

CRONICA ECONOMICA

LA BOLSA Y LA ESTABILIDAD MONETARIA

Durante los meses últimamente transcurridos, y hasta el momento presente, ha proseguido sin inflexión alguna el alza de las cotizaciones en las Bolsas españolas. Se ha producido con tal decisión y energía esta tendencia del mercado que las mentes más lúcidas del mismo, y las imaginaciones más libres del público especulador, se han dedicado en el correr de los días a buscar una explicación, de tal extensión y generalidad, que la hiciera apta y valedera para justificar todas estas aparentes anomalías del mercado bursátil.

Y bien pronto han dado con una causa que, no por manoseada y hasta achabacanada, deja aún de conservar una mágica fuerza persuasiva en el vulgo. Han tropezado con la desvalorización o devaluación de la peseta. Todo ha quedado, pues, aclarado. Sube la Bolsa, porque baja, o va a bajar, o está a punto de hajar, la peseta.

Nadie lo sabía, hasta que estos Cagliostro del siglo xx han revolucionado los corros bursátiles, afirmando cuanto en el futuro ha de ocurrir, con pelos y señales. Al parecer, quienes aseguran estar bien informados de los eventos económicos más o menos próximos —que aún hay quien gusta del oficio de profeta, aunque las más de las veces profeticen el pasado y no el futuro— nuestra moneda habrá de ser objeto en breve plazo de un alineamiento monetario. Algo así como el desplome del franco francés en octubre de 1936, operación a la que pudorosamente se calificó de *alignement* con la libra y el dólar.

También nuestra peseta, excesivamente valorada en rela-

ción con las monedas anglosajonas, según estos augures dicen, sufrirá bien pronto un brusco descenso. Y los que a sí mismos se califican de bien enterados encuentran en ello la clave del alza bursátil. Los valores de renta variable, representativos de masas de activos reales, suben en la medida en que la unidad monetaria, al desvalorarse, ha de elevar la estimación nominal de todos esos bienes. Que siempre la valoración de los mismos está en razón inversa de la cotización de la propia valuta.

Cierto que el alza bursátil no ha alcanzado aún dimensiones que autoricen a justificar todas estas pseudoprofecías.

Los índices mensuales simples de las cotizaciones bursátiles registran durante los meses últimos las siguientes variaciones:

LA COTIZACIÓN BURSÁTIL

Variación de los índices mensuales simples.

Base: diciembre 1942 = 100.

| | RENDA VARIABLE | RENDA FIJA | |
|---------------------|-----------------------------------|-----------------|----------------------------|
| | Acciones Sociada- des Anónimas | Fondos públicos | Obligaciones en general |
| Marzo 1943..... | 95,5 | 100,1 | 102 — |
| Junio 1943..... | 87,6 | 100,6 | 102,1 |
| Septiembre 1943.... | 77,7 | 100,7 | 103 — |
| Diciembre 1943..... | 74,9 | 100,5 | 103,3 |
| Marzo 1944..... | 71,6 | 100,7 | 103,5 |
| Junio 1944..... | 71,0 | 101,9 | 103,8 |
| Septiembre 1944.... | 75,7 | 105,5 | 106,3 |
| Octubre 1944..... | 78,4 | 104,9 | 105,7 |

El alza de las cotizaciones en los últimos tiempos no ha llegado aún a recobrar el nivel perdido a fines de 1942, si bien es cierto que la recuperación ha sido notoria desde el pasado mes de junio, en que la baja llegó a su límite extremo.

¿Qué fundamento pueden tener entonces todas estas divagaciones, más o menos contrastadas?

Sin intentar la aventura de un vaticinio en contrario sentido, que pecaría de la misma falta de rigor lógico que los de los que así proceden, parece método más racional el del análisis de aquellos sectores de la economía española que habrían de servir de indicadores a una alteración en tal sentido de nuestra política monetaria.

Evidentemente el primero de ellos habría de ser nuestro nivel general de precios, y de su comparación con el de aquellos otros países se podría intentar averiguar la paridad económica entre ambas valutas. Sólo entonces cabría afirmar que ésta discrepa o, por el contrario, se adecúa en la medida de lo que esto es posible lograr, al cambio oficial fijado para la compensación en los cobros y pagos internacionales.

Pero esto es mucho más fácil de enunciar que de comprobar. La fuerza probatoria de los niveles generales de precios de los diversos países en relación con el valor interior de la moneda, es, hoy por hoy, bastante escasa, o, por lo menos, no es lo suficientemente eficaz para sentar exclusivamente sobre ellos el análisis del valor de la propia moneda. Un sistema en el que coexisten, precios tasados con libras; mercancías racionadas y otras a libre disposición del público; precios diferenciales y cupos y preferencias, no puede ser resumido en un índice general susceptible de servir de comparación con los precios exteriores. Quienes intenten justificar la necesidad de una alteración del cambio intervalutario español, porque la paridad económica de la peseta con la de otros países se ha alterado, hoy han de proceder necesariamente, más bien con un criterio intuitivo que con rigor analítico.

Cierto que nuestro índice de precios al por mayor se ha mantenido, a lo largo del año actual, dentro de una tónica alcista, no muy intensa, pero sí lo suficientemente continuada para poder afirmar que la capacidad de compra de la peseta no se ha mantenido estable en este período, sino que se ha visto reducida ligeramente.

Ahí bien, este fenómeno se ha producido con harto mayor intensidad en todos, *todos*, los países beligerantes.

No puede pretenderse lo contrario, y afirmar que la capacidad de compra de las valutas anglosajonas sea igual hoy que hace un año. Pues aunque los niveles generales de precios no lo

hayan acusado suficientemente, que en gran parte sí lo indican, especialmente en los Estados Unidos, basta la simple observación del continuo e incesante crecimiento de los instrumentos monetarios en dichos países para afirmar *ceteris paribus*, y esto a pesar de todas las intervenciones, tasas, subsidios y regulaciones, la necesaria y fatal depreciación del poder adquisitivo de ese dinero.

Por consiguiente, si es muy difícil el afirmar que la paridad económica de nuestra divisa con las monedas anglosajonas exige un retoque de los cambios oficiales, como medio de asentar junto con el equilibrio económico el monetario, no por eso deja de ser verdad el que esa diferencia de paridad, si la hay, más bien se ha corregido que accentuado a lo largo del año. Y esto porque la depreciación de nuestra divisa se produce a ritmo mucho más lento que la de los otros países. Ciertamente que esto no es un argumento medianamente satisfactorio a nuestro favor, pero, aunque así sea, el torpe consuelo del mal de muchos actúa hoy plenamente en servicio de nuestra unidad monetaria.

La disparidad adquisitiva de nuestra moneda con el dólar y la libra, si existe (cuestión harto difícil de probar), es hoy menor de lo que lo era en los tiempos en que el cambio oficial rígido fué impuesto. Entonces podían existir motivos y conveniencias que imperiosamente exigían un retoque del cambio. Hoy por hoy, ni la conveniencia ni mucho menos la urgencia se presenta en el panorama económico tan acusadas como en aquellos tiempos.

EL VOLUMEN DE DINERO

Si en lugar de los métodos directos —nivel general de precios— se recurre a procedimientos indirectos o indiciarios, tales como el volumen de dinero existente y, sobre todo, a los términos y a la estructura actual de la oferta monetaria en el mercado, nos encontramos bien pronto con datos y comprobantes que aseveran a plena satisfacción los anteriores razonamientos.

Así, por ejemplo, el crecimiento de la oferta monetaria en el mercado inglés y sus consecuencias en la estructura del ne-

CRÓNICAS

gocio bancario viene registrada por las siguientes cifras que recogen los datos de los once "Clearing Banks" operantes en Londres:

| | Junio 1939 | Junio 1944 | % sobre 1939 |
|-------------------------------------------------|----------------------------------|------------|--------------|
| | (Millones de libras esterlinas.) | | |
| Depósitos y cuentas corrientes privadas..... | 2.218,7 | 4.100,1 | 184,7 |
| Caja..... | 235,2 | 427 | 181,5 |
| Descuentos..... | 248,7 | 202,4 | 81,3 |
| Préstamos al Tesoro..... | » | 1.245,5 | » |
| Fondos públicos..... | 600,2 | 1.169,1 | 194,7 |
| Crédito..... | 987,3 | 770,2 | 78,0 |

Además, durante los cinco últimos años la circulación fiduciaria inglesa se ha incrementado desde 496,5 millones de libras esterlinas, cifra media del mes de junio de 1939, hasta 1.132 millones de libras, promedio del mes de junio de 1944; o sea un coeficiente de crecimiento del 2,27 sobre las cifras de 1939.

Pero el que la circulación fiduciaria sea casi dos veces y media la que era antes de la guerra no explica suficientemente la magnitud de la inflación inglesa, ya que junto a la misma, los depósitos y cuentas corrientes pasivas son casi el doble de lo que eran antes de la guerra, y ese exceso de medios de pago, concentrado en los Bancos, ha alterado la estructura de los organismos crediticios en la medida que el anterior cuadro estadístico muestra.

La Banca inglesa ha conservado la proporción entre su Caja y el dinero ajeno de su pasivo en la relación de uno a diez que secularmente viene manteniendo; pero la afluencia de dinero, al generalizar los pagos al contado y aumentar desorbitadamente la fluidez del mercado monetario, la ha obligado a reducir sus descuentos y sus créditos a las cuatro quintas partes y a las tres cuartas, respectivamente, de lo que éstos suponían antes de la guerra.

En cambio, sus compras de fondos públicos casi se han duplicado, y, sobre todo, en forma de anticipos a corto ha prestado la Banca privada a la Tesorería inglesa muy cerca de

mil trescientos millones de libras esterlinas, esto es más de las dos terceras partes del incremento de los capitales ajenos que durante estos años ha recibido.

Es que acaso no acusan estas cifras una situación congestiva en el orden monetario. No es posible calificar de otro modo la alteración de la estructura tradicional de los Bancos ingleses, Bancos de depósito y descuento, en los que las compras de títulos, los *Investments*, eran siempre el saldo activo de menor importancia, frente al voluminoso de los descuentos y los créditos a corto plazo.

Resulta curioso comparar esta situación de los Bancos privados ingleses con nuestra propia Banca y percibir cómo ha sido filtrada nuestra inflación a través de los organismos españoles de crédito.

La inyección de dinero ha desarticulado la estructura tradicional de la Banca inglesa y alterado profundamente los niveles relativos de los diversos tipos de operaciones de crédito. ¿Cuál es, a este respecto, la situación de la Banca española? Una primera impresión del conjunto basta para afirmar que en nuestro país esa estructura bancaria, fruto de una experiencia de años, no ha sufrido una alteración fundamental, o sea que las variaciones en el mercado monetario lo han sido simplemente de grado, de cantidad, pero no cualitativas.

Véanse a continuación las cifras del negocio bancario español, recopiladas a semejanza de las estadísticas inglesas antes analizadas. (Datos en millones de pesetas tomados de las publicaciones oficiales del Comité central de la Banca española.)

| | Marzo 1936 | Marzo 1944 | | Junio 1944 | |
|-----------------------------|------------|---------------------|--------------|---------------------|--------------|
| | | millones de pesetas | % sobre 1936 | millones de pesetas | % sobre 1936 |
| Acreeedores a la vista..... | 3.173,5 | 12.709,9 | 400,5 | 13.387,9 | 421,8 |
| Acreeedores a plazos..... | 3.356,0 | 6.406,2 | 190,8 | 6.680,5 | 199,0 |
| Caja y Bancos..... | 1.043,6 | 3.838,9 | 367,8 | 3.492,9 | 334,7 |
| Descuentos..... | 1.537,7 | 3.965,5 | 257,9 | 4.157,1 | 270,3 |
| Fondos públicos... | 3.479,2 | 7.786,5 | 223,8 | 8.581,8 | 246,7 |
| Créditos..... | 1.843,7 | 5.791,0 | 314,1 | 5.713,0 | 379,9 |

El incremento de dinero ajeno en el total de la Banca española, a consecuencia de la inflación, ha sido del orden de un cuatrocientos por ciento en el dinero a la vista y de casi un doscientos por ciento en el dinero a plazo. Reunidas ambas cifras, los incrementos monetarios que han afluído a los Bancos españoles durante este período suponen un aumento sobre las cifras de 1936 del orden del doscientos setenta y cinco por ciento, cifra ligeramente inferior a la del incremento de billetes del Banco emisor, que excede del trescientos por ciento.

Pues bien, ese incremento del doscientos setenta y cinco por ciento registrado en las cuentas pasivas es el que vemos aparecer en las cuentas activas, salvo en el saldo de Caja y Bancos, de incremento fuertemente superior, lo que muestra la prudencia con que ha procedido siempre la Banca española en sus negocios, incluso con perjuicio notorio de su rentabilidad.

De modo paralelo al incremento de la circulación fiduciaria se han incrementado los pasivos de los Bancos, y éstos, al verse asistidos de mayores elementos económicos, han aumentado sus operaciones activas, sin que se haya producido a lo largo de este período el menor desequilibrio en su estructura.

La inflación española, al aumentar el número de unidades monetarias ha disminuído en casi idéntica proporción el poder de compra de todas ellas, y este alza en el valor de todas las cosas se ha reflejado con extraordinaria fidelidad en los organismos intermediarios en el mercado del dinero: en los Bancos.

Pero, a diferencia de lo ocurrido en otros países, su estructura interna no ha variado, y la participación que en el total de sus balances representan sus diversas operaciones no ha sufrido una alteración que pudiera implicar desequilibrios parciales dentro del sistema bancario.

En el adjunto cuadro se expresan los porcentajes de cada uno de los sectores operativos de la Banca, en relación con el total del balance y el de dinero de las cuentas corrientes de efectivo y queda subrayada la escasa alteración relativa que los mismos han tenido dentro del complejo bancario, siquiera sus cifras numéricas hayan variado, como anterior-

mente se ha expuesto, en proporción muy similar a la de la inflación monetaria.

| | Marzo 1936 | | Marzo 1944 | | Junio 1944 | |
|--------------------------|------------------|-------|------------------|-------|------------------|-------|
| | Porcentaje sobre | | Porcentaje sobre | | Porcentaje sobre | |
| | Balance | c/cs. | Balance | c/cs. | Balance | c/cs. |
| Caja y Bancos..... | 8,05 | 12,1 | 12,1 | 16,7 | 10,7 | 14,7 |
| Descuentos..... | 11,8 | 17,8 | 12,5 | 17,1 | 12,7 | 17,5 |
| Fondos Públicos..... | 26,8 | 40,4 | 24,7 | 33,9 | 26,3 | 36,2 |
| Créditos..... | 14,2 | 21,4 | 18,3 | 25,2 | 17,5 | 24,1 |
| Acreeedores a vista..... | 24,4 | 36,9 | 40,3 | 55,4 | 41,1 | 56,0 |
| Acreeedores a plazo..... | 25,8 | 39,3 | 20,3 | 27,9 | 20,5 | 28,2 |

Una rápida ojeada sobre estas cifras basta para mostrar-nos que el dinero en Caja y en otros Bancos sigue siendo una cantidad equivalente al diez por ciento del balance o al catorce por ciento de los saldos acreedores, porcentaje extraordinariamente fuerte que pocos sistemas bancarios continúan conservando. Los descuentos suponen del once al doce por ciento del total del balance o el diecisiete por ciento del dinero ajeno situado en las cuentas corrientes pasivas. Los fondos públicos, que en Inglaterra absorben todo el nuevo dinero, en España se mantienen en torno al veinticinco por ciento del balance, y los créditos, a pesar de una cierta contracción sufrida durante el primer semestre del actual año, logran afirmarse en torno al diecisiete por ciento del balance, en ligera alza, incluso relativa, sobre las cifras de 1936.

Todo esto no son sino muestras de la extraordinaria fortaleza y flexibilidad de nuestro sistema bancario, cuya tradicional estructura ha sabido acomodarse y resistir a la guerra, a la inflación y a la política de Deuda pública de los últimos años, sin que las diferencias de magnitud o de grado que en él se han producido, en ningún momento se hayan transformado en diferencias de cualidad. No se ha producido por tanto un desequilibrio económico en nuestro sistema bancario.

Este sí que puede ser un elocuentísimo dato indiciario, revelador de que la economía española ha sabido filtrar en todos sus componentes, pero principalmente en el sector bancario, la

inflación de la guerra y la postguerra. Y como consecuencia del mismo, pensar también que nada hay en la interioridad de nuestro equilibrio económico menos necesitado de reajuste y manipulación que nuestro sistema monetario y lo que en él constituye su exteriorización y síntoma primario: el valor de la peseta.

MARIANO SEBASTIÁN.

RECENSIONES

