

LAS DOS GUERRAS MUNDIALES Y LA CREACION DE LA DEUDA PUBLICA EN LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA¹

I. LA PRIMERA GUERRA MUNDIAL

Hacer frente a los gastos de una gran guerra es un grave problema no sólo para los países escasos de recursos, sino aun para los más ricos, y no sólo en los viejos tiempos de las guerras dinásticas europeas, sino en las mundiales del siglo xx. Pero no han sido, sin embargo, inmutables las prácticas financieras que se han aplicado —con éxito menor o mayor, pero siempre precario— a la solución del problema. Los Estados Unidos de América ofrecen un significativo ejemplo de mundanza en las preocupaciones y orientaciones de la política financiera de la primera a la segunda guerras mundiales. Esto es lo que pretende estudiar el presente trabajo. El cual puede también ayudar a quien se proponga estudiar, más adelante, el esfuerzo financiero de aquel país, a partir de 1950, para prepararse a la defensa ante el temor de una tercera guerra mundial.

¹ Este trabajo se ha compuesto, en lo fundamental, con diversos capítulos de la tesis que su autor hubo de presentar como uno de los requisitos necesarios para optar al título de «Master of Arts», en Economía, de la Universidad de Chicago. Me complace en agradecer desde este lugar a Mr. Richard Goode, del Departamento de Economía de dicha Universidad, la eficaz ayuda intelectual que me dispensó durante la preparación de esta tesis. Excusado es decir, sin embargo, que la responsabilidad de lo que se dice en estas páginas es enteramente mía.

Empréstitos principales.

El 24 de abril de 1917 el secretario del Tesoro fué autorizado para emitir el llamado Primer Empréstito de la Libertad (*First Liberty Loan*) en bonos, por una cantidad de cinco mil millones de dólares, a un tipo de interés que no debía exceder del tres y medio por ciento. Esta emisión gozaba de la ventaja de ser convertible en títulos de mayor renta si el Estado los emitiese posteriormente. La venta al público se abrió el 14 de mayo de 1917, por una cantidad total de dos mil millones. Estos títulos llevaban fecha de 15 de junio de 1917 y pagaban un interés del tres y medio por ciento desde ese día. Vencían el 15 de junio de 1947, pero la Tesorería se reservaba el derecho de reembolsarlos a partir del 15 de junio de 1932. El capital y los intereses de este primer empréstito estaban exentos de todo impuesto excepto los derechos sucesorios. La suscripción total llegó a 3.035.226.850 dólares para los dos mil millones emitidos.

Una ley aprobada el 24 de septiembre de 1917 autorizó al secretario del Tesoro para emitir una cantidad adicional hasta un total de 7.538.945.460 dólares, incluidos los dos mil millones primeros. Estos nuevos bonos pagaban un interés que no podía exceder del cuatro por ciento y eran convertibles en títulos de mayor renta si en etapas posteriores se elevase el tipo de interés.

Estos nuevos títulos estaban igualmente exentos —tanto el capital como los intereses— de todo impuesto excepto los derechos sucesorios y todos los que recayesen sobre beneficios extraordinarios de guerra. El interés de los títulos que representaran un capital no superior a cinco mil dólares estaba exento también de los impuestos sobre beneficios extraordinarios. La restricción en materia de exención fiscal que aparece en este segundo empréstito se debió al deseo de evitar la evasión fiscal de los grandes capitales.

Este segundo Empréstito de la Libertad fué ofrecido al público el 1.º de noviembre de 1917, en una cuantía de tres mil millones de dólares. Los títulos, fechados el 15 de noviembre de 1917, pagaban un interés del cuatro por ciento. Vencían el 15 de noviembre de 1942, pero eran reembolsables desde el 15 de noviembre de 1927. Eran también convertibles a la par en nuevos bonos en

el caso de que otros se emitieran en condiciones más favorables. La suscripción total alcanzó 4.617.532.300 dólares. Nueve millones cuatrocientas mil personas suscribieron la emisión.

Durante la primera parte de 1918 el problema del tipo de interés de la Deuda pública pasó a primer plano. Las obligaciones industriales pagaban un interés muy superior, y el papel de los anteriores empréstitos de la Libertad se vendía por debajo de la par. Según el secretario del Tesoro los círculos bancarios propugnaban un tipo de interés más alto para las emisiones de Deuda pública posteriores. El 4 de abril de 1918 se aprobó una ley autorizando un tercer empréstito de la Libertad por valor de doce mil millones de dólares, sin el privilegio de la convertibilidad. Los títulos rendían un interés del cuatro y medio por ciento anual. Tres mil millones de dólares fueron ofrecidos al público el 6 de abril de 1918. Llevaban la fecha del 9 de mayo de 1918, primer aniversario de la declaración de guerra de los Estados Unidos, y eran reembolsables desde el 15 de septiembre de 1928. La suscripción alcanzó 4.176.516.150 dólares.

En fin, una ley de 9 de julio de 1918 autorizó una nueva emisión de veinte mil millones de dólares, pero la emisión efectivamente ofrecida al público fué de seis mil millones. Una novedad de esta ley era que disponía que la renta de los bonos que representasen un capital no superior a treinta mil dólares estarían exentos de toda clase de impuestos de guerra e incluso los que gravaban los beneficios extraordinarios hasta dos años después de la terminación del conflicto. La suscripción total alcanzó 9.989.047.000 dólares. Los títulos de este cuarto empréstito de la Libertad llevaban fecha del 24 de octubre de 1918 y vencían el 15 de octubre de 1938, pero podían ser amortizados a partir del 15 de octubre de 1933. El tipo de interés era del cuatro y cuarto por ciento.

Con el optimismo que produjo la terminación de la guerra parecía difícil que el mercado absorbiera un quinto empréstito. Muchos expertos creían que era necesario plantear la emisión desde el punto de vista de una inversión, pues era prácticamente imposible conseguir que el país asimilara otra gran cantidad de bonos sobre una base puramente comercial. En vista de ello la Tesorería solicitó del Congreso nueva autorización, y el 3 de marzo de 1919 éste accedió en parte, permitiendo por una ley, la *Victory Loan*

Act, una emisión de Deuda de la especie denominada *notes of the United States* hasta una cantidad de siete mil millones de dólares, con el vencimiento y tipo de interés que el Secretario del Tesoro considerase convenientes. Este explicó al público (12 de marzo de 1919) sus decisiones de la siguiente manera :

«Después de estudiar la situación financiera en todo el país los intereses de los Estados Unidos se verán mejor servidos en este momento por la emisión de papel a corto plazo que no por Deuda a largo plazo . El empréstito de la Victoria se emitirá en forma de papel cuyo vencimiento no excederá de los cinco años a partir de la fecha de su emisión .

»Me ha llevado a esta decisión el convencimiento que tengo de que una emisión a corto plazo mantendrá a la par su cotización con mucha más facilidad que una emisión a largo plazo.»

Este empréstito fué ofrecido al público el 21 de abril de 1919, y tomó la forma de bonos oro exentos de impuestos excepto los sucesorios. La emisión fué de cuatro mil quinientos millones de dólares; los bonos iban fechados el 20 de mayo de 1919, pagando intereses del 0,75 por 100 desde esa fecha, y vencían el 20 de mayo de 1923, pero podían ser amortizados en junio o diciembre de 1922.

Otras clases de empréstitos. Certificados de Deuda.

Los certificados de Deuda eran empréstitos a corto plazo que se emitían en las siguientes ocasiones :

1. Como anticipación de empréstitos a largo plazo.
2. Como anticipación de recaudaciones provenientes de impuestos de diversas clases.
3. Como emisiones especiales :
 - a) Bajo la ley Pittman.
 - b) En moneda extranjera (préstamos a potencias extranjeras).
 - c) De vencimiento muy corto y con fines temporales.

El tipo de interés de estos certificados variaba entre un tres y medio y un cuatro y medio por ciento y vencían dentro del año.

Eran financiados exclusivamente por instituciones bancarias. El *Federal Reserve System* indicaba a los bancos afiliados la cantidad de certificados que debían aceptar, y su poder se extendía también a los demás bancos. Por ejemplo, como anticipación del empréstito de la Victoria se emitieron certificados con un interés del 4.5 por 100 y vencimiento a los cinco meses, y el *Federal Reserve System* recomendó a toda la banca que destinase a esta emisión el 5 por 100 de sus recursos brutos.

En relación con el primero y segundo empréstitos de la Libertad la Tesorería siguió la política de emitir por anticipado grandes cantidades de certificados, los cuales se aceptaron como pago para la suscripción de los bonos que constituyeron dichos empréstitos.

Este sistema de los certificados funcionó tan bien en relación con los empréstitos de la Libertad que se extendió al pago anticipado de los impuestos sobre la renta y sobre los beneficios.

Durante la guerra, es decir, hasta el 31 de octubre de 1919, el total de los certificados emitidos ascendió a 32.706.964.903 dólares, de los cuales 18.657.988.000 dólares fueron colocados como adelanto de ingresos fiscales provenientes de impuestos.

Certificados de ahorro de guerra.

Según el secretario Glass la campaña de los certificados de ahorro de guerra fué motivada esencialmente por las siguientes finalidades:

1. Favorecer la venta de obligaciones entre el mayor número de personas.
2. Crear y proteger un mercado secundario para todas las emisiones de guerra.

Se pensó que la venta de títulos a millones de americanos habituaría a éstos a la compra y tenencia de valores del Estado. La venta de estos certificados fué estimulada en las escuelas, con el propósito de inculcar hábitos de ahorro en los niños. El secretario del Tesoro, McAdoo, opinaba «que la felicidad y prosperidad de las gentes como individuos y como colectividad descansa sobre su

capacidad para ahorrar más de lo que gastan». Esta política se mantuvo aun después de la guerra para evitar el «derroche».

Estos certificados operaban de la siguiente manera: se emitían en forma de sellos de dos clases, unos por valor de veinticinco centavos y otros por valor de cinco dólares. Una cartilla de ahorro con capacidad para dieciséis sellos era proporcionada a los compradores; una vez llena de sellos de veinticinco centavos se cambiaba, mediante el pago adicional de unos centavos, por un sello de cinco dólares. Veinte de estos sellos de cinco dólares constituían una carpeta de certificado de ahorros de guerra. Si se había suscrito entre el 1.º de diciembre de 1917 y el 31 de enero de 1918 el coste total de esta carpeta era de 82,40 dólares, por la cual el Estado pagaría cien dólares el 1.º de enero de 1923. El beneficio para el tenedor era de 17,60 dólares o el 4 por 100 de interés compuesto trimestral. Cada persona podía poseer hasta mil dólares en estos sellos. La campaña en favor de esta clase de emisión empezó el 3 de diciembre de 1917. Las ventas se realizaban a través de las oficinas de Correos y por medio de agentes especiales nombrados por el secretario del Tesoro. En octubre de 1918 trabajaban en esta campaña de ventas 233.287 personas, sin remuneración alguna.

A fines de 1918 los gobernadores de los Bancos de la Reserva Federal se hicieron cargo de la dirección de la campaña de ahorros de guerra, bajo la orientación de la correspondiente dependencia de la Tesorería.

Campañas de ventas.

El gobernador del Sistema de la Reserva Federal, Mr. Strong, nombró en mayo de 1917 un Comité directivo y más de trescientos viajantes para organizar y activar la venta de títulos. Taquillas especiales se abrieron permanentemente en muchos grandes almacenes.

Los bancos y las sociedades anónimas declararon dividendos especiales, llamados dividendos para el préstamo de la Libertad, para que sus destinatarios pudiesen comprar títulos de la Deuda. El Presidente Wilson urgió personalmente en varias ocasiones a que se compraran bonos. La presión mayor se desató durante la

campana del cuarto empréstito, ante el temor de una fría acogida por parte del público.

Un ejemplo de la técnica de estas campañas de venta durante la primera guerra mundial se encuentra en una *National City Bank Letter* de mayo de 1917. El hecho sucede en Pittsfield, Massachusetts: «... después de una activa campaña publicitaria el alcalde mandó cerrar todos los establecimientos y oficinas por una hora, dedicando todo este tiempo exclusivamente a obtener suscripciones para el empréstito de la Libertad. Se organizaron equipos que en conjunto sumaron mil doscientos hombres y mujeres dedicados a llamar de puerta en puerta tanto en los barrios residenciales como en los industriales. En el término de Pittsfield, con una población aproximada de 47.000 habitantes, se obtuvieron suscripciones de 9.335 personas, por un total de 2.216.000 dólares. La suma asignada a aquel término era de 1.620.000 dólares.»

Política bancaria.

El producto de la venta de los títulos debía ser depositado en bancos que no fueran miembros del Sistema de la Reserva Federal, «con el objeto de que la retirada de enormes sumas para el pago de los bonos no perturbara los fundamentos financieros del país». Pues aunque los bonos no podían servir como base para la creación de dinero bancario eran aceptados como valores para el depósito de fianzas públicas (*reservas bancarias*).

Distribución de la Deuda.

Los informes de los secretarios del Tesoro de los años 1917 a 1920 insisten en el deseo que les anima de ver la Deuda tan ampliamente distribuida y en manos de tanta gente como fuera posible. El secretario McAdoo, en su informe de 1918, dice expresamente: «He procurado evitar la emisión de bonos cuya renta y condiciones fuesen tales que puedan resultar en fin de cuentas en la acumulación en las manos de una pequeña parte de nuestra población de grandes capitales recibiendo altos intereses exentos de impuestos» (pág. 14).

La información que en relación con la distribución de la Deuda encontramos en los documentos públicos es muy escasa. El Departamento del Tesoro estimó que cuatro millones de personas habían suscrito un 99 por 100 del primer empréstito de la Libertad, en cantidades que variaban entre 50 y 10.000 dólares, mientras que los suscriptores de más de cinco millones no pasaban de veintiuna personas. Claro que de lo dicho es muy expuesto deducir que esta emisión fué ampliamente distribuida. La suscripción del segundo empréstito de la Libertad se distribuyó en un 99 por 100 entre tenedores por valor de 50.000 dólares o menos. El tercer empréstito de la Libertad fué suscrito en un 99 por 100 en títulos de 100 a 10.000 dólares, de los cuales un 87 por 100 eran de 100 a 200 dólares.

Valoración de los resultados obtenidos.

La Tesorería siguió muy estrictamente el principio de mantener tan bajo como fuese posible el coste de financiación de la guerra. Si el mercado podía absorber una emisión a un tipo de interés inferior la Tesorería nunca vaciló en aprovechar la oportunidad. Si de hecho el tipo de interés promedio fué relativamente alto, ello se debió a la idea imperante en las altas esferas de que para encontrar un buen mercado para los valores públicos había que ofrecerlos en forma que pudieran competir con otras clases de papel.

Con referencia al cuarto empréstito de la Libertad hay una carta del secretario McAdoo a la Comisión de Hacienda de la Cámara de Representantes que no deja de tener cierto interés, y de la cual transcribimos el siguiente párrafo:

«Ha sido mi preocupación estabilizar el tipo de interés de los títulos del Estado en la creencia de que con ello reducíamos el costo de la guerra, no sólo en el presente para nosotros, sino en el futuro para nosotros y para nuestros valientes soldados que están luchando en Francia, los cuales tienen pocas o ninguna oportunidad para ahorrar e invertir en bonos de la Libertad, aunque, en cambio, tendrán a su regreso que incorporarse al ejército de los contribuyentes que hubrán de pagar el interés de los bonos.»

La Tesorería consideró que era su deber con los pequeños suscriptores garantizarles un rendimiento razonable para sus inversiones, pero no garantizó a los inversores contra las pérdidas de capital en el mercado de valores. Para hacerlo así hubiese sido necesaria la emisión de títulos no negociables, cosa que no se hizo durante la primera guerra, lo cual no quiere decir que McAdoo no viera el problema.

Por otra parte, se solicitaba del público que redujera sus gastos para en cambio invertir en títulos del Estado, aunque la Tesorería al sostener este punto de vista parecía más interesada en asegurarse los recursos necesarios para la financiación de la guerra que en la lucha contra la inflación. En cuanto a los vencimientos el criterio era el de comodidad en los pagos, aparte de las consideraciones generales del mercado.

En suma, puede decirse que los dos principios generales que presidieron la financiación de los gastos de guerra fueron la consecución de los fondos necesarios y el bajo coste de financiación.

II. LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL

Clases de títulos.

La política de la Tesorería consistió en la emisión de distintas clases de valores adaptados a todas las posibles clases de suscriptores. Para el pequeño inversor la seguridad fué considerada lo más importante. Durante la primera guerra los títulos vendidos eran todos negociables, y en 1920 los bonos del cuarto empréstito de la Libertad tenían una cotización en Bolsa que no llegaba al 83 por 100 del nominal. Por ello, en la segunda guerra mundial se quiso dar al pequeño inversor una garantía legal. Y la Tesorería al dirigirse a éste le ofreció bonos de ahorro que tenían garantizado su reembolso en efectivo. Entre el 30 de junio de 1942 y el 9 de julio de 1945 se recaudaron 51.000 millones de dólares por la venta de estos bonos a unos ochenta y cinco millones de personas. Además, como dijo Mr. Morgenthau: «Los bonos de ahorro han sido especialmente designados como una inversión líquida para las re-

servas con fines de tributación y renovación de los activos de las sociedades industriales... Las obligaciones del Tesoro a corto plazo negociables son también una inversión apropiada para aquellos fondos que requieren un alto grado de liquidez, y están prin-

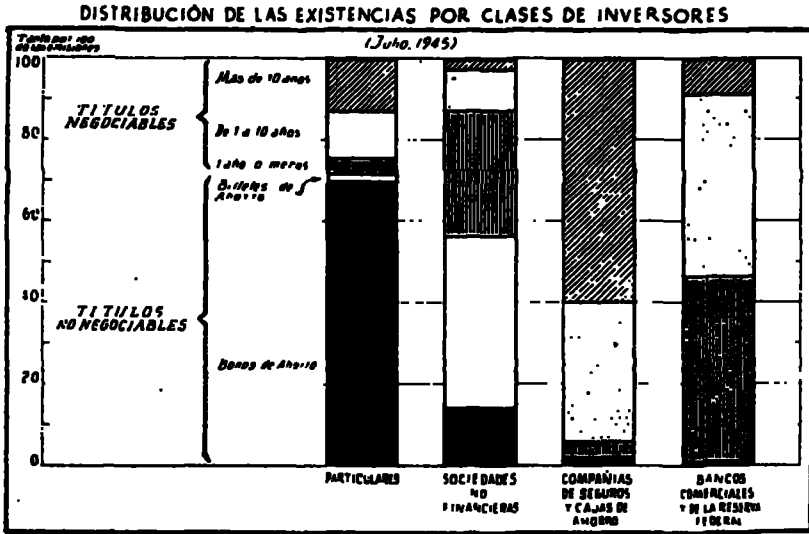


Gráfico 1

principalmente en manos de sociedades industriales y bancos comerciales y federales, mientras que los bonos a largo plazo sirven más a los fines de las compañías de seguros y otros inversores análogos.»

El gráfico 1 muestra la distribución porcentual, según los distintos grupos inversores, de todas las clases de títulos emitidos durante la segunda guerra mundial.

Campañas especiales.

Hemos visto en el apartado anterior los tipos de papel del Estado que fueron ofrecidos de un modo general. Describiremos ahora brevemente las clases de títulos ofrecidas al público con motivo

de las campañas especiales. El primer empréstito de la Victoria, con un objetivo de nueve millones de dólares, fué lanzado el 4 de noviembre de 1942, y se componía de bonos (serie E) y sellos de ahorro de guerra, bonos de ahorro de los Estados Unidos (series F y G) y bonos de ahorro fiscal. Asimismo entraron certificados de vencimiento al año y 0,875 por 100 de interés, bonos de vencimiento a los cinco años y medio y 1,75 por 100 de interés y títulos de vencimiento a los veintiséis años y un interés del 2,5 por 100. Los títulos de la primera campaña, por un valor de 12.300 millones de dólares, se distribuyeron de la siguiente manera:

EMISIONES	No bancarios	Bancarios	TOTAL
Certificados 0,875 por 100.....	1.680	2.110	3.790
Letras del Tesoro.....	—	900	900
Bonos del Tesoro 1,75 por 100.....	1.500	2.060	3.060
Bonos Victoria 2,5 por 100.....	2.600	—	2.600
Billetes fiscales (<i>Tax notes</i>).....	1.100	—	1.100
Bonos de Ahorro (E, F y G).....	850	—	850
TOTAL.....	7.230	5.070	12.300

El segundo empréstito especial fué lanzado el 12 de abril de 1943, con el objetivo de reunir 8.000 millones de dólares de origen no bancario y 5.000 millones de la banca comercial. El tipo de papel emitido fué muy similar al descrito para el primer empréstito. La tercera campaña especial, que se lanzó el 9 de septiembre de 1943, pretendía reunir por lo menos 15.000 millones de dólares sin recurrir a los bancos comerciales. Permitted recaudar 18.900 millones. El cuarto empréstito, por una cantidad de 14.000 millones, quiso alimentarse, al contrario, de los fondos de la banca comercial. La quinta campaña, comenzada el 28 de junio de 1944, con un objetivo de 16.000 millones, produjo 20.500 millones de dólares, y la sexta permitió recaudar 23.000 millones, superando el objetivo de 17.000 millones de dólares. Es conveniente anotar que después del cuarto empréstito la banca comercial fué totalmente excluida de las suscripciones.

El octavo empréstito, llamado de la Victoria, fué lanzado en 1945, con un objetivo de 11.000 millones y una recaudación de unos 20.000 millones de dólares.

Otros tipos de empréstito.

Además de los títulos descritos en las páginas anteriores, que fueron emitidos principalmente con ocasión de las campañas especiales, existían los bonos y sellos de ahorro y las notas de Tesorería. Circularon cuatro tipos de bonos de ahorro de guerra:

1. Los bonos de ahorro de defensa, serie E, que podían ser suscritos hasta por valor de 5.000 dólares anuales en títulos a partir de 25 dólares. Eran nominales e intransferibles y redimibles a los sesenta días de su compra. Daban un interés del 2,9 por 100 compuesto anualmente en caso de ser conservados por diez años, hasta su vencimiento.

2. Serie F, similar a la serie E, pero designada para inversores de mayor capacidad económica. Sus títulos mínimos eran de 100 dólares, dando un interés del 2,53 por 100 cuando eran conservados por doce años, hasta su vencimiento; eran también intransferibles y podían ser adquiridos hasta un total de 50.000 dólares anuales por persona.

3. Serie G, muy similar a la serie F; estaba compuesta de títulos que daban un interés del 2,5 por 100, repartido por semestres.

4. Sellos de ahorro postal, que si bien no pagaban interés podían ser cambiados por bonos de la serie E a un tipo muy ventajoso. Existían en valores hasta un mínimo de 10 centavos de dólar.

Las notas de Tesorería fueron ofrecidas semanalmente durante el periodo 1940-41. Eran amortizables al cabo de un periodo que oscilaba entre los setenta y uno y los noventa y cinco días. Las cantidades ofrecidas semanalmente oscilaban entre ciento y trescientos millones. Las 52 series emitidas se vendieron con un descuento

anual del 0,236 por 100 como promedio. En 1942 se ordenó a los doce Bancos de Reserva Federal que compraran en el mercado libre, con un descuento del 0,375 por 100, todas las notas de Tesorería que se les ofreciesen.

Campañas de venta.

La organización de las campañas de venta no fué muy distinta de las campañas de la primera guerra mundial. Las ventas eran impulsadas principalmente por millones de voluntarios que se organizaron en los llamados Comités de Financiación de la Guerra, fueron la espina dorsal de la *War Finance Organization*, y tuvieron el control directo de las ventas en sus distritos.

Pero la nueva política, que como veremos más adelante giraba alrededor del deseo de evitar la inflación, obligó a la Tesorería a procurar vender a los particulares el mayor número posible de títulos. Este es el origen de las emisiones de bonos de ahorro, del plan de ahorro a través de las nóminas y en gran parte de la dirección dada a las ocho grandes emisiones especiales que hemos descrito más arriba.

Estas ventas a particulares hicieron necesario el desarrollo de unas técnicas de venta especiales, esencialmente diferentes de las seguidas durante la primera guerra.

La base del nuevo programa de ventas a particulares fué la solicitud personal. A este objeto los Comités de Financiación de la Guerra agruparon a más de seis millones de voluntarios dedicados especialmente a impulsar las ventas a los obreros de las fábricas y al público en los bancos, como en los teatros y grandes almacenes y aun en las mismas casas particulares. Otra característica de esta campaña fué el establecimiento de metas que los vendedores debían alcanzar. La Tesorería establecía cuotas para las ventas totales a los particulares, así como para las instituciones inversoras. Estas cuotas asignadas a cada Estado se repartían por municipios. Finalmente otro elemento importante en la promoción de las ventas a los particulares fué la elección del momento en que debían efectuarse. En las primeras campañas no se hacía diferencia entre la propaganda hacia los particulares y la dirigida a otros inverso-

res, con el resultado de que las instituciones inversoras se llevaron el grueso de las emisiones. Hacia el final de la guerra se llegó hasta prohibir a los bancos su participación directa en la compra de bonos de ahorro, que por otro lado estaban permanentemente a la venta para los particulares. El gráfico II muestra cómo se repartieron las diversas emisiones especiales entre las distintas clases de inversores.

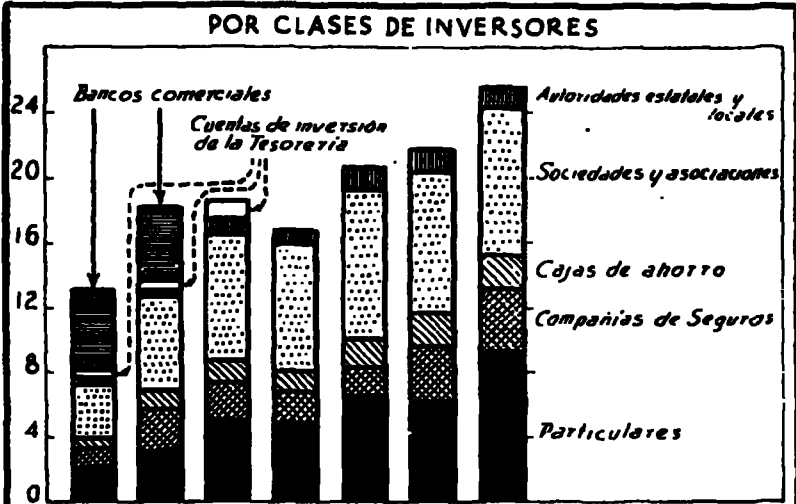
Política bancaria.

Nos limitaremos en este punto a hablar concisamente de la política crediticia de los bancos con relación a la compra de bonos por parte de los particulares. Para que la política de venta de bonos a los particulares ejerciese plenamente su efecto antiinflacionista era necesario evitar la participación de la banca comercial en la financiación. Ya hemos dicho que se prohibió su participación directa, pero la limitación de su participación indirecta era mucho más difícil de realizar. Se pidió a los bancos que voluntariamente negasen su ayuda económica a los particulares cuando tuvieran motivo para creer que iba a ser empleada en compras de títulos con fines especulativos durante las campañas, e incluso que se negasen a aceptar las solicitudes de suscripción de bonos hechas por sus clientes cuando se creyese que tenían fines especulativos. En el anuncio oficial de la campaña para el sexto empréstito de guerra se decía: «La Tesorería solícita la cooperación de toda la Banca para que ésta decline toda solicitud de préstamos especulativos para la compra de valores del Estado. La Tesorería es favorable a todos aquellos préstamos que concedan los bancos para facilitar inversiones permanentes en títulos del Estado, siempre que sean hechos de acuerdo con la circular del *National and State Bank Supervisory Authorities* del 23 de noviembre de 1942. De todas maneras la Tesorería ruega a los bancos que no concedan préstamos con el objeto de adquirir para sí mismos esos títulos más tarde.» La circular mencionada decía en parte: «... los suscriptores que prevén ingresos en un futuro próximo pueden desear incrementar sus suscripciones por medio de un préstamo bancario temporal. Estos préstamos no serán censurados, pero deberán ser es-

TITULOS VENDIDOS EN LOS EMPRESTITOS DE GUERRA

(en miles de millones de dólares)

POR CLASES DE INVERSORES



POR EMISIONES

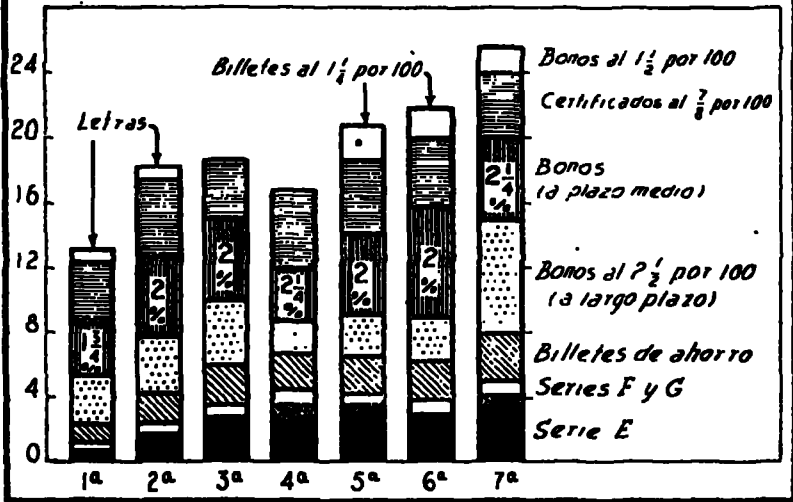


Gráfico II

tablecidos de tal modo que sean completamente reembolsados en un período que no exceda de los seis meses.»

Se solicitó de los bancos que se encargasen también de la misión de examinar las suscripciones de títulos negociables hechas por particulares para comprobar si correspondían a las posibilidades económicas de los interesados, y en caso negativo remitir la cuestión al Banco de la Reserva Federal de su distrito.

Composición y destino de la Deuda.

La Tesorería pretendía que las ventas a particulares originaran escasos créditos bancarios. El cuadro número 1 muestra la propiedad de la Deuda federal por clases de inversores en el período 1940 a 1945. Durante este período los títulos en circulación aumentaron de 48.000 millones a 257.000 millones de dólares. El 30 de junio de 1945 los inversores que no eran bancos poseían 151.000 millones, mientras que los bancos comerciales y los de la Reserva Federal disponían de los 106.000 millones de dólares restantes.

Los bancos comerciales tenían 84.000 millones; los particulares 58.000; las compañías de seguros, 23.000; las Cajas de Ahorro, 10.000, y otras sociedades anónimas y asociaciones, unos 30.000 millones, y el resto estaba en poder de los bancos de la Reserva Federal y de inversión.

Propietarios de los títulos de la Deuda de Estados Unidos clasificados por clases de inversores.— Años 1940-45

INVERSORES	PORCENTAJE DEL TOTAL					
	1940	1941	1942	1943	1944	1945
1. Inversores no bancarios:						
a). Individuales.....	20	20	24	22	22	23
b). Otros inversores no bancarios....	41	40	38	35	36	36
c). <i>Total inversores no bancarios</i>	61	60	62	57	58	59
2. Bancos.....	39	40	38	43	42	41
3. TOTAL.....	100	100	100	100	100	100

CUADRO NUMERO 1

de la Deuda de Estados Unidos plenamente garantizada.—Años 1941-1945

(A la par y en millones de dólares)

PODER DE LOS BANCOS			EN PODER DE INVERSORES NO BANCARIOS						AGENCIAS CIALES Y ESPECIAL (Trust fe	
L	Bancos co- merciales	Bancos de la Re- serva Federal	TOTAL	Indi- viduos	Com- pañías de Seguros	Cajas de Ahorro	Otras Sociedades y Asociaciones	Gobiernos estatales y Corpora- ciones loca- les	Emisio- nes especia- les	E
84	19.700	2.184	32.863	10.900	7.100	3.400	2.400	600	6.120	
45	26.000	2.645	47.872	17.900	9.200	3.900	5.400	900	4.885	
02	52.200	7.202	80.070	30.300	13.100	5.300	15.500	1.500	10.871	
101	68.400	14.901	117.758	45.100	17.300	7.300	25.800	3.200	14.287	
62	90.800	24.262	161.184	63.500	24.400	10.700	29.100	6.500	20.000	

CUADRO NUMERO 2

pública de los Estados Unidos.—Volumen y clases de títulos

(En millones de dólares)

Total Deuda Directa neta	Total de la Deuda con interés	EMISIONES PÚBLICAS NEGOCIABLES					EMISIONES PÚBLICAS NO NEGOCIABLES			Emisio- nes especia- les
		TOTAL	Letras del Tesoro	Cer- tificados del Tesoro	Billetes del Tesoro	Bonos del Tesoro	TOTAL	Bonos de ahorro y para pago de EE. UU.	Billetes de ahorro y para pago de impuestos	
1.968	42.376	34.436	1.302	—	6.383	26.555	3.166	2.905	—	4.775
1.961	48.387	37.713	1.603	—	5.598	30.215	4.555	4.314	—	6.120
1.422	71.968	51.573	2.508	3.096	6.689	38.085	13.510	10.188	3.015	7.885
1.696	135.380	95.310	11.864	16.561	9.168	57.520	29.200	21.256	7.495	10.871
1.003	199.543	140.401	14.734	28.822	17.405	79.244	44.855	34.606	9.557	14.287
1.115	275.649	198.778	17.037	38.155	22.967	120.423	56.915	48.183	8.235	20.000

Al final del periodo antes mencionado el valor total de los títulos en circulación era cinco veces mayor que a su comienzo, mientras que el de los títulos en poder de particulares era seis veces mayor al final del mismo lapso de tiempo¹.

Tipos de interés, vencimientos y composición de la Deuda.

El cuadro número 3 muestra la distribución de la Deuda pública según sus clases el 30 de junio de 1945.

CUADRO NUMERO 3

Deuda pública en 30 de junio de 1945 por clases de emisión

CLASES DE EMISIÓN	Millones de dólares	Porcentaje del total
<i>Con interés :</i>		
Emisiones públicas negociables :		
Títulos autorizados por disposiciones anteriores a 6 de abril de 1917	196	0,1
Bonos del Tesoro	106.448	41,1
Billetes del Tesoro	23.497	9,1
Certificados de Deuda	34.136	13,2
Letras del Tesoro	17.041	6,6
<i>Total de emisiones negociables</i>	<u>140.401</u>	<u>70,1</u>
Emisiones no negociables :		
Bonos de ahorro de los Estados Unidos	45.586	17,6
Bonos de depósito	505	0,2
Billetes del Tesoro. Series fiscal y de ahorro	10.136	3,9
<i>Total de emisiones no negociables</i>	<u>56.226</u>	<u>21,7</u>
Total de emisiones públicas	185.256	91,8
Emisiones especiales para determinados fondos (<i>trust funds, etc.</i>)	18.812	7,3
Total Deuda con interés	256.357	99,1
Deuda vencida a la que se han acumulado intereses	269	0,1
Deuda sin intereses	2.057	0,8
<i>Deuda total bruta</i>	<u>258.682</u>	<u>100,0</u>

¹ En el cuadro número 1 puede verse la distribución total de la Deuda por tipo de tenedores y por años. El cuadro número 2 muestra la Deuda pública total en los Estados Unidos, según su volumen y la clase de títulos que la representan, en los diferentes años de la guerra.

El cuadro número 4 muestra la distribución de la Deuda que paga interés, de acuerdo con el número de años desde su emisión a su vencimiento. Alrededor de un 40 por 100 vence dentro de los cinco años.

CUADRO NUMERO 4

Distribución estimada por vencimientos de los títulos con interés emitidos o negociados por el Gobierno de Estados Unidos en 30 de junio de 1948

	Importe en miles de millones de dólares	Porcentaje del total
Un año o menos	61,3	23,9
De uno a cinco años	35,7	13,9
De cinco a diez años	84,6	33,0
De diez a quince años	18,2	7,1
De quince a veinte años	5,5	2,1
Más de veinte años	32,6	12,7
Emissiones especiales	18,8	7,3
TOTAL	256,7	100,0

Un testimonio del impacto de la acción fiscal sobre la economía en los años de guerra nos lo ofrece el siguiente párrafo de la *Memoria anual de la Tesorería* :

«En los cinco años fiscales de julio de 1940 a junio de 1945, el Gobierno federal gastó en total 323.000 millones de dólares. Los ingresos netos del Gobierno federal fueron 133.000 millones; es decir, el déficit montó a 190.000 millones. Este déficit se financió principalmente mediante los empréstitos de guerra. La enorme importancia de la capacidad del Estado como comprador en el mercado se puede apreciar comparando los 323.000 millones de gastos públicos con los 833.000 millones que alcanzó el gasto total de la nación en dicho periodo de cinco años. Es decir, el Estado fué responsable de cerca del 40 por 100 del gasto total. Del resto, 428.000 millones gastaron los consumidores, 41.000 millones las empresas, para adquisición de bienes de capital, y 41.000 millones los Gobiernos locales y de los Estados. Durante la primera guerra mundial, en el año 1919, que fué el de mayor gasto total, éste alcanzó 75.000 millones de dólares, de los cuales gastó 19.000 millones el Estado.»

Valoración de los resultados obtenidos.

El Secretario del Tesoro, Mr. Henry Morgenthau, manifestó que los objetivos de la Tesorería en el desarrollo de su programa de empréstitos eran los siguientes :

«1.º Los fondos necesarios deben ser recaudados de tal manera que representen el mínimo peligro inflacionista. 2.º Los títulos ofrecidos al público deben ser los que mejor se acomoden a las necesidades de los distintos inversores, y 3.º El coste de financiación de la guerra debe mantenerse a un nivel razonable.»

Con miras a alcanzar el primer objetivo la Tesorería hizo todo lo posible para que el gasto público no representara más que una transferencia del poder de compra de los particulares al Estado. El propósito evidente era aminorar todo lo posible las consecuencias inflacionistas que resultarían de mantener el gasto privado y sostener a la vez un enorme gasto público. A este principio se deben todos los esfuerzos de la Tesorería por vender la Deuda sin recurrir a los bancos, y especialmente por venderla a los particulares.

El segundo principio se basaba en la creencia de que para recoger en préstamo el ahorro individual era necesario liberar de todo riesgo al pequeño inversor. Se atendió a esto con la emisión de bonos de ahorro con un valor de reembolso en efectivo garantizado.

El tercer principio ha estado presente en todas las operaciones de emisión importantes. El deseo del Secretario de la Tesorería de mantener el coste de financiación de la Deuda tan bajo como fuese posible no es ninguna novedad. Quizá lo único infrecuente es que Mr. Morgenthau pusiese en tercer lugar el mantenimiento de un tipo de interés bajo.

III. COMPARACION DE LOS PLANES DE FINANCIACION DE LAS DOS GUERRAS

La relación entre los gastos de guerra y el producto nacional.

El gasto total con fines de guerra del Gobierno de los Estados Unidos en la segunda contienda mundial (del 1.º de julio de 1940 al 9 de julio de 1945) fué de 325.000 millones. Esta cantidad es unas nueve veces superior a la que se gastó desde el 1.º de julio de 1916, el comienzo fiscal del año en que los Estados Unidos entraron en la primera guerra mundial hasta fines de 1919, período en el que se dedicó a objetivos de guerra un total de 37.000 millones.

Conviene hacer notar que por lo menos en lo que atañe a materias primas un dólar compraba más en la segunda guerra mundial que en la primera. También es interesante señalar que desde 1.º de julio de 1940 el 95 por 100 de los gastos totales del Estado se dedicó a la defensa nacional. Si bien no hay datos estadísticos apropiados suficientes para la primera guerra mundial, podemos afirmar que durante ésta la proporción entre gastos de guerra y gastos totales del Estado fué mucho menor.

La primera guerra mundial absorbió en su momento álgido una cuarta parte aproximadamente del producto bruto nacional: la segunda guerra mundial absorbió durante tres años alrededor de la mitad del producto bruto nacional.

Comparación de los tipos de interés.

En la primera guerra mundial el Gobierno creyó conveniente ofrecer al público un papel que pudiera competir con las obligaciones de carácter privado. El tipo de interés de los títulos públicos debía ser superior al que pagaban los privados, de tal manera que el ahorro de la población acudiese a los primeros. Este criterio no fué aceptado durante la segunda guerra mundial. Durante ésta

se tenía la impresión de que había fondos disponibles para su inversión en papel del Estado fuera cual fuera el interés que éste pagase. Puede que esto tuviera algo que ver con la idea de que el ahorro (*ex-ante*) no era necesariamente igual a la inversión. En

GASTOS FEDERALES

Cantidades mensuales acumuladas, en miles de millones de dólares

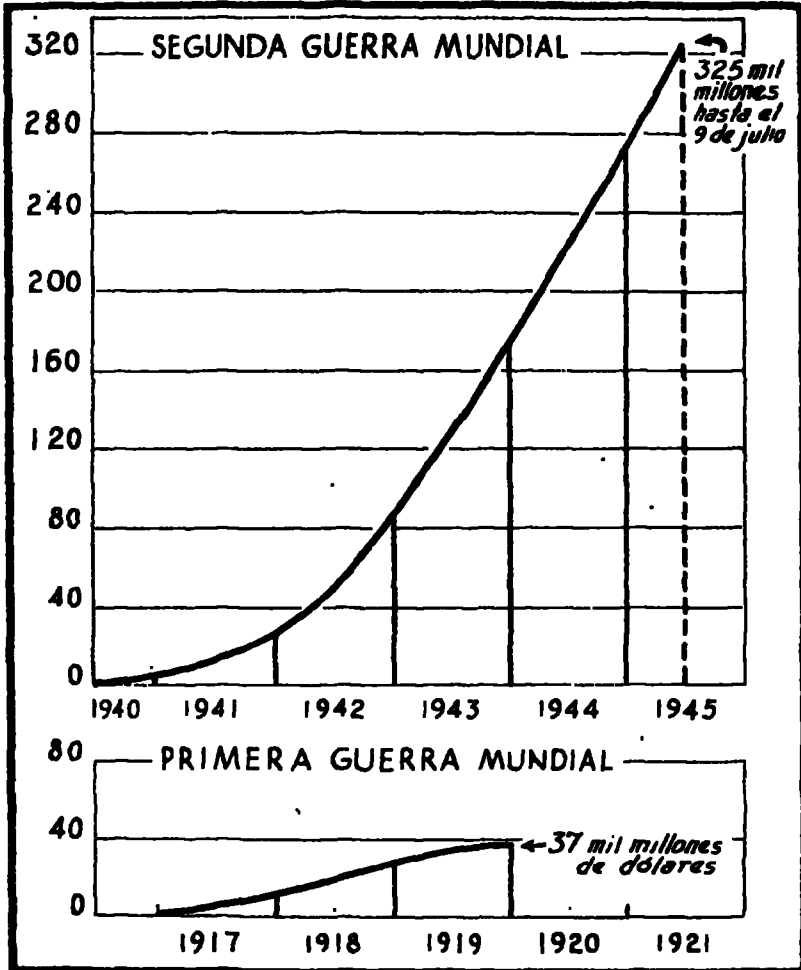


Gráfico III

PRODUCTO NACIONAL+GASTOS DE GUERRA

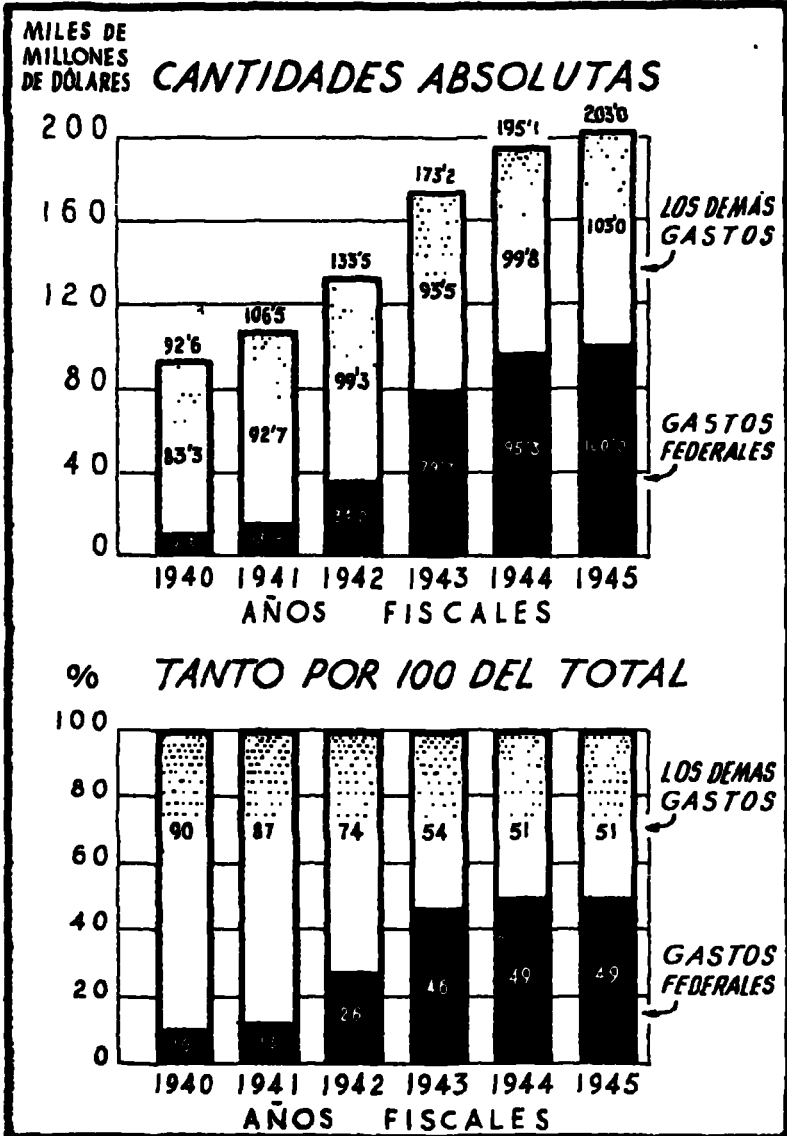


Gráfico IV

el primero de los períodos que venimos estudiando el tipo de interés más alto que se llegó a pagar fué el 4,5 por 100, mientras que en el segundo fué el 2,9 por 100. El tipo de interés promedio en la primera guerra fué el 4,25 por 100. y en la segunda, el 1,73

PROMEDIOS DEL TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA

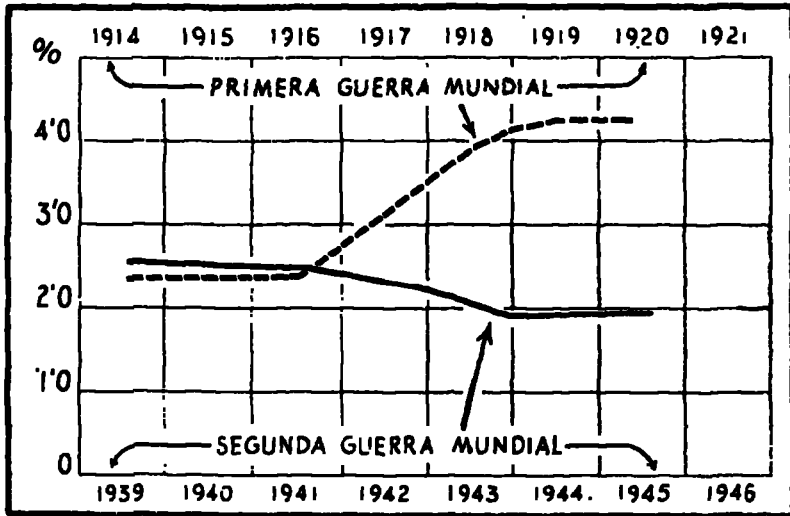


Gráfico V

por 100. Recuérdese además que los bonos emitidos en la primera guerra mundial estaban en su mayor parte libres de impuestos, mientras que en la segunda guerra mundial el 95 por 100 de las emisiones estaba sometido a las exacciones fiscales normales. El 30 de junio de 1914 el tipo promedio de interés de la Deuda pública norteamericana era del 2,36 por 100 (con una Deuda total de 1.000 millones de dólares). El 30 de junio de 1920 este mismo promedio había subido a 4,22 por 100 (con una deuda total de 24.000 millones).

Por otro lado, el 30 de junio de 1939 el tipo promedio de interés de la Deuda pública era el 2,53 por 100 (con una Deuda total de 45.000 millones). Seis años más tarde, el 30 de junio de 1945, este promedio había bajado al 1,94 por 100 (con una Deuda total

de 257.000 millones). Por lo tanto, no sólo las cifras absolutas y promedias son más bajas en la segunda guerra, sino que en la primera guerra la tendencia del tipo de interés fué ascendente, mientras que en la segunda fué descendente. En números redondos podemos decir que la financiación de cada dólar costó en la última guerra solamente una tercera parte de lo que había costado en la primera.

En relación con esto tiene interés la opinión del secretario Mr. Morgenthau, la cual puede compararse con la del secretario Mr. McAdoo, expuesta anteriormente :

«Muchos creían antes que un tipo de interés alto era inevitable en tiempos de guerra; otros creían que, si bien no era inevitable, contribuía de algún modo a limitar la inflación. Los ministros de Hacienda de todos los grandes países en guerra han tenido que aprender que ninguno de estos puntos de vista es verdadero. Tipos de interés altos no son inevitables en tiempos de guerra y tampoco ayudan a limitar la inflación.

»La inflación no puede ser frenada más que aumentando la producción o reduciendo los gastos. Un interés alto no contribuye en nada al aumento de la producción ni tampoco disminuye los gastos públicos o los gastos privados con fines de consumo. Las únicas clases de gasto que pueden ser afectadas por los tipos de interés son las dedicadas a bienes de capital y a la construcción de viviendas. Estos gastos representan un sector muy pequeño en una economía de guerra y, además, son fáciles de dominar por medidas directas.»

Diferencias en los vencimientos.

Es evidente que los vencimientos del papel emitido con motivo de la primera guerra mundial fueron en general a plazo mucho más largo que los correspondientes a la última contienda.

El criterio seguido en la primera guerra mundial en relación con los problemas de vencimiento parece haber girado alrededor de dos ideas principales: primera, repartir las fechas de vencimiento de las distintas emisiones de manera que no resultara embarazoso su pago: segunda, tener en cuenta las posibilidades de

absorción del mercado de valores. Durante la última contienda se procuró emitir títulos que se adaptaran a las necesidades de cada

DEUDA CON INTERÉS, CLASIFICADA POR VENCIMIENTO, Y TOTAL DE LA DEUDA BRUTA DESDE 31 AGOSTO, 1919 A 31 OCTUBRE, 1925

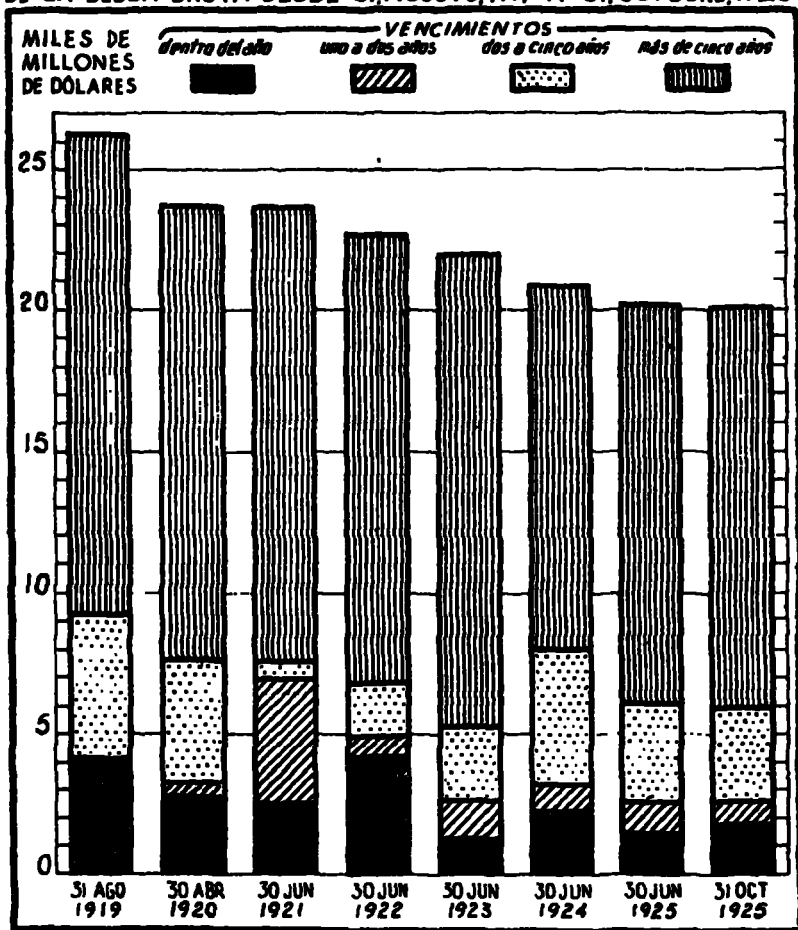


Gráfico VI

inversor. Esta política trajo necesariamente consigo un cuadro de vencimientos a corto plazo. Puede decirse además que este fué el caso en todas las grandes naciones beligerantes.

El secretario Morgenthau explica esta idea con las siguientes palabras:

«La política de adaptar los títulos a las necesidades del inversor obliga a que una gran proporción de la Deuda pública sea a corto plazo. . . Esto permite que sea fácil cambiar fondos líquidos de moneda legal por depósitos bancarios; asimismo permite que los depósitos bancarios sean fácilmente transferidos de un banco a otro y de un sector del país a otro sin que el mercado de dinero sufra tensiones exageradas. Igualmente permite a las sociedades y empresas aplicar sus reservas fiscales al pago de impuestos y aplicar sus reservas de reconversión a los gastos de reconversión sin que sufra el mercado monetario.

» . la emisión de títulos a largo plazo para toda clase de inversores no aseguraría en ningún caso su tenencia hasta el vencimiento, sino que se traduciría en ventas prematuras en el mercado.»

El ministro Winson, en su *Memoria* anual correspondiente a 1945, tuvo el mayor interés en dejar sentado que el 90 por 100 de los títulos en manos de la banca comercial y de la Reserva Fe-

LA DEUDA PÚBLICA EN EE.UU., INGLATERRA Y CANADÁ

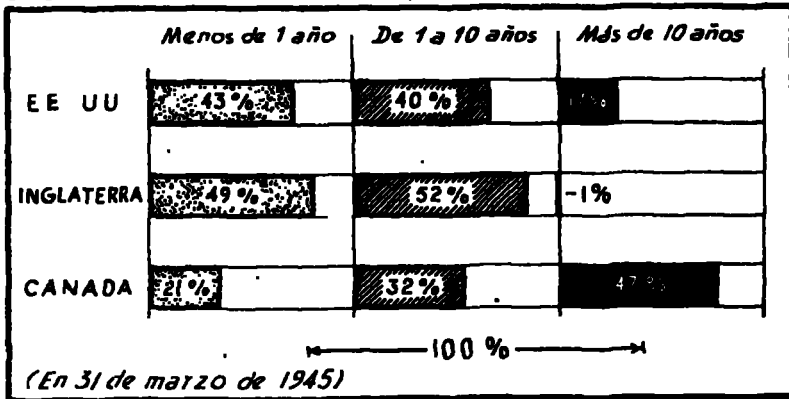


Gráfico VII

deral tenían señalado un plazo de vencimiento inferior a los diez años a partir de su emisión; el 95 por 100 de los títulos en manos de sociedades industriales vencían dentro de los diez años, y un 60 por 100 de los que obraban en poder de compañías de seguros

y Cajas de Ahorro vencían en un plazo superior a los diez años.

En la segunda guerra mundial se atacó la inflación no tanto mediante una financiación a largo plazo y el manejo del tipo de interés —caso de la primera guerra— como por una limitación drástica del consumo, buscando el dinero de los ingresos corrientes del ciudadano.

Factores responsables de las diferencias en los vencimientos y en los tipos de interés entre los dos períodos.

Se hace difícil reconstruir una visión coherente y completa de la política de financiación de la primera guerra mundial. Nos inclinamos a creer que la característica esencial de nuestro primer período de estudio fué la preocupación primordial de los gobernantes por los aspectos fiscales del problema, descuidando las repercusiones generales que estas gigantescas operaciones de crédito público pudieran tener sobre la economía del país. En la primera guerra la cantidad a financiar fué aproximadamente una décima parte de la que hubo que atender en la última contienda, lo cual disminuyó evidentemente la urgencia de una política económica general. La Tesorería era considerada como un asunto privado, que debía enfrentarse con un problema particular y al que trataría de dar solución con la misma técnica con que lo haría una empresa particular. La guerra debía ser ganada; para lograrlo había que pagar un precio por la victoria, y la Tesorería emprendió enérgicamente el camino que debía conducirla a este objetivo. Como en cualquier negocio privado, las premisas del éxito eran las siguientes: primero, debían reunirse los fondos necesarios; segundo, el coste de financiación de la guerra debía mantenerse lo más bajo posible; tercero, el peligro de que el Estado quebrara debía ser evitado por una conveniente distribución del cuadro de vencimientos.

No tenemos ninguna afirmación explícita de dirigentes responsables dentro de la Tesorería que pudieran respaldar directamente las afirmaciones anteriores, pero desde luego creemos poseer bastantes pruebas implícitas e indirectas para estar convencidos de que hemos reconstruido correctamente las ideas de los dirigentes

de la primera guerra mundial. Todo excedente de suscripción sobre las cifras previamente fijadas era recibido por los altos funcionarios de la Tesorería de un modo entusiasta. Sin ninguna duda, la respuesta del pueblo americano a las distintas emisiones y su buen deseo de prestar el dinero necesario fueron consideradas grandes pruebas de éxito. En un discurso pronunciado en 1918 el secretario, McAdoo, dijo: «Para asegurar el éxito del empréstito considerado en conjunto necesitamos un exceso de suscripción lo más cuantioso que se pueda. La Tesorería quiere estar segura, y sobre todo quiere que América esté segura de que puede encontrar cualquier cantidad que necesite.»

No hemos visto ni en las *Memorias* anuales de la Tesorería ni en el *Congressional Record* ni en el *New-York Times* ninguna afirmación que permita suponer que hubo restricciones en la cantidad de Deuda que podía quedar en manos de la banca comercial ni hemos visto ninguna otra medida consciente de tipo antiinflacionista.

Cuando la Tesorería hablaba en la primera guerra mundial de los ahorros privados no quería decir nada que tuviera que ver con una disminución de la presión oficial sobre la producción ni con una reducción del consumo privado, y, por lo tanto, con una disminución en el aumento de los precios. Tenía siempre presentes los ingresos fiscales. McAdoo decía: «Las grandes operaciones financieras del Gobierno no pueden ser llevadas a buen término si el pueblo de los Estados Unidos no economiza en todos los sentidos para prestar el dinero así ahorrado a su Gobierno.»

En cuanto al problema de los tipos de interés la Tesorería, que insistía en financiar la guerra del mismo modo que si el Gobierno fuese una empresa privada, se enfrentaba con dos problemas contradictorios: de un lado tenía que ofrecer sus emisiones en competencia con las obligaciones privadas y del otro quería a todo trance mantener el coste de financiación lo más bajo posible.

La Tesorería no estaba segura de su capacidad para reunir los fondos necesarios. Lo único que se le ocurría era ofrecer papel altamente atractivo para la inversión. Una prueba de este criterio la encontramos en las siguientes palabras de McAdoo: «Para atraer a los inversores de grandes medios... será necesario aumentar inmediatamente el tipo de interés o... eximir de impuestos a los

títulos.» Y Carter Glass corrobora: «Títulos de bajo rendimiento y sujetos a impuesto no tienen ningún atractivo para ellos (los ricos)... Es esencial para ellos que se creen títulos no solamente atractivos en sí mismos, sino que gocen además de amplias concesiones en el terreno de la exacción fiscal...»

Por otro lado ya sabemos la importancia que concedía la Tesorería a que los costes de financiación fueran reducidos. Por lo tanto, estaba dispuesta a hacer todo lo que estuviera a su alcance para mantener bajos los tipos de interés, siempre, claro está, que esto no perjudicara el carácter competitivo de los bonos. Son frecuentes las llamadas al patriotismo del pueblo americano. El *New-York Times*, comentando uno de los discursos de McAdoo, dice: «Ya habíamos indicado que uno de los sacrificios que debía hacer el pueblo consistía en no pedir constantemente un interés más alto.» Pero si los títulos debían ser ofrecidos sobre una base competitiva, el tipo de interés pagado por las distintas emisiones iba indefectiblemente a ser distinto y a ir en aumento. En consecuencia, para que los compradores de las primeras emisiones se sintieran seguros la Tesorería inventó el sistema de la convertibilidad.

Aunque un poco apartado de nuestro tema, el de la contraposición de impuestos y empréstitos en la financiación de la guerra es muy significativo para indicar las distintas políticas seguidas en ambas guerras. Como los impuestos no son en general inflacionistas, sobre todo comparados con la financiación basada en el déficit (*ceteris paribus*), los gobernantes interesados en combatir la inflación estarán lógicamente interesados en reunir por medio de impuestos una parte tan grande como sea posible del dinero necesario. Esto no fué, naturalmente, el caso de la primera guerra. Cuando los altos funcionarios de la época hablaban de conseguir mayores ingresos por medio de impuestos no lo hacían con miras a una mejor marcha de la economía nacional, sino con el propósito de reducir el coste de la Deuda pública. Es aleccionador en este sentido el siguiente párrafo de la *Memoria* anual de 1917:

«Si se presentara una situación en que al Gobierno le fuera imposible vender títulos, convertibles y exentos de impuestos, a un 4 por 100 de interés, se haría necesario —creo yo— intensificar el sistema de int-

puestos vigente.. Cuanto más alto sea el interés de los títulos de la Deuda pública, tanto mayor será el coste de la guerra para el pueblo americano. »

Esto expresa un punto de vista muy distinto al que imperó durante la última guerra, durante la cual se consideró conveniente gravar a los ricos y pedir prestado a los pobres.

En la primera guerra existía todavía fuertemente arraigada la convicción de que el Gobierno estaba expuesto a ir a la quiebra. En consecuencia, la Tesorería, vista la necesidad de contraer considerables deudas, intentó repartir las fechas legales en que debían ser devueltas estas cantidades del modo más conveniente para la caja, bastante agobiada, del Gobierno. Lo mismo que en el caso de una empresa privada, nunca segura de sus ingresos ni de los años en que éstos serán especialmente buenos o particularmente malos, la Tesorería quería asegurarse de que no se vería obligada a suspender pagos. Por lo tanto, las fechas de vencimiento se situaban a muchos años vista, aunque se autorizaba la posible redención anticipada. Era posible que el Gobierno tuviera suficientes fondos para pagar y entonces pagaría pronto, pero también era posible que acaeciera lo contrario, y entonces los títulos de largo plazo le darían un compás de espera muy necesario. Si bien esta teoría parece un poco simplista a nuestros ojos, creemos que fué la responsable de que la primera guerra se financiara esencialmente a largo plazo.

Los objetivos del programa de financiación de la última guerra se hallan clara y explícitamente expuestos en los documentos oficiales. Véase, por ejemplo, la declaración de Mr. Morgenthau, citada en la página 72.

Creo que la base teórica de todo el programa de financiación en este segundo periodo puede reducirse al hecho de que la Tesorería ya no trataba de financiarse a sí misma con arreglo a los principios que habrían regido la financiación de una empresa particular. El impacto en la economía nacional del conjunto de la actividad fiscal del Gobierno se consideraba más importante que estas operaciones propiamente dichas. La Tesorería estaba segura de que América podía y quería prestar el dinero necesario, y tranquila sobre este punto se preocupó principalmente de las conse-

cuencias que estas enormes operaciones de crédito y los fantásticos gastos subsiguientes pudieran tener sobre la economía del país. En la segunda guerra la Tesorería ponía condiciones al dinero que se le ofrecía en préstamo. Tenía conciencia de la amenaza inflacionista que encerraba el canalizar más de la mitad del producto nacional a objetivos del Estado. Es lógico, por tanto, que el primer objetivo perseguido fuera una enérgica campaña antiinflacionista. Consecuencia lógica de lo expuesto son los esfuerzos del Gobierno por vender la mayor cantidad posible de títulos a inversores alejados de la banca e instituciones similares. En este sentido hemos estudiado ya los efectos de las series E, F y G de los bonos de ahorro, del plan de ahorros extraídos de los salarios y de los ocho empréstitos especiales. El segundo principio mencionado por el secretario Morgenthau —títulos cortados a la medida de las necesidades de los inversores— no es más que un complemento del primero. Si se tenía especial interés en recoger el dinero de las personas individuales, sobre todo de las clases de rentas bajas, el papel del Estado debía reunir características muy especiales. El pequeño inversor exigía que sus títulos estuvieran absolutamente libres de riesgo. Ya hemos visto cómo se dió satisfacción a esta demanda. Naturalmente, una consecuencia lógica de esta política fué que la Deuda hubo de ser a corto plazo para poder así adaptarse a los cambios en las necesidades de los inversores.

Finalmente, el último objetivo mencionado por el ministro de Hacienda es lo que podríamos llamar un objetivo clásico. Ya hemos visto a través de este estudio que el tipo de interés era bajo y con tendencia a descender en esta guerra y alto y con tendencia a subir en la primera. Puede ser el fruto de los refinamientos alcanzados durante la última generación en el arte de la administración monetaria.

Las técnicas de financiación juzgadas a la luz de los criterios oficiales declarados o implícitos.

En el apartado precedente hemos expuesto los objetivos de la Tesorería a los que pueden atribuirse en primer lugar las diferencias en las características de la Deuda entre los dos periodos. Nos

preguntamos ahora si las técnicas de financiación que realmente se usaron en ambas épocas contribuyeron eficazmente al éxito de los objetivos manifestados.

Fijémonos ahora en la primera guerra. El primer objetivo era la obtención del dinero necesario, y efectivamente, el dinero fué reunido. Sin embargo, lo exiguo del excedente de las suscripciones indica que los títulos negociables y a largo plazo que fueron emitidos no constituyeron el modo más eficiente de inducir al público a invertir en papel del Estado. El segundo objetivo era el de mantener el coste de la Deuda lo más bajo posible, pero también aquí la teoría que asimilaba la Hacienda pública a la privada entorpecía el camino. Al ofrecer las emisiones en un mercado competitivo el coste de la Deuda resultó alto, como lo ha probado la segunda guerra.

En cuanto a los vencimientos debemos admitir que los resultados correspondieron a los objetivos. La Tesorería quería una Deuda a largo plazo y la obtuvo, aunque esto no quiera decir que el resultado obtenido fuese una finalidad deseable.

En cuanto a la financiación de la segunda guerra nuestro juicio puede ser más favorable. Se evitó en gran medida la inflación, al menos durante el conflicto, si bien es cierto que ello fué debido en parte a la situación económica de preguerra y al control de precios. En cuanto a la política seguida con respecto a la Deuda, supuesto constante el valor del dólar, es cierto que los títulos a largo plazo, aun con un alto tipo de interés, de la primera guerra pueden haber resultado algo más desinflacionistas que los títulos a corto plazo e interés bajo de la segunda; siempre, claro está, que hubiesen sido vendidos al mismo tipo de inversores en una que en otra. Con todo, la importancia que pueda tener en una política antiinflacionista el tipo de interés y los plazos de amortizaciones es muy difícil de medir, y es muy posible que no sea grande. Además, diferencias en la distribución de la deuda —que hemos estudiado con algún cuidado— pueden neutralizar sus efectos. Entre las consideraciones más importantes que nos han llevado a la conclusión de que el programa de financiación del déficit de la segunda guerra ha sido más antiinflacionista que el de la primera se hallan, resumiendo, las siguientes: 1), la menor proporción de la participación bancaria en los préstamos al Estado; 2), las trabas a la concesión de créditos

para la compra de títulos de la Deuda; 3), la importancia otorgada al plan de ahorros extraídos de los salarios; 4), la probabilidad de que una gran parte del dinero prestado haya provenído de los grupos con ingresos bajos, y 5), la política de ofrecer una serie diversificada de títulos capaz de adaptarse a todos los tipos de inversores. Otro hecho muy importante es que en la última guerra una mayor proporción de los gastos se pagó con el producto de los impuestos.

Hay que reconocer que si bien el nivel de precios apenas subió durante la última guerra la mitad de lo que subió en la primera, inmediatamente después de concluída tuvo lugar un alza seria de precios¹.

Hasta fines de 1948, considerando este periodo como el de post-guerra, el aumento de precios fué inferior al que siguió al primer conflicto, a pesar de que una proporción mucho mayor de la producción nacional había sido dirigida hacia fines públicos. Sin embargo, cabe preguntarse si la política de empréstitos de la Tesorería contribuyó a la inflación de la última postguerra. Aunque el punto se aparta un poco del objeto de este trabajo debemos conceder que la política seguida en relación con la Deuda pública en la segunda guerra se tradujo en una gran liquidez de la banca, de los negocios y de las economías individuales, y es muy posible que este hecho contribuyera sustancialmente a la inflación que hemos indicado. Naturalmente que si este es el caso los méritos del programa de financiación se verían disminuidos.

El cuadro de vencimientos fué, lo mismo que en la primera guerra, el resultado de la voluntad de los gobernantes. Pero como ahora el miedo a la bancarrota gubernamental había desaparecido y otros puntos del programa así lo exigían, la Deuda se compuso principalmente de títulos a corto plazo. El último objetivo, que buscaba la economía en los tipos de interés, fué alcanzado en

¹ El índice de precios al por mayor (1926=100), que era en julio de 1914 67,3, en noviembre 1918 se había elevado a 136,3; en 1920 alcanzó un valor promedio de 154,4 y en 1921 bajó, siendo el promedio de este año 97,6. En agosto de 1939, al comenzar la segunda guerra mundial, el índice era 75,0; en agosto 1945, 105,7; en 1948 el valor promedio fué 165,0. (*Monthly Labor Review*, febrero de 1945, pág. 266; *Statistical Abstract of the United States*, 1946, página 284.)

tal medida que constituye un caso único en la historia del país. Las llamadas a los ahorros que permanecían sin destino fueron la causa principal de este resultado. Hay que admitir, sin embargo, que los tipos de interés dentro de la economía nacional eran más bajos en 1941-45 que en 1917-19, y que este hecho, debido en parte a la actuación de la banca central, puede haber tenido alguna influencia en el éxito obtenido por la Tesorería en este punto. Pero por otro lado ello no explicaría la tendencia bajista de los tipos ante la demanda cada vez mayor de fondos para el Gobierno.

No hemos pretendido hacer una crítica de los objetivos perseguidos por el Ministerio de Hacienda en sí mismos considerados. Una vez conocidos estos objetivos hemos querido saber si la política observada y la técnica seguida habían conducido a la obtención de los objetivos perseguidos. Nuestra conclusión, fundamentada en las páginas anteriores, es que este fué el caso para la última guerra, fracasando en lo esencial en la primera.

*Juicio crítico de los objetivos de la política
financiera en los dos períodos.*

La primera dificultad que encontramos estriba en el hecho de que las políticas seguidas en una y otra guerra son difícilmente comparables en un plano objetivo. El enfoque dado por los técnicos del primer período a estos problemas, engendrado en el nivel de la teoría económica y la Hacienda pública de entonces, fué completamente revaluado en el lapso entre los dos guerras. Las nuevas ideas, concretadas por Lord Keynes, arrinconaron los principios que en la primera guerra eran considerados como pilares de la Hacienda pública. Por lo tanto, los objetivos, criterios para juzgar del éxito, técnicas y procedimientos usados durante la última contienda estaban basados en ciertos principios teóricos desconocidos para la Tesorería de la primera guerra. Para comparar los éxitos de la financiación en los dos períodos deberíamos tener objetos comparables, es decir, de una misma calidad o categoría. No es este el caso. No podemos decir que el problema de la inflación quedara mejor resuelto en un caso que en el otro,

por la sencilla razón de que en las mentes de los directivos de la primera guerra las posibilidades inflacionistas de un exceso de gastos públicos en un momento de pleno empleo de los factores de producción no existían. Hay que admitir que el avance de la ciencia económica en el período entre las dos guerras, y que culminó en la *General Theory*, ha cambiado fundamentalmente el panorama de la Hacienda pública. Sería interesante mostrar cómo las operaciones financieras llevadas a cabo con motivo de la primera guerra encajan perfectamente en el cuadro de la teoría económica ortodoxa, mientras que los principios financieros derivados de la «New Economics» están explícita o implícitamente detrás del programa de financiación de la última guerra.

Como nuestra opinión es que las teorías expuestas por Keynes en sus últimas obras representan un progreso importante, al demostrar que la actitud de la Tesorería en la primera guerra se basaba en la teoría económica clásica, mientras que lo contrario ocurría durante la última guerra, habremos demostrado que, en nuestra opinión, la política financiera del Estado en el primer período fue técnica y teóricamente inferior a la del último.

Como lo hemos visto en otra parte de este trabajo, los principios que informan las finanzas públicas y privadas fueron confundidos durante la primera guerra. Como resultado se persiguieron objetivos equivocados, mientras que se ignoraban problemas importantes.

Así, por ejemplo, tipos de interés competitivos (principio de finanzas privadas) y costes bajos de financiación (principio de finanzas públicas y privadas) se neutralizaban recíprocamente. Inflación, liquidez, situación de postguerra e impacto que sobre la nación pudiera tener la financiación de la guerra fueron problemas completamente descuidados.

La cosa cambia con la teoría económica moderna. El principio de que un presupuesto debe estar siempre equilibrado ya no es por sí satisfactorio. Se acepta ahora que en un momento de crisis la financiación creando déficit puede aumentar la renta nacional. Paralelamente, en una economía de guerra donde los factores de producción, especialmente el trabajo, se ven solicitados en máximo grado, los gastos públicos pueden iniciar un proceso inflacionista. Conscientes de todo esto, los dirigentes de la segunda gue-

rra mundial se fijaron como primordial objetivo una campaña anti-inflacionista.

Otro de los problemas que origina el gasto ilimitado del Estado, con el consiguiente incremento de Deuda pública, es el aumento de la cantidad de títulos en manos de una pequeña parte de la sociedad; resultado éste poco deseable, tanto desde un punto de vista económico como social. Cuando una gran parte de la Deuda está exenta de impuestos, el problema se agudiza todavía más. Esta es la razón de que la adaptación de los distintos títulos a las necesidades de cada clase de inversores signifique un importante progreso. La insistencia en colocar los empréstitos entre los particulares no sólo redujo el consumo, atacando así directamente la inflación, sino que además evitó una mayor concentración de la riqueza.

Todo esto se encaminaba también a aumentar la propensión a consumir en tiempo de paz, época en la que se temía una crisis. Este principio, derivado de la nueva teoría económica, justificó la financiación a corto plazo practicada en la última guerra. Lo mismo puede decirse del deseo de financiar la mayor parte posible de los gastos por medio de impuestos.

La influencia inflacionista ejercida por esta política sobre la economía postbélica es un hecho claro y un tema de investigación importante. Pero no entra en nuestro estudio.

RAMON TRIAS FARGA