circulación nuevos productos que, siendo demandados,

disputan a los demás del mercado parte de los recursos globales destinados a la demanda.

El empleo industrial de recursos es una función normal del mercado financiero, la más esencial para la prosperidad de un país, porque de ella depende la actividad productora. Activa en los períodos de gran prospectividad industrial, perezosa en los momentos de depresión, en ella influyen no sólo las perspectivas que la producción ofrece, sino también el bajo o alto precio del dinero. Un período activo de inversión industrial, en que el mercado no es alimentado prudentemente de recursos financieros, es pronto ahogado por el enrarecimiento de disponibilidades que lleva los tipos de capitalización a alturas inabordables para las inversiones productivas corrientes. Una buena política económica debe atender a esta función capital, cuya regulación compete al Banco emisor. Por eso, establecer dogmáticamente que el Banco emisor debe tener o no cartera de fondos públicos y liquidarla o incrementarla cuando la tiene, abstractamente de las condiciones y situación del mercado, carece de todo valor teórico y práctico.

7.º Como caso anormal puede ocurrir que los billetes emitidos y puestos en circulación por la compra de fondos públicos, se atesoren. Entonces la expansión de la emisión no se traduce en holgura de disponibilidades en el mercado financiero, pero si la venta se hubiese realizado de todos modos bajo el afán de atesoramiento, la caída de las cotizaciones y la restricción de fondos hubiera sido mayor. Lo que no hay motivo alguno es para suponer que esto concurra a la inflación. Para que haya inflación es menester que el dinero actúe de algún modo; el atesoramiento es precisamente la anulación práctica de ese dinero; de ahí sus males. La inflación implica, como hemos visto, la previa inversión.

La falta de discriminación de estos fenómenos ha causado recientemente graves males a nuestra economía. Al producirse la crisis del atesoramiento y la expansión consiguiente de la emisión aparente, la confusión entre incremento de la emisión e inflación, condujo a compensar el atesoramiento con una restricción violenta del crédito, que agravó enormemente la situación del comercio y de la industria y multiplicó los mismos males del atesoramiento, cuyos efectos se lamentaban.

8.º Consideremos, por fin, el caso en que los fondos suministrados por el Banco emisor se empleen en suscribir títulos de nuevos empréstitos públicos. Esos fondos van entonces a parar al Erario público, el cual los lanza en el mercado de productos para atender a sus déficits presupuestarios. Se incrementa así la demanda, lo cual crea un estímulo al aumento de la producción, sin que ello tenga una compensación

en lo futuro por la misma virtualidad de la inversión, como ocurre en el caso de la capitalización industrial.

Es frecuente que los empréstitos se emitan para consolidar deudas ya contraídas y flotantes, cuyo efecto inflacionista ya se produjo. De todos modos, la consolidación abre el camino a nuevos déficits, de efecto siempre inflacionista, cualquiera que sea el origen de los fondos con que se cubran. Lo que sucede es que cuando se enjugan con dinero del ahorro privado, la inflación tiene un límite, y constituye en cierto modo una compensación del efecto deflatorio que el ahorro tiene, mientras que cuando se alimentan con dinero de la emisión, directa o indirectamente, no encuentra la inflación límite alguno.

Por otra parte, el estímulo al aumento de producción creado por el proceso inflatorio no puede ser satisfecho sino mediante el empleo de recursos en la producción. Si por el drenaje de fondos hecho por el Erario público y por la necesidad de mantener la emisión en ciertos límites preceptivos, el mercado financiero queda restringido, el aumento de demanda no puede ser atendido por una inversión industrial suficiente, y la inflación de los precios se produce con mayor intensidad. He aquí un fenómeno que parecerá paradójico a quienes se atienen al hecho bruto de la circulación fiduciaria global: el que un aumento de la emisión pueda servir para paliar la inflación.

La política bancaria

Las anteriores reflexiones demuestran en suma: 1.°, que la venta de fondos públicos por un Banco emisor no reduce la circulación fiduciaria, a menos que simultáneamente se reduzca el crédito privado; 2.°, que la compra de valores públicos en Bolsa por el Banco emisor no causa por sí inflación ni va en detrimento del auxilio del Banco a los negocios particulares, sino que es, por el contrario, uno de los medios de incrementar la masa de recursos de que el mercado financiero puede disponer.

La idea tan extendida de que esta última operación causa inflación procede notoriamente de confundirla con la absorción de empréstitos públicos por el Banco a expensas de la emisión. En este último caso, la emisión se utiliza como un medio de suministrar a la Hacienda pública *recursos frescos*, de aquí la inflación. En el otro, lo que se hace, es aumentar la masa de recursos líquidos en el mercado financiero. Los particulares que poseen fondos públicos pueden ciertamente convertirlos en disponibilidad líquida vendiéndolos, pero mientras la venta tiene lugar entre particulares, los recursos líquidos que unos ad-

quieren es en detrimento de los otros, y la situación del mercado no varía. En tanto que si quien compra es el Banco emisor, a expensas de la emisión, la masa de disponibilidades resulta en realidad aumentada globalmente. En esto se basa la política del mercado libre (the open market policy) que practican con tan buen resultado los Bancos de los países anglosajones principalmente. Esencialmente consiste en comprar papel (bursátil o comercial, el efecto es el mismo) cuando hay tirantez en el mercado financiero, con lo cual se reduce esa tirantez y se da expansión al crédito, y en vender cuando se observa holgura y elevación en las cotizaciones. Este medio de regulación es superior a la otra arma que posee un Banco emisor: la variación del tipo de descuento, porque la variación frecuente de ese tipo es perturbadora para los negocios. Aquél constituye un medio mucho más inteligente de adaptar la oferta a la demanda en el mercado de valores y crédito.

Cierto que no todos los Bancos lo emplean, entre ellos el nuestro, lo cual es debido, en mi entender, a varias causas. La primera, a que nuestro mercado nacional no está sometido a los accesos febriles que caracterizan a los mercados internacionales, como demuestra también la relativa estabilidad del tipo de descuento. Su situación más frecuente es la de depresión, que reclama el uso habitual del recurso estimulante, lo que conduciría a un aumento de la cartera y de la circulación, que choca con los prejuicios que combatimos, y que además no consienten los límites legales rigurosos de la emisión.

La política del mercado libre permite a un Banco emisor realizar notables beneficios, puesto que esa política consiste, en suma, en comprar papel cuando está barato y venderlo cuando está caro; pero ese beneficio no puede considerarse vituperable, puesto que se realiza favoreciendo a la economía del país. También el nutrir su cartera de títulos permite a los Bancos emisores obtener cuantiosos ingresos con su renta, pero tampoco en esto cabe estimar ningún mal, si ello no perjudica y si, antes bien, favorece la buena marcha de los negocios en el país. No hay que olvidar que, si se exceptúa al Banco de Inglaterra, todos los Estados participan ampliamente en los beneficios de sus respectivos Bancos. En el caso particular del nuestro ha correspondido a la Hacienda bastante más del 50 por 100 del beneficio líquido del último balance, lo cual supone que ha participado en más de siete millones de los 14 que le han producido al Banco los intereses de sus fondos públicos; es como si el Estado pagase el 2 por 100 en vez del 4 por 100 por la Deuda en la cartera del Banco.

Pero, en fin, todo esto pueden considerarse minucias al lado de lo que representa para un país una buena política bancaria. Ello es lo que a la economía nacional le interesa asegurar sobre todo. Esto de-

pende principalmente de que se halle el Banco emisor regido por buenos gestores, conocedores de las realidades económicas y atentos a los intereses generales de la economía del país, que, como hemos podido ver en las consideraciones anteriores, no suelen estar en oposición con los intereses de sus accionistas. Los peligros para una economía nacional, los temidos peligros de la inflación, sólo vienen del uso inmoderado de la emisión como un medio de alimentar los despilfarros públicos a que se pueden sentir inclinados los gobernantes por razones políticas y con descuido de los intereses económicos vitales para el país.

Para evitar esto se han ideado múltiples fórmulas, estableciendo por lo regular restricciones diversas en los estatutos. Pero esas fórmulas no ofrecen garantía alguna, mientras un Banco se encuentre supeditado al Poder público, puesto que está en manos de éste abolir tales restricciones cuando lo crea de su conveniencia. La única garantía positiva es mantener la independencia administrativa dentro de las normas fiscales que se juzguen prudentes. En esta conclusión coincido con las establecidas por el señor Massó en el artículo que ha sido en parte incitador del que precede.

GERMAN BERNACER