

---

# La deuda pública: el bálsamo financiero del régimen de Franco (1939-1975)<sup>1</sup>

● FRANCISCO COMÍN COMÍN

Universidad de Alcalá (Madrid)

## Introducción

La política de deuda pública durante el franquismo fue un tanto extravagante, al menos en dos cuestiones. En primer lugar, supuso una ruptura con el pasado y con el contexto internacional en lo que se refiere a las emisiones, tanto por los nuevos títulos creados de deuda finalista, como por los objetivos a cuya financiación estuvo afectada esa deuda y por la adulteración de los objetivos de la deuda del Tesoro que se emitió para financiar inversiones finalistas. En segundo lugar, en cuanto a los mecanismos de reducción de la deuda pública en circulación, también hubo diferencias con respecto al pasado español, al menos de grado, por la acentuación de los procesos inflacionistas para reducir el valor real de la deuda y por la mayor intensidad del crecimiento económico y del tamaño del gasto público que pudieron hacer más sostenible la deuda pública en circulación; en este punto de aniquilación de la deuda, las diferencias con Europa fueron menores. El artículo se divide en dos partes, precisamente, destinadas a estudiar cada uno de estos dos rasgos diferenciadores de la política de deuda pública del franquismo.

En la primera parte, en efecto, analizaremos las emisiones de deuda pública, que aumentaban el volumen de deuda en circulación (que ha sido la única variable analizada hasta ahora por los especialistas), y los objetivos que buscaban los gobiernos con las mismas, que eran diversos: cubrir el déficit,

1. Agradezco a los participantes en el seminario del Historia de la deuda pública en España, siglos XVI-XXI, desarrollado en el Instituto de Estudios Fiscales, en junio de 2014, sus comentarios, así como a dos evaluadores anónimos, cuyas recomendaciones me han ayudado a mejorar el artículo.

*Fecha de recepción: junio 2014*

*Versión definitiva: noviembre 2014*

*Revista de Historia Industrial*

*N.º 57. Año XXIV. 2015.1*

convertir la deuda y financiar inversiones públicas al margen del presupuesto del Estado. La deuda pública se utilizó como un instrumento directo (es decir, sin reflejarse en las partidas de gasto presupuestario del Estado) para financiar la política de industrialización autárquica y, después, de planificación del desarrollo.<sup>2</sup> Esta política de emisiones fue arbitraria, desatendiendo las reglas teóricas de los economistas y la legislación de contabilidad pública vigente en el franquismo. En este punto de heterodoxia económica y jurídica la dictadura se distinguió, particularmente durante la autarquía, de las democracias europeas, cuyas emisiones se atuvieron a las respectivas leyes y a los principios económicos. Al no aceptarse la política keynesiana, los ministros de Franco siguieron aferrados al dogma liberal del equilibrio presupuestario hasta finales de la década de 1960, por lo que las emisiones para financiar el déficit del Estado fueron pequeñas, porque durante el franquismo aquel fue pequeño, una vez que se acabó de financiar la Guerra Civil; aquellas fueron muy inferiores a las emisiones de deuda pública destinadas básicamente a financiar gastos públicos de organismos autónomos y a conceder subvenciones a estos y a empresas públicas y privadas. Los ministros de Franco crearon la ficción de equilibrio presupuestario del Estado, financiando los gastos extrapresupuestarios directamente con deuda pública, como ya hicieran los liberales del siglo XIX y la dictadura de Primo de Rivera. La novedad con respecto al pasado de estas emisiones del franquismo para financiar gastos fuera del presupuesto del Estado fueron cuatro: primera, tuvieron una escala muy superior; segunda, no utilizaron deudas especiales, como hasta entonces, sino deudas del Estado, tanto flotante como consolidada, con nuevos tipos de títulos de deuda finalista desconocidos hasta entonces, como las cédulas de inversiones; tercera, se recurrió masivamente a la represión financiera para colocar esas deudas; cuarta, la variedad de objetivos finalistas asignados a las deudas afectadas, que eran ya una reliquia en Europa.<sup>3</sup> Ello creó una maraña institucional de muy diversas deudas públicas finalistas, incluso dentro de un mismo tipo de deuda como fueron las cédulas de inversiones, que dificulta mucho el análisis; lo que quizá explique que hasta ahora nadie haya estudiado con profundidad y desglose estas emisiones.

En la segunda parte, analizaremos la evolución de la deuda en circulación y los mecanismos utilizados por los gobiernos de Franco para reducir su ta-

2. Los antecedentes en España hay que buscarlos en las deudas de carreteras y de ferrocarriles emitidas a mediados del siglo XIX; Comín (1988).

3. Hay que partir del hecho de que la dictadura de Franco fue una excepción en la Europa occidental, lo que explica que la política económica y fiscal de Franco fuese una reliquia del pasado, utilizada en los países fascistas, que contrastó con las aplicadas en la Europa democrática e incluso en otras dictaduras como Portugal. Esto es algo suficientemente probado en la literatura, Catalán (1995), Comín (1986, 1992 y 1996a), Comín y Gálvez (2005) y Comín y Martorell (2013). Para el contraste en el caso concreto de la policía de deuda pública, véase Conti y Della Torre (2015), para la economía italiana.

maño relativo frente al PIB, su valor real una vez descontada la inflación y su volumen frente al total presupuestario del Estado.<sup>4</sup> Los instrumentos para hacer sostenible la deuda pública durante el franquismo fueron: primero, el equilibrio presupuestario del Estado, que redujo el déficit total y primario; esta es una variable básica para la sostenibilidad de la deuda; segundo, el crecimiento económico que permitió aumentar los ingresos del Estado, aunque no mucho porque la recaudación impositiva no era muy elástica con respecto al PIB por el atrasado sistema tributario; esta rigidez de la recaudación de los ingresos del Estado impidió a los gobiernos de Franco invertir más en infraestructuras y amortizar la deuda pública en circulación; esto significa que el aumento del PIB no implicó ninguna reducción en el tamaño de la deuda en términos corrientes; tercero, la inflación, que benefició al Estado al reducir el valor real de la deuda en circulación y el de las cargas financieras de la misma; cuarto, la represión financiera, que mantuvo muy bajos los tipos de interés nominales (inferiores al crecimiento del PIB en las décadas de 1950 y 1960). Estos mecanismos de liquidación de la deuda también fueron utilizados por las democracias europeas tras la Segunda Guerra Mundial.<sup>5</sup> La diferencia fue que la dictadura de Franco recurrió más intensa y largamente a la inflación y a la represión financiera. Otra diferencia con Europa fue que, además, hasta 1958 (cuando se consiguió la unidad presupuestaria, al incluir dentro de los presupuestos del Estado a los organismos autónomos, y se obligó a las empresas públicas a financiarse al margen del presupuesto del Estado) los gobiernos de Franco crearon el espejismo del equilibrio presupuestario, pues hasta entonces gran parte de los gastos financiados con deuda del Estado fueron excluidos de la contabilidad presupuestaria del Estado.

Finalmente, en las conclusiones, veremos los cambios temporales en la política de la deuda pública durante la autarquía (1939-1958), la década de los sesenta y el ocaso del franquismo, entre 1972 y 1975.

### **Las emisiones de deuda pública como instrumento de la política autárquica y de desarrollo**

Las emisiones de deuda pública durante el régimen de Franco fueron bastante heterodoxas frente a la doctrina de la gestión responsable de la deuda, asentada tras las revoluciones financieras del siglo XVIII en Holanda, Inglaterra y Francia, y mantenida en la Europa democrática tras la segunda posgue-

4. Esta segunda parte es menos novedosa, pues ya he estudiado en otros trabajos la evolución histórica de la deuda en circulación, incluido el periodo de la dictadura de Franco, véase Comín (1987, 1996b, 2012, 2013a, 2013b, 2013c).

5. Comín (2011), Reinhart y Rogoff (2009), Sbrancia (2001) y Ali Abbas, Belhocine, El-Ganainy y Horton (2011).

rra mundial.<sup>6</sup> Las heterodoxias franquistas en la gestión de la deuda fueron de distintos tipos: 1) las emisiones no respetaron la legalidad de la contabilidad pública, cuestión posible en las dictaduras pero no en las democracias; 2) las emisiones fueron muy superiores al déficit presupuestario del Estado, utilizándose la deuda del Estado y, lo que fue más castizo, del Tesoro, para fines espurios, como financiar organismos autónomos, la banca pública y múltiples inversiones extrapresupuestarias;<sup>7</sup> 3) se crearon nuevos tipos de deuda pública desconocidos hasta entonces en España (cédulas para inversiones, créditos del exterior), diferentes a las deudas tradicionales del Estado, y se abusó de la emisión de las deudas especiales;<sup>8</sup> 4) los gobiernos de Franco se extralimitaron en la desnaturalización de la deuda flotante, pues las emisiones de obligaciones del Tesoro buscaron objetivos propios de la deuda consolidada, como financiar la inversión pública, lo cual obligó a emitir esta deuda flotante a cinco años (algo insólito hasta entonces en España) y a renovarla varias veces, de manera que la deuda flotante se emitió en plazos de hasta veinte años, y luego se consolidó en deuda amortizable; 5) se recurrió de forma generalizada a la deuda del Estado para financiar inversiones extrapresupuestarias<sup>9</sup> e incluso para financiar inversiones de empresas privadas, lo cual era una novedad absoluta en la historia de España.<sup>10</sup> Aunque el recurso a los créditos del exterior no fue una heterodoxia en este periodo, sí que fue algo que contrastó con

6. Véase Comín (1996a).

7. Hasta el franquismo la situación fue diferente, pues la financiación de los organismos autónomos y de las subvenciones e inversiones fuera del presupuesto del Estado se hicieron a través de las deudas especiales y no con emisiones de «deuda del Estado»; además, las deudas especiales nunca alcanzaron los altos porcentajes que experimentaron en la autarquía (gráfico 6). Comín (1987, 1988 y 1996b).

8. En este artículo no se estudian las deudas locales, sino la deuda del Estado, que incluía la propia deuda denominada «del Estado» (que era la consolidada o a largo plazo, compuesta por la deuda perpetua y la amortizable) y la deuda del Tesoro, que es la deuda flotante o a corto plazo, pues legalmente tiene que amortizarse dentro del ejercicio presupuestario, generalmente en seis meses, un año o, como mucho, en año y medio. Las deudas especiales también forman parte de la deuda del Estado, por cuanto son títulos emitidos por organismos autónomos o empresas públicas que tienen el aval del Estado; durante el franquismo, la novedad fue que el Estado avaló también deuda emitida por empresas públicas y privadas, que tuvieron, por tanto, la consideración del deuda del Estado.

9. Hasta entonces fueron contadas y excepcionales las deudas del Estado de este tipo afectadas a inversiones fuera del presupuesto ordinario del Estado, destacando las obligaciones de carreteras y ferrocarriles de mediados del siglo XIX, que se emitieron dentro de los presupuestos extraordinarios de obras públicas aprobados por las Cortes. Esto también sucedió durante el presupuesto extraordinario de Calvo Sotelo en la dictadura de Primo de Rivera. Por su parte, la deuda de cultura emitida por la Segunda República se destinó a financiar gastos en educación, que fueron incluidos dentro del presupuesto ordinario del Estado. Antes del franquismo nunca se había emitido deuda del Estado para financiar organismos autónomos o empresas públicas, ni deuda del Tesoro para financiar inversión. Véase Comín (1988), vol. I, pp. 404-411, y vol. II, pp. 979-1009.

10. Aquí está el precedente de la deuda ferroviaria, emitida para financiar las subvenciones a las empresas concesionarias de ferrocarriles; Comín (1988), vol. I, pp. 371-383, y Comín, Martín Aceña, Muñoz y Vidal (1998).

la retórica nacionalista de la autarquía; a pesar de ello, en este periodo se emitió deuda exterior para conseguir divisas, financiar los atrasos de guerra e importar alimentos y bienes de inversión. El recurso a los créditos exteriores en la década de 1960 ya estuvo más en sintonía con la apertura al exterior y la financiación de los planes de desarrollo. Cada una de estas heterodoxias o contradicciones de la política de endeudamiento del franquismo se analiza en los apartados de esta primera sección.

### *La cuestionable legalidad de las emisiones*

En primer lugar, en los aspectos constitucionales, los gobiernos franquistas no respetaron los mandatos de la ley de contabilidad pública (de 1911) vigente sobre la necesidad de aprobar las emisiones máximas en los presupuestos del Estado; para autorizar las sucesivas emisiones de deuda, que carecían de la necesaria previsión anual en el presupuesto, se recurrió con excesiva frecuencia a los decretos ley, establecidos por la legislación franquista, por lo que proliferaron las distintas emisiones de un mismo título y las ampliaciones de las mismas, incluso en ejercicios distintos posteriores al de la emisión inicial; también predominaron las legalmente dudosas autorizaciones genéricas de emisiones de deuda, dando libertad al ministro de Hacienda para fijar las características, el volumen y el momento de las emisiones. Las leyes presupuestarias de los gobiernos de Franco concedían, en todo caso, autorizaciones muy abiertas al ministro de Hacienda para la emisión de deuda pública, sin especificar muchas veces si se autorizaba la emisión de deuda del Tesoro o del Estado, ni de qué títulos, y en algunos casos, sin fijar siquiera la cantidad, o el límite máximo, ni el momento ni las características de los títulos. Esto dejaba un amplio margen para la arbitrariedad de las decisiones del ministro de Hacienda. En todo caso, las Cortes no controlaron, como era preceptivo, las emisiones de deuda durante el franquismo; se limitaban a ratificar, en el mejor de los casos, los decretos-ley aprobados por el gobierno.

Por tanto, en la autarquía (que en este campo de la deuda pública se prolonga hasta 1964, cuando ocurrió la salida de Navarro Rubio del Ministerio de Hacienda),<sup>11</sup> no había ninguna previsión anual de las emisiones de deuda; de ahí, las continuas «ampliaciones» de las emisiones abiertas, que se hacían por decreto o decreto ley, sin recurrir a la autorización previa de las Cortes. En realidad, las emisiones de deuda no procedían, como es lo normal en un régimen constitucional, del proyecto de presupuestos generales del Estado pre-

11. Sobre las distintas definiciones temporales de la autarquía, según el instrumento de política económica que se considere, véase Comín y Martorell (2013), pp. 20-22. El Plan de Estabilización supuso el fin de la autarquía exterior, pero no el cambio de la política fiscal autárquica (que acabó con el cese de Navarro Rubio en 1964) y de la empresa pública (que acabó con el cese de Suanzes en 1963); Martín Aceña y Comín (1991), pp. 294-304.

sentado por el ministro de Hacienda a las Cortes, sino que respondían a la presión ejercida por los distintos ministros ante Franco o el propio ministro de Hacienda. A iniciativa propia, los ministros sectoriales solicitaban aumentos del gasto presupuestario del Estado o, preferentemente, de las dotaciones para los organismos autónomos que dependían de sus ministerios, que se hacían directamente con emisiones de deuda pública afectadas a los mismos, sin reflejo en el presupuesto anual del Estado. Cuando los organismos autónomos y los distintos ministerios pedían más dinero y el ministro de Hacienda accedía a concederlo, se aumentaban sobre la marcha, en cualquier momento del ejercicio, los gastos presupuestarios previstos en la ley anual (como ampliaciones y suplementos de créditos o como créditos extraordinarios) o directamente las dotaciones de los organismos autónomos, generalmente por decreto, que se financiaban mediante una nueva emisión o una ampliación de una emisión previa realizada *ad hoc* para financiarlos. Esta financiación de los organismos autónomos a través de la deuda pública emitida directamente por el Estado se añadía a los fondos obtenidos directamente por aquellos, dada la capacidad de los organismos autónomos de emitir deudas especiales, que no eran deudas del Estado sino avaladas por el mismo, pues durante la autarquía se generalizó la autorización a estos organismos para emitir dichas deudas especiales avaladas por el Estado.<sup>12</sup>

*Las emisiones superaron amplia y permanentemente el déficit presupuestario del Estado*

Durante el franquismo, las emisiones de deuda pública superaron los déficits presupuestarios del Estado con mayor amplitud, cuantitativa y temporal, que en los periodos previos.<sup>13</sup> En realidad, el aparente equilibrio presupuestario de los gobiernos de Franco desde 1958, una vez que se aprobó el «presupuesto único» añadiendo a los Presupuestos Generales del Estado el Presupuesto Letra C, que englobaba a los organismos autónomos, pudo mantenerse porque se emitieron enormes cantidades de deuda pública (cédulas para inversiones) que financiaron amplios volúmenes de gastos fuera de los Presupuestos del Estado (que ya incluían los organismos autónomos del Estado en aquella letra C), de las empresas públicas e, incluso, de las empresas privadas privilegiadas por el «crédito oficial».<sup>14</sup>

En conjunto, entre 1939 y 1975, los gobiernos de Franco emitieron un volumen de deuda que fue 12,5 veces superior a la necesaria para cubrir los dé-

12. Véase Comín (2015).

13. Comín (1988).

14. Comín (2008).

ficits nets acumulados del Estado (gráfico 1).<sup>15</sup> No obstante, a simple vista, se distinguen tres etapas. Primera, hasta 1946 las emisiones de deuda pública fueron inferiores al déficit presupuestario del Estado (salvo en 1940 y 1942), porque los déficits causados por los atrasos de guerra se financiaron desde el Banco de España, hasta que sus anticipos se consolidaron en deuda del Estado en 1942 y, definitivamente, en 1947.<sup>16</sup> La segunda etapa comprende desde 1947 hasta 1959; en ella, las emisiones de deuda pública superaron ampliamente los déficits presupuestarios del Estado: de hecho, en 1947, las emisiones de deuda cuadruplicaron la cuantía del déficit, aumentando luego, progresivamente, los múltiplos durante la autarquía. Dicho múltiplo fue muy variable, con estos valores extremos: 6,4 veces en 1950 y 486 veces en 1954. Las menores emisiones de 1958 y 1959 (gráfico 8) tienen su explicación en que Navarro Rubio utilizó para financiar al Estado los recursos acumulados por la banca oficial.<sup>17</sup> Esa desproporción en la emisión de deuda pública, desconocida hasta entonces en España,<sup>18</sup> se amplió todavía más desde 1960, en la tercera etapa. En efecto, tras el plan de estabilización de 1959, se emitieron enormes cantidades de deuda pública incluso en los ejercicios que se cerraron con superávits presupuestarios, entre 1961 y 1965. En 1966, las deudas del Estado emitidas fueron 20 veces el déficit del Estado y en 1968, 17 veces. Sorprendentemente, estos múltiplos aumentaron en el ocaso del franquismo, siendo las deudas del Estado emitidas 23 veces el tamaño del déficit del Estado en 1972 y nada menos que 113 veces en 1973. Este abismo entre las emisiones y el déficit del Estado queda reflejado en el gráfico 1.

15. Los gráficos 1, 3, 4, 5 y 7 utilizan unas estimaciones nuevas de emisiones de deuda pública que son el resultado de mi selección, cálculo y elaboración a partir de la información dispersa y no seriada contenida en los decretos y decretos-leyes de las sucesivas emisiones, que afortunadamente están recopilados en Fernández Acha (1976), pp. 75-526. Los datos de deuda pública en circulación de los gráficos 1 y 2, y los que me han servido para calcular los porcentajes del gráfico 6 y las ratios de los gráficos 10 y 11 proceden directamente de las series de deuda viva proporcionadas por Fernández Acha (1976). Las cifras de ingresos, gastos públicos y déficits presupuestarios de los gráficos 1, 8, 9, 11 y 12 proceden de Comín y Díaz (2005). Los tipos de interés legales del gráfico 13 son de Martín Aceña y Pons (2005). Las series de PIB y precios utilizadas para calcular las series de los gráficos 8, 9, 10 y 14 son de Prados de la Escosura (2003).

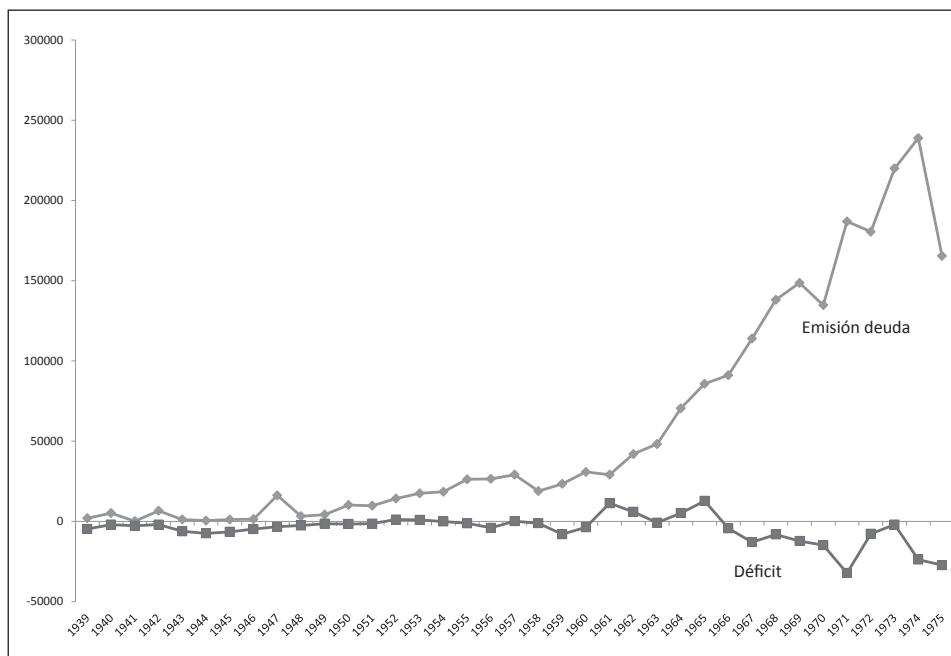
16. Comín y Matorell (2013), pp. 213-217 y 516-524.

17. Navarro Rubio (1991), pp. 102-105, confiesa que, en 1957, se encontró con un «verdadero regalo» procedente de la banca oficial: la enorme cantidad de bonos (hipotecarios, de crédito a la construcción, de crédito industrial) que los bancos oficiales habían emitido por su cuenta y que tenían depositada en «bancos privados». El ministro transfirió esos fondos a una «cuenta del Banco de España», con los que creó un «fondo de maniobra para cubrir por completo casi todas las necesidades crediticias oficiales» de 1958 y 1959.

18. Para las fases previas, véase Comín (1988), vol. I, pp. 383-403, y vol. II, pp. 645-667 y 870-893.



**GRÁFICO 1** • Saldo presupuestario del Estado y emisión de Deuda pública  
(Millones pesetas corrientes)



Esto ocurrió porque los ministros de Hacienda de Franco abusaron de la emisión de deudas del Estado finalistas, cuyos ingresos estaban afectados a la financiación de ciertos organismos autónomos, bajo la tutela de otros ministerios, distintos del Ministerio de Hacienda, cuya financiación escapó al control de este ministerio hasta 1957, cuando llegó Navarro Rubio al mismo. Esos mismos organismos autónomos también emitieron una amplia cuantía de deudas especiales, que no dejaban rastro en los presupuestos del Estado, porque el Ministerio de Hacienda solo avalaba dichas deudas. Para evitar el descontrol de la fase autárquica previa, desde 1958, Navarro Rubio, dentro de su programa de crear un «presupuesto único» del Estado y sus organismos autónomos, cambió el sistema de financiar a los «organismos inversores». A partir de entonces, el Ministerio de Hacienda pudo controlar todas las emisiones de deuda pública, con la creación de un título de la deuda totalmente nuevo: las cédulas para inversiones que sirvieron para financiar a la banca oficial, encargada de distribuir los créditos privilegiados<sup>19</sup> para financiar in-

19. En efecto, Navarro Rubio suprimió «la potestad de emisión de deuda particular de los bancos oficiales» y la sustituyó por la emisión de las cédulas para inversiones «globalizadas para todos ellos» que lanzaba el Instituto de Crédito a Medio y Largo Plazo. Navarro Rubio (1991), pp. 102-105.



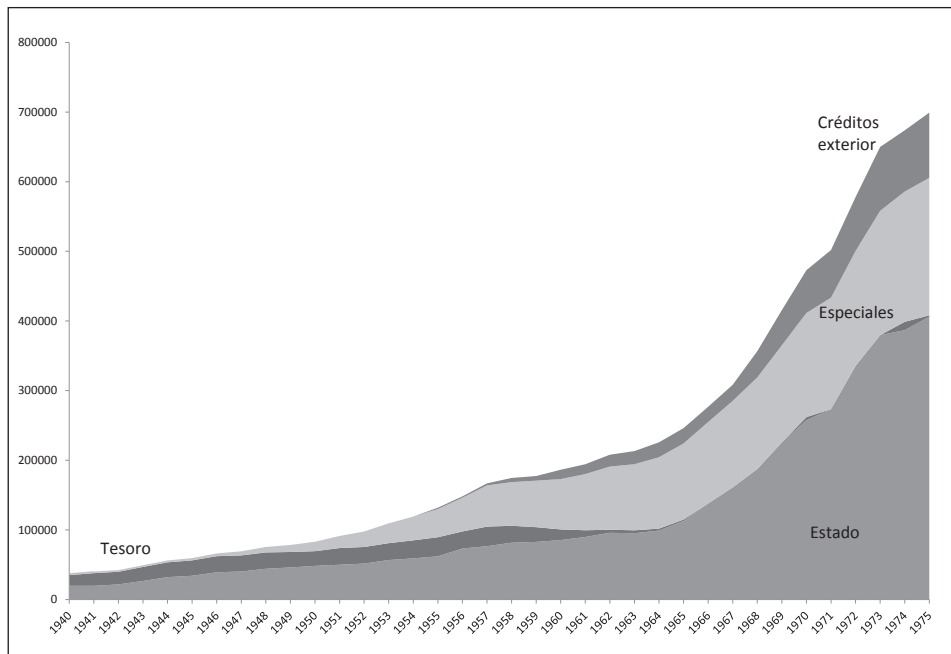
versiones de organismos públicos, empresas públicas y empresas privadas. Estas emisiones de las nuevas deudas finalistas (las cédulas para inversiones) revelaban que el Estado franquista, como tenía una «Hacienda exhausta», sin recursos fiscales, por el atraso del sistema tributario y por la permisividad del fraude fiscal,<sup>20</sup> lo pagaba todo con nuevas emisiones de títulos de la deuda: no solo el déficit del Estado, sino también las subvenciones a los organismos autónomos, las obras públicas previstas en los planes de desarrollo, las nacionalizaciones de empresas privadas y la devolución de las deudas que vencían, mediante su conversión y consolidación en deuda nueva. Es sintomático que en el franquismo no se amortizase prácticamente ninguna cantidad de deuda pública (en realidad, deuda soberana, pues el emisor o avalista era el Estado; en estas series no se incluyen las deudas locales), por lo que su valor nominal no dejó de aumentar. Esto explica que el nominal de la deuda en circulación aumentase ininterrumpidamente durante el franquismo, mucho más rápidamente en términos corrientes desde 1965, por el gran crecimiento de la deuda del Estado, concretamente, como veremos, de las cédulas para inversión (gráfico 2). Hasta ese año, habían crecido más las deudas especiales, hasta casi igualarse en términos corrientes con la propia deuda del Estado. Desde 1967, también creció más rápidamente el nominal de los créditos del exterior. Por el contrario, a partir de 1958, el nominal de la deuda del Tesoro cayó, hasta prácticamente desaparecer desde 1965. Como veremos, en algunos ejercicios destacaron las emisiones para conversiones de deuda antigua que vencía, pero estas eran las únicas que no aumentaban la deuda en circulación. Las emisiones que aumentaban la deuda en circulación se hacían generalmente para financiar inversiones o el crédito privilegiado y las subvenciones, más que para financiar los déficits del Estado. Esta fue la principal fuerza de creación de deuda durante el franquismo. Todo ello explica, en definitiva, que las emisiones de deuda superaran ampliamente el déficit presupuestario del Estado.

En consecuencia, una característica de la gestión de la deuda pública durante el franquismo fue la enorme importancia concedida a la «deuda finalista», emitida no para financiar el déficit del Estado, sino específicamente para financiar distintos objetivos: las conversiones de la deuda y, sobre todo, la inversión pública, no solo del Estado, sino fundamentalmente de los organismos autónomos y del INI.<sup>21</sup> En efecto, en cuanto al destino dado a los fondos obtenidos por las emisiones de deudas (gráfico 3), la relevancia de la deuda finalista para inversiones se aprecia en que supuso el 68% de todas las emisiones del periodo 1940-1975. También se distinguen tres fases en este cuadro. En la fase inicial, fue mayor la emisión de deuda para financiar el déficit presupuestario, el destino normal de las emisiones en las Haciendas moder-

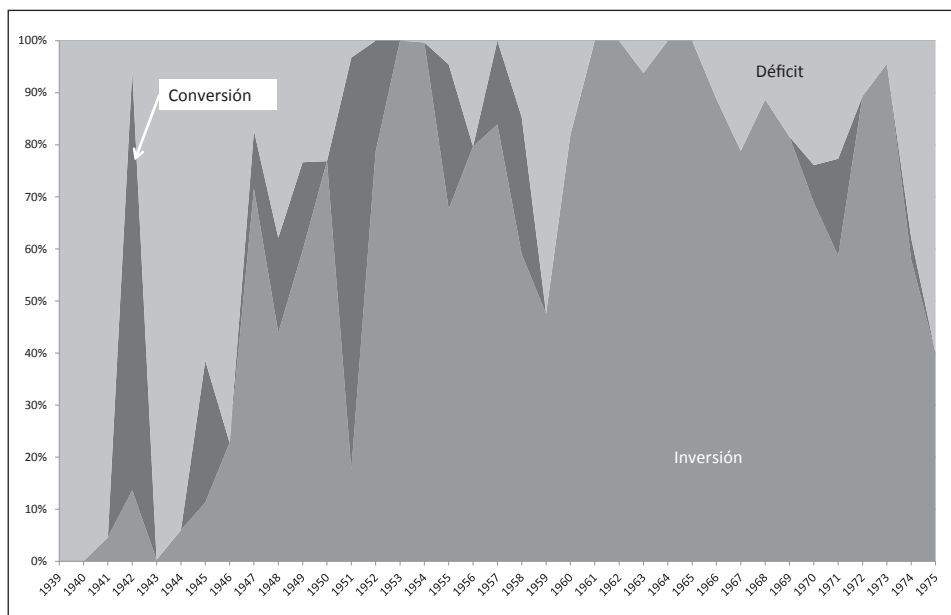
20. Véanse Fuentes Quintana (1991) y Comín (2007).

21. Para estas deudas, véase Fernández Acha (1976), pp. 410-432.

**GRÁFICO 2** - Deuda pública en circulación (Millones de pesetas corrientes)



**GRÁFICO 3** - Estructura finalista de las emisiones de deuda pública (Porcentajes)

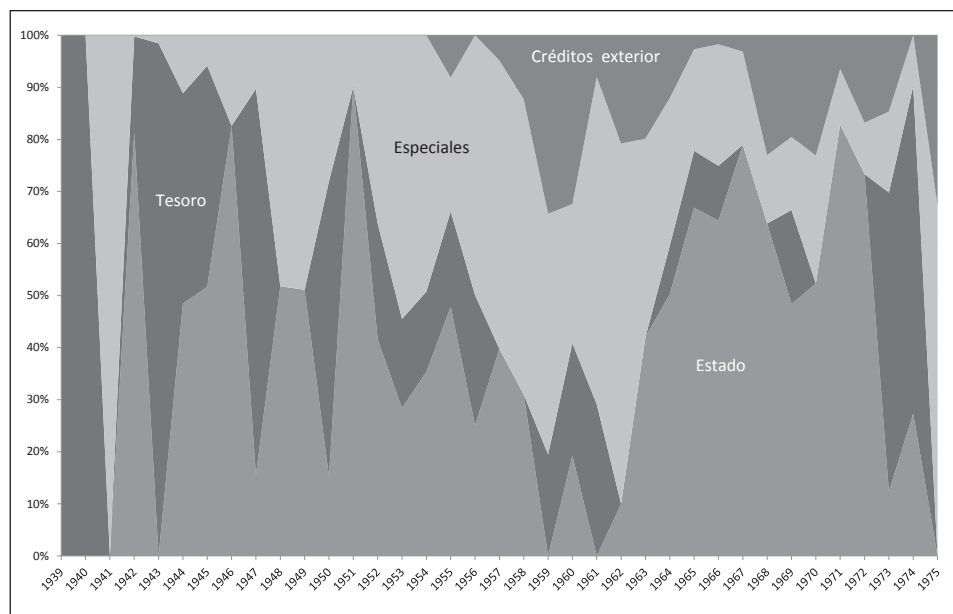


nas, ocasionado por los atrasos de guerra, siendo las emisiones para inversiones «solamente» el 30%.<sup>22</sup> En el periodo central, entre 1947 y 1972, las emisiones para inversión supusieron el 81,9% de las emisiones de deuda pública. En el ocaso del franquismo, las emisiones para inversiones supusieron casi el 60%, siendo el resto destinado a financiar el déficit. Finalmente, la emisión para conversiones de la deuda fue importante en los ejercicios en los que hubo algún arreglo de la deuda, como sucedió en 1942, 1945 y 1971.

### *La avalancha de nuevos tipos de deuda pública*

En la estructura institucional de la deuda se distinguen las tres fases características del franquismo, ya mencionadas. En las dos fases terminales (en la inicial y la del ocaso) del régimen franquista, predominaron las emisiones de deuda del Tesoro (gráfico 4). En efecto, en la década de 1940, las emisiones de tesoros supusieron entre el 40 y el 100% del total (salvo en los años 1941, 1946, 1948 y 1949); en el ocaso, en 1973 y 1974, los tesoros emitidos fueron el 60% del total. Por el contrario, en la fase central del franquismo, comprendida entre 1951 y 1972, el porcentaje de los tesoros emitidos cayó considerable-

**GRÁFICO 4** - Emisiones de deuda pública (Porcentajes sobre el total)



22. Franco financió la Guerra Civil con anticipos del Banco de España y diversas suscripciones patrióticas, así como con la ayuda exterior y el aplazamiento de los pagos a los acreedores del Estado por suministros bélicos y los tenedores de títulos públicos, sin que se formalizaran estos atrasos en nuevos títulos de la deuda; Comín y Martorell (2013), pp. 142-145.

mente, con porcentajes entre el 9 y el 22% en los años en los que había emisiones;<sup>23</sup> esto se debió al predominio de las emisiones de las deudas consolidadas del Estado, de las especiales y, desde 1958, de los créditos del exterior.

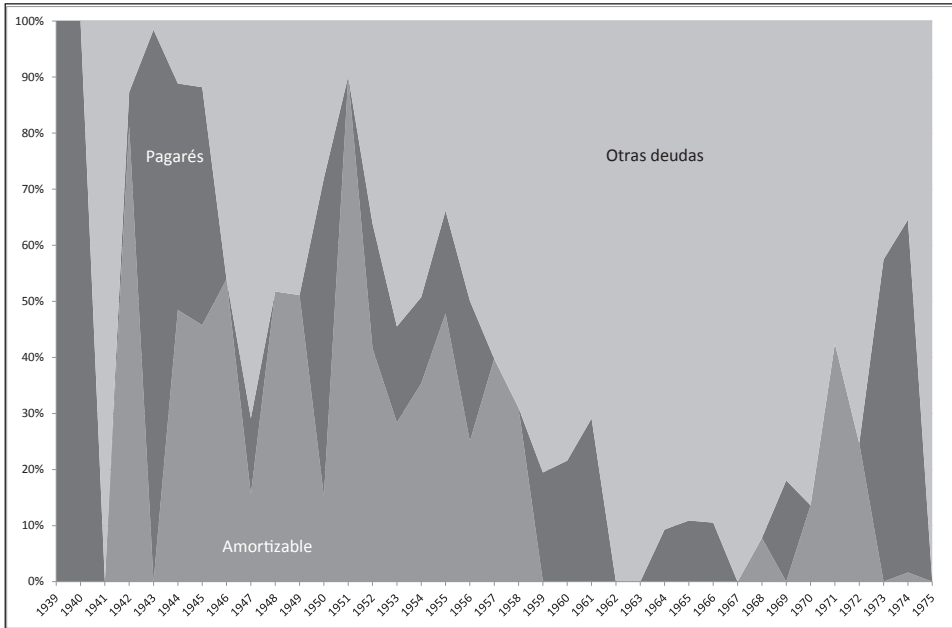
En esta fase central, desde 1951, por lo tanto, la estructura institucional de las emisiones se decantó hacia los nuevos tipos de deuda consolidada, que rompían, más abiertamente que hasta entonces, con la ortodoxia de la gestión responsable de la deuda. Una característica de la autarquía fue que los ministerios que tutelaban organismos autónomos recurrieron abiertamente a la emisión de deudas especiales (gráfico 4), que no eran controladas por el Ministerio de Hacienda, que solo tenía bajo su jurisdicción las deudas del Tesoro y las del Estado, en sentido estricto; y ni siquiera todas estas, como veremos. Otra característica adicional fue que, junto a esas deudas especiales, desde la Guerra Civil proliferaron las emisiones de deuda del Estado (y también del Tesoro) por parte del Ministerio de Hacienda, cuyos títulos, bien directamente o bien los ingresos proporcionados por su emisión, eran cedidos o canalizados hacia aquellos mismos organismos autónomos, durante la autarquía, y hacia la banca oficial, a partir de 1960 (las cédulas para inversiones, que eran formalmente deuda del Estado). Esto se aprecia mejor en el crecimiento de las emisiones de las que he denominado «Otras deudas» (gráfico 5), que contrasta con la caída de las emisiones de los tradicionales Pagarés del Tesoro y de la deuda Amortizable del Estado.<sup>24</sup> El predominio de estos nuevos tipos de deuda revela la mayor heterodoxia en la gestión de la deuda de los gobiernos de Franco, por cuanto todas ellas eran deudas finalistas. El gráfico 5, por tanto, revela que el rasgo más característico del régimen franquista fue que las emisiones de las tradicionales deudas amortizables del Estado<sup>25</sup> y las deudas del Tesoro dejaron, a partir de 1946, el protagonismo a las «Otras deudas» que, en el periodo 1958-1970, sobrepasaron el 40% de las emisiones.

La relevancia de las «nuevas deudas» fue adquirida por las amplias emisiones de dos tipos diferentes de deuda: en la autarquía predominaron las emisiones de deudas especiales mientras que después de 1960 se impusieron las cédulas para inversiones. Desde esta perspectiva, por tanto, se distinguen dos fases en la evolución de la gestión de la deuda en el franquismo. En la autarquía (de hecho, entre 1948 y 1966), las deudas especiales supusieron una

23. Por ello, la deuda del Tesoro en circulación disminuyó a solo dos millardos en 1965, e incluso desapareció de la circulación entre 1966 y 1973. Esto quiere decir que, acabada la autarquía, la deuda del Tesoro recuperó su papel de deuda flotante, dirigida a financiar los desajustes de tesorería dentro del ejercicio presupuestario, lo que implicó su reducción. Esto explica que el porcentaje de la deuda del Tesoro en circulación cayese desde 1942 por el mayor crecimiento de las otras deudas (gráfico 5). Para mayor detalle, véase Comín (2015).

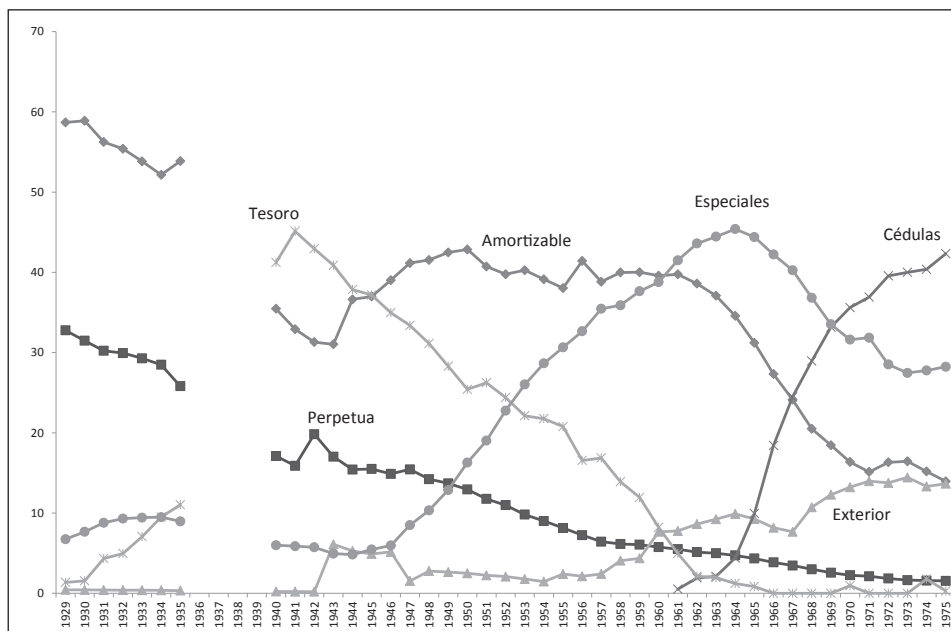
24. Estas «otras deudas» son la suma de las emisiones de las deudas especiales, las cédulas para inversiones, que estaban dentro de la deuda del Estado, y los créditos del exterior.

25. En el franquismo ya no se emitió deuda perpetua; para la estructura institucional de los periodos previos, véase Comín (1988 y 2012).

**GRÁFICO 5** • Emisiones de deudas (Porcentaje en las totales del Estado)

fuente relevante de la financiación oficial del franquismo, con porcentajes que variaron entre el 23 y el 69% de todas las emisiones públicas, siendo su decenio prodigioso el de 1952-1962. En consecuencia, durante la autarquía destacó el crecimiento relativo de las deudas especiales en circulación, que pasaron del 4,8% al 45,4% de la deuda total en circulación entre 1944 y 1964 (gráfico 6), desplazando en importancia cuantitativa a los pagarés del Tesoro, cuyo porcentaje disminuyó a partir de 1942. En el segundo periodo (1963-1972), por el contrario, sobresalieron las emisiones de cédulas para inversiones, que estuvieron entre el 37 y 78% del total de las emisiones de deuda pública del periodo. Las cédulas para inversiones en circulación, por lo tanto, quitaron el protagonismo a las deudas especiales y las amortizables, cuyo peso decayó en este periodo. Aunque las deudas especiales en circulación siguieron creciendo tras 1963, su peso en el total cayó al 28,2% en 1975 porque las cédulas para inversión crecieron más en el franquismo tardío, pasando del 0,5% al 42,3% de la deuda en circulación entre 1961 y 1975, siendo la deuda más voluminosa desde 1970 (gráfico 6). Estas cédulas para inversiones eran una especie de engendro legal, pues eran emitidas por el Estado, pero las cargas de la misma no correspondían al presupuesto. Como en otros campos de la política económica del franquismo, en la gestión de la deuda pública predominó el arbitramento, la descentralización de las decisiones fuera del Ministerio de Hacienda y la ausencia de criterios económicos.

**GRÁFICO 6 • Deuda pública en circulación (Porcentajes sobre el total)**



### *La desnaturalización de la deuda flotante*

La estructura de la deuda por plazos tiene relevancia porque durante la posguerra el abuso de las emisiones de la deuda a corto plazo (flotante o del Tesoro) aumentó el riesgo y, en todo caso, agravó el problema de la deuda. La abusiva emisión de los tesoros fue cuantitativa, pues se emitieron demasiados, y también legal, pues no se respetaron las normas que establecen la distinción entre deuda flotante y deuda consolidada. La deuda flotante sirve para financiar los desfases de tesorería del Estado dentro de un ejercicio presupuestario. Pero durante algunas fases del franquismo, la deuda flotante se emitió en grandes cantidades para financiar gastos presupuestarios, ya fuesen inversiones o gastos corrientes, lo cual significa su desnaturalización. Los gobiernos franquistas emitieron deuda flotante para financiar gastos permanentes, porque el régimen no tenía otra opción, ya que no podía recurrir a los empréstitos exteriores, y porque era más barata que la deuda a largo plazo. El franquismo abusó de la emisión de deuda a corto plazo, particularmente al principio y al final del régimen (gráficos 4 y 5). Es decir, el Ministerio de Hacienda recurrió a los pagarés del Tesoro, precisamente, cuando tuvo mayores problemas para financiarse, por la incertidumbre sobre la consolidación del régimen, en la posguerra, y sobre su supervivencia en el ocaso de la dictadura. La incertidumbre política aumentó el riesgo de impago, en caso de colapso del régimen,

por lo que era imposible financiarse a largo plazo. En aquellas situaciones críticas, Franco no tuvo otra opción que endeudarse a corto plazo. En efecto, durante la Guerra Civil y la posguerra, la Hacienda abusó de la emisión de deuda flotante, llegando al 45% del total en 1941. Este alto porcentaje de deuda flotante revela cierta crisis de la deuda, solucionada por la consolidación de Larraz.<sup>26</sup>

A pesar de esas amplias emisiones en el primer franquismo, el porcentaje que la deuda del Tesoro suponía en la deuda total en circulación no dejó de disminuir desde 1942 hasta la práctica desaparición en 1966 (gráfico 6). La explicación está, por un lado, en las mayores emisiones de otras deudas y, por otro, en la consolidación de la deuda flotante en amortizable. Las altas emisiones del franquismo tardío solo aumentaron el peso de los bonos y pagarés del Tesoro al 1,8% en 1974. Este es un porcentaje normal que revelaba el papel ortodoxo que en el ocaso del franquismo se concedió a la deuda flotante, como instrumento de la política monetaria.<sup>27</sup>

### *El recurso a la deuda pública para inversiones al margen del Presupuesto del Estado*

Los gobiernos de Franco utilizaron la deuda pública para financiar inversiones del Estado y de los organismos autónomos no recogidas en las previsiones presupuestarias. En algunas ocasiones, esa deuda pública se destinó a financiar ampliaciones de créditos o créditos extraordinarios del presupuesto del Estado, pero en la mayor parte de los casos, la deuda se destinó a financiar actividades fuera del mismo, realizadas por los organismos autónomos y los bancos oficiales, nacionalizados en 1962. A este respecto, se distinguen los dos periodos clásicos del franquismo. En el primero de la autarquía, que llegó hasta 1957, los organismos autónomos tuvieron, por un lado, autonomía para emitir su propia deuda, avalada por el Estado (las deudas especiales), y adicionalmente, por otro, recibieron muchos fondos procedentes de la emisión de deudas del Tesoro y del Estado con el objetivo finalista, marcado en los decretos de emisión de las mismas, de aportarles fondos. Desde el año siguiente, los organismos autónomos perdieron la capacidad de emitir sus propias deudas, y a partir de 1960, el Ministerio de Hacienda emitió todas las deudas del Estado, incluyendo las enormes emisiones de cédulas para inversiones, con las que se financió desde entonces la banca oficial.<sup>28</sup> Estas cédulas para inversiones fueron, en realidad, empréstitos forzosos que suponían

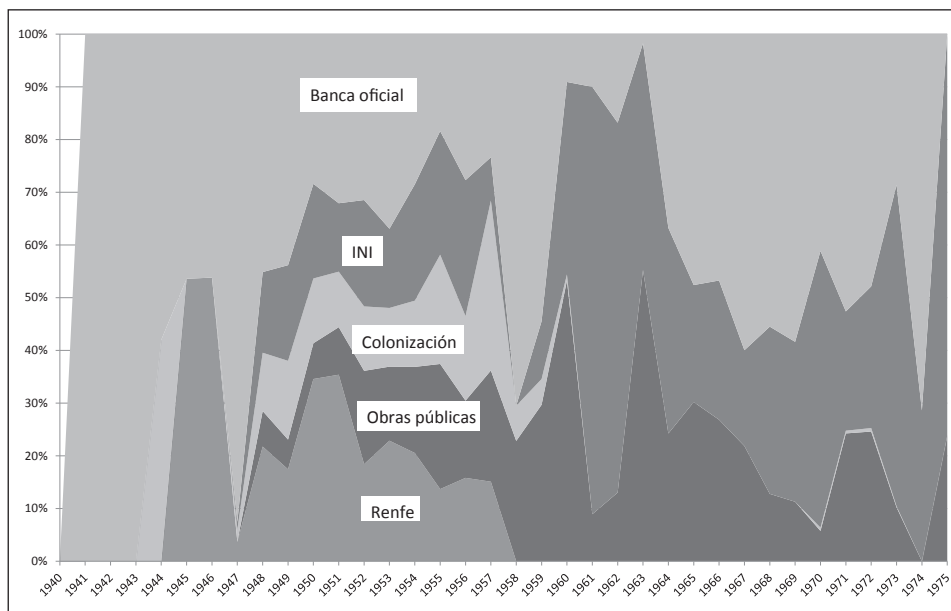
26. Comín y Martorell (2013), pp. 213-216.

27. Cuevas y Comín (2014).

28. Las empresas públicas, como el INI, sí que pudieron emitir deudas propias, que eran especiales, pues estaban avaladas por el Estado.



**GRÁFICO 7** • Destino de la Deuda emitida para inversión (Porcentaje en total)



una represión financiera, pues se colocaban obligatoriamente a las instituciones financieras, básicamente los bancos y las cajas de ahorros. Los ingresos obtenidos estaban afectados a proporcionar recursos ajenos a los bancos oficiales, con el fin de que distribuyeran el crédito privilegiado, subvencionado, previsto en los planes de inversión pública y privada determinados por el Ministerio de Hacienda hasta 1963, y por la Comisaria del Plan de Desarrollo desde 1964. Los ministros de Franco, empezando por Navarro Rubio (1991), pensaron que habían conseguido «la cuadratura del círculo» de promover el crecimiento y la inversión pública y privada sin aumentar el déficit, basándose en el «crédito». Y, en efecto, estas cédulas para inversiones no se registraban en los presupuestos del Estado.

En el gráfico 7 se desglosan los destinos institucionales a los que se afectaron las emisiones para inversión (del gráfico 3). Considerando globalmente todo el franquismo, las emisiones destinadas al INI alcanzaron el 31,7% de todas las emisiones de deuda para inversión; la banca se llevó el 44,2%, y las inversiones dentro del presupuesto del Estado (genéricas, obras públicas e hidráulicas), solo el 18,6%. Los ferrocarriles y los institutos nacionales recibieron en conjunto menos porcentajes en todo el periodo franquista. Pero considerando la evolución, la importancia de esas partidas varió en las distintas fases.

En la posguerra, las emisiones para inversiones fueron destinadas preferentemente a la banca oficial y a Renfe. Por un lado, entre 1940 y 1949, las

deudas emitidas para la banca oficial supusieron una media anual del 70,2% del total de las emisiones para inversión, aunque el porcentaje está magnificado por el pagaré de deuda especial entregado al Banco de España por las deudas de guerra.<sup>29</sup> Por otro lado, en la posguerra destacaron también las deudas emitidas para financiar la nacionalización de Renfe, que fueron el 28,2% del total entre 1944 y 1954.

En una segunda fase, entre 1949 y 1963, fueron los organismos autónomos (Institutos Nacionales de Colonización y Vivienda y el Patrimonio Forestal del Estado y, sobre todo, el INI) y la propia inversión del Estado los que se llevaron la mayor parte de la deuda para inversiones. Primero, entre 1948 y 1957, adquirió importancia la deuda emitida para financiar los organismos autónomos: los Institutos Nacionales de Colonización y Vivienda y el Patrimonio Forestal del Estado, que recibieron el 15,4% de las emisiones para inversiones;<sup>30</sup> mención aparte merece el INI que recibió el 19%.<sup>31</sup> Segundo, desde 1948 crecieron las emisiones de deuda para obras públicas del Estado, adquiriendo una media del 23,7% de las emisiones para inversión entre 1952 y 1963; porcentaje que sería muy superior si se excluyeran los años 1961 y 1962, cuando las emisiones para obras públicas cayeron al 11%, debido a las restricciones del plan de estabilización.

En la tercera etapa, de los planes de desarrollo entre 1965 y 1974, renació la relevancia de las emisiones de deuda para inversiones destinadas a la banca y al INI. La media de las emisiones para la banca creció al 51% de las emisiones para inversiones. Por el contrario, prácticamente desaparecieron las emisiones para los organismos autónomos (Institutos Nacionales de Colonización y Vivienda y el Patrimonio Forestal del Estado), salvo las pequeñas emisiones para el Instituto Nacional de la Vivienda de 1970-1973. Esta es una prueba de que los institutos nacionales privilegiados por las emisiones de deuda durante la autarquía fueron relegados, marcando el fin de la política de deuda autárquica. La excepción fueron las emisiones de deuda del Estado y deudas especiales para financiar al INI que se recuperaron rápidamente desde 1959, tras su desaparición en 1958, pero ahora emitidas directamente por el INI con el aval del Estado, como deudas especiales. De hecho, las emisiones para financiar al INI y sus empresas alcanzaron el 53,9% de las emisiones para inversión entre 1960 y 1964. Tras caer algo, se recuperaron entre 1968 y

29. Comín y Martorell (2013), pp. 516-525.

30. Desglosando las emisiones destinadas a estos organismos autónomos, se advierte que, inicialmente, las emisiones para el INC y el INV fueron más o menos equivalentes, con un 5% para cada instituto entre 1948 y 1954; y el PFE recibió en torno al 2,5% de las deudas emitidas. En 1944 el INC recibió el 44% de todas las emisiones. Por el contrario, entre 1955 y 1957 fue el INV el que recibió mayores cantidades de emisiones de deuda, pasando del 15% al 26% entre esos años, para desplomarse en 1958.

31. Martín Aceña y Comín (1991), pp. 265-272.

1975, cuando el INI recibió el 41,2% de las deudas emitidas para inversiones.<sup>32</sup> Paradójicamente, durante los planes de desarrollo cayó la importancia de las deudas públicas emitidas para financiar inversiones dentro del presupuesto del Estado.<sup>33</sup> Entre 1964 y 1973, las emisiones para las obras públicas del presupuesto fueron el 19,2% de las emisiones para inversión; cifra inferior a la fase previa.<sup>34</sup> Las posiciones perdidas por las deudas para inversiones presupuestarias en la fase de los planes de desarrollo fueron ganadas, como ya he dicho, por las deudas asignadas a la banca oficial, que se destinaron a financiar inversiones privadas y concertadas, a través del crédito privilegiado y las acciones concertadas de los planes de desarrollo.<sup>35</sup>

### *El recurso a la deuda exterior para conseguir divisas*

El franquismo recurrió poco a la deuda externa en comparación con las amplias emisiones en el exterior del siglo XIX. No obstante, también en el recurso al crédito exterior se distinguen las dos etapas del franquismo: la autarquía y el periodo posterior a la apertura exterior desde 1959 (gráfico 4). En la posguerra, los gobiernos de Franco no recurrieron a la deuda exterior por la ideología autárquica de Franco; ni siquiera cuando el ministro de Hacienda Larraz propuso, y llegó a negociar, un empréstito exterior para financiar la reconstrucción económica tras la Guerra Civil.<sup>36</sup> También influyó, sin duda alguna, el miedo a que la escasez de divisas impidiera satisfacer los intereses y las amortizaciones de la deuda externa. Franco solo recurrió a la deuda exterior cuando no tuvo más remedio: por un lado, para financiar sus gastos de la Guerra Civil;<sup>37</sup> por otro, para comprar alimentos cuando los españoles es-

32. Esto se debió a que el INI cambió sus objetivos a partir de 1963, dejando de ser un instrumento de la política autárquica para pasar a cumplir un papel subsidiario frente al sector privado, además de la industrialización en los planes de desarrollo. Pero las nuevas funciones del INI, entre las que destacó ser un hospital de empresas privadas en quiebra, exigió una gran financiación facilitada por las emisiones de deuda del Estado. Martín Aceña y Comín (1991), pp. 305-356 y 418-431.

33. Es curioso que en las memorias de Laureano López Rodó correspondientes a la época del desarrollismo, el comisario de los Planes de Desarrollo no haga una sola mención a la deuda pública, como mecanismo de financiación de la inversión pública, que se reducía ante el aumento de los gastos corrientes y el estancamiento de la recaudación tributaria en 1968. Aunque, como se ve, finalmente, hubo de recurrir a ella, al no funcionar su estrategia, presentada a Franco, de aumentar los recursos del Estado mediante la lucha contra el fraude, descartando la realización de otra reforma tributaria. López Rodó (1991), vol. II, p. 361.

34. En el desglose de esas emisiones para obras públicas se advierte que hasta 1958, la deuda finalista se destinaba a financiar la construcción de carreteras, de obras hidráulicas y de otras obras públicas urgentes; por el contrario, desde 1958, las emisiones de la deuda finalista para inversiones ya se hicieron de manera genérica.

35. Para la inversión pública en los planes de desarrollo, véase Comín y Vallejo (2002).

36. Larraz (2006) y Comín y Martorell (2013).

37. En 1940, Larraz estimaba el endeudamiento de la economía española nacional durante la guerra en una «cifra inferior a 1.200 millones de pesetas oro, incluyendo la Deuda de

taban pasando hambre en la segunda mitad de la década de 1940, y, finalmente, para importar inputs imprescindibles para la industrialización, con la ayuda americana a principios de la década de 1950.

Por el contrario, en la década de 1960, los créditos del exterior adquirieron una relativa importancia para la financiación de los planes de desarrollo. El franquismo tardío recurrió a los créditos exteriores del BIRD, de bancos y empresas privadas alemanes y americanos para financiar la importación de bienes de capital. En general, se trató de préstamos institucionales, de gobiernos extranjeros y de organismos internacionales. En otros casos, los créditos exteriores fueron concedidos por empresas extranjeras para financiar sus inversiones directas en el país. Finalmente, Franco emitió deuda exterior para compensar a empresas extranjeras que fueron expropiadas por sus nacionalizaciones. Por todo ello, desde el plan de estabilización los créditos concedidos desde el exterior sobrepasaron el 20% del total de deudas emitidas (gráfico 4), frente a su irrelevancia durante la autarquía. Esto aumentó el peso de la deuda exterior en circulación dentro del total del 4,4% al 14,4% entre 1959 y 1973 (gráfico 6).

### **La deuda pública en circulación y su aniquilación mediante la inflación**

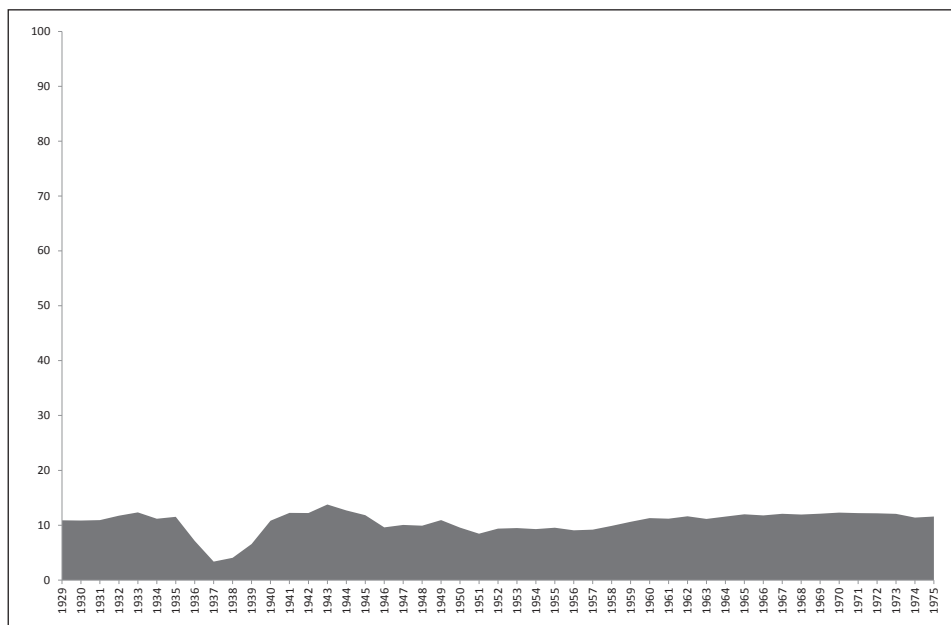
Como hemos visto, a falta de recaudación suficiente, el Estado pagaba sus compromisos, presupuestarios y extrapresupuestarios, con títulos procedentes de las emisiones de deuda pública. La explicación era la pobreza de la Hacienda, porque durante el franquismo no se realizó una reforma tributaria que modernizara el sistema fiscal, estableciendo impuestos cuya recaudación fuera elástica al crecimiento del PIB, ni una reforma que estableciera unos organismos de recaudación para acabar con el fraude fiscal.<sup>38</sup> El atraso fiscal, impidió que la recaudación aumentara más que proporcionalmente al PIB durante la década de 1960 (gráfico 8). De hecho, la presión fiscal del Estado cayó del 13,7% al 8,4% entre 1943 y 1951. Tras un estancamiento, la presión

---

la Hacienda y los créditos comerciales concertados por el Gobierno». Sobre la deuda exterior, véase Martín Aceña (2001), pp. 262-274, y Martín Aceña, Martínez, Martorell y Moreno (2001). Asimismo, Viñas (1979), pp. 234-235, Viñas (2003), García Pérez (1994), Comín (2002) y Ministerio de Hacienda (1940).

38. La resistencia de las clases dirigentes y empresariales del franquismo a la reforma tributaria, incluso en el ocaso del régimen, cuando se presentaron planes de reformas modernos, fue evidente. Obviamente, la negación de la reforma tributaria, la permisividad del fraude fiscal, y el recurso a la deuda pública para financiar la guerra y los planes de desarrollo tuvieron unos efectos redistributivos obvios, cuya cuantificación escapa a los objetivos de este trabajo. Puede afirmarse que la redistribución fue a favor de las rentas altas, al escapar a la tributación y en perjuicio de los trabajadores y ahorradores, pues las obras públicas y los seguros sociales se financiaron con las cotizaciones de los trabajadores y con las cuentas de ahorro pésimamente remuneradas debido a la represión financiera. Véanse Fuentes Quintana (1990) y Comín y Vallejo (2012).

**GRÁFICO 8** • *Presión fiscal: ingresos fiscales del Estado / PIB (Porcentajes)*



fiscal creció del 9,2% al 11,6% entre 1957 y 1962. En plena época de crecimiento económico la presión fiscal permaneció prácticamente estancada, pues en 1975 seguía siendo del 11,6%; un porcentaje, por cierto, inferior al de 1941. Por lo tanto, como mucho, el crecimiento de los ingresos fiscales creció en una proporción similar al PIB, en contra de lo que sucedió en las democracias europeas, donde en este periodo aumentó la presión fiscal.<sup>39</sup>

La insuficiencia de ingresos tributarios del franquismo fue escamoteada por la «presupuestación de control», mediante la cual los ministros de Hacienda limitaban el crecimiento de los gastos del presupuesto del Estado a los ingresos fiscales disponibles. Esta contención del gasto a los recursos tributarios impedía el surgimiento de déficits en los presupuestos del Estado.<sup>40</sup> Al no poder aumentar los gastos del Estado para financiar los planes de inversión para promover el crecimiento económico, por esa restricción presupuestaria, los ministros de Hacienda recurrieron a la emisión de deuda pública finalista para financiar las actividades inversoras que los organismos autónomos, las empresas públicas y los bancos oficiales realizaban o financiaban al margen del presupuesto del Estado.<sup>41</sup> Esa deuda pública fue colocada obligatoriamen-

39. Comín (1996a), pp. 205-224.

40. Gunther (1980).

41. La política social del régimen no era una prioridad, por lo que los gastos sociales del

te en el sistema financiero. De manera que mediante aquella represión financiera a los bancos y cajas de ahorros,<sup>42</sup> Franco aseguró la financiación, además barata, de aquellos organismos públicos y empresas privadas que, con sus inversiones subvencionadas, trataban de reemplazar la función de servicios económicos que no podían realizarse directamente desde el presupuesto del Estado, por la insuficiencia del sistema tributario y por la ideología hacendística liberal de los ministros de Hacienda que les impedía generar déficits presupuestarios.<sup>43</sup>

Los escasos ingresos fiscales impedían cumplir con las obligaciones de amortización de las deudas, porque, además, Franco tenía otras prioridades de gasto antes que honrar la deuda pública. Por ello, cuando vencían los diferentes títulos emitidos, el ministro de Hacienda procedía a consolidarlos si eran obligaciones del Tesoro y a convertirlos en bonos similares, si se trataba de deuda del Estado. De manera que la deuda pública, utilizada por Franco como moneda para pagar múltiples compromisos, nunca fue devuelta a los prestamistas durante la dictadura. De hecho, el franquismo no realizó ninguna amortización de deuda del Tesoro ni del Estado a su vencimiento; ni siquiera se amortizó la vieja deuda exterior que venía del siglo XIX. Solo se realizaban las pequeñas amortizaciones anuales por sorteo previstas en las condiciones de emisión y también las reducidas amortizaciones de los títulos cuyos tenedores no iban a las conversiones o consolidaciones de las deudas, pues, como legalmente eran voluntarias, tenían derecho al reintegro. En una dictadura es difícil deslindar cuándo las operaciones financieras con el Estado son, en realidad, voluntarias o son forzadas. Los tenedores podían pedir el reembolso, pero eran pocos los que lo hacían. Dadas las condiciones de las conversiones es probable que los inversores y los bancos se vieran compelidos en sus decisiones por la coacción abierta que se ejercía en la dictadura de Franco contra los comportamientos «antipatrióticos», como era negarse a financiar al Estado.<sup>44</sup> La pobreza de la Hacienda impedía devolver las deudas,

---

Estado fueron muy pequeños, sobre todo en comparación con las democracias europeas; Comín (1996a), pp. 50-156. En este caso, en España, la represión financiera también obligaba a las cajas de ahorros a financiar la obra social del régimen. Comín (2008), pp. 193-330, y Pons (2011), pp. 98-107.

42. A las cajas de ahorros y los bancos se les obligaba a mantener un coeficiente de inversión obligatoria en títulos públicos y privados «homologados» por el Ministerio de Hacienda y a conceder créditos privilegiados a tipos de interés inferiores a los «oficiales», que eran fijados por el gobierno. Pons (2011).

43. Comín y Martorell (2013), pp. 371-445. Para el contraste con la Europa democrática, véase Comín (2011). Incluso la periferia europea muestra un claro contraste con España, Conti y Della Torre (2015).

44. La represión política y las medidas complementarias tomadas por el Banco de España para favorecer los canjes (bajar los tipos oficiales para hacer más atractiva la operación) impedían considerar voluntarias estas conversiones o consolidaciones. Esto fue claro en la conversión de Larraz; Comín y Martorell (2013), pp. 213-218.

y las emisiones vencidas se prorrogaban, se convertían en deudas similares o quedaban consolidadas en deudas a más largo plazo. Cuando había que hacer una conversión o consolidación, se emitía nueva deuda o se ampliaba cualquier emisión previa. Todo menos amortizar en efectivo, pues la Hacienda carecía de fondos y el franquismo tenía eficaces mecanismos para aniquilar la deuda, sin incurrir en gastos presupuestarios.

En efecto, durante el franquismo se utilizaron los mecanismos al uso en el siglo xx y, en particular, tras la Segunda Guerra Mundial, para liquidar la deuda pública, siendo algunos tan efectivos que ocasionaron la eutanasia del rentista.<sup>45</sup> Los medios utilizados por el franquismo para reducir el valor real de la deuda viva, la relación deuda/PIB y de sus cargas presupuestarias fueron los siguientes: 1) la moderación del déficit presupuestario ordinario, 2) el crecimiento económico, 3) la inflación, y 4) la represión financiera. A analizarlos dedicamos los siguientes apartados.<sup>46</sup>

### *La moderación del déficit presupuestario del Estado*

Salvo en los años de la inmediata posguerra cuando se pagaron los atrasos de la guerra del ejército de Franco, el Presupuesto del Estado estuvo más o menos equilibrado durante el franquismo. Acabados de pagar los atrasos de guerra y los presupuestos extraordinarios de la posguerra, el déficit del Estado se redujo apreciablemente: del 8,65% al 0,6% del PIB entre 1944 y 1951 (gráfico 9).<sup>47</sup> Después, los déficits presupuestarios solo tuvieron cierta dimensión en los años 1956, 1959 y 1971, cuando rondaron o sobrepasaron ligeramente el 1% del PIB. Hubo años, incluso, en los que se liquidaron superávits presupuestarios, como sucedió en 1952-1953 y 1961-1965. Desde el punto de vista macroeconómico, los déficits presupuestarios fueron sostenibles desde 1949 hasta el final del franquismo.

45. Esto explica la aversión de los españoles a invertir en deuda pública. La eutanasia del rentista fue analizada por Keynes para explicar la pérdida del valor real de la deuda pública por la hiperinflación tras la Primera Guerra Mundial. Comín (2011), pp. 499-507.

46. Véase Comín y Martorell (2013), pp. 525-537. La estimación de la ecuación de sostenibilidad de la deuda sobrepasa los modestos objetivos de este artículo. En cualquier caso, su aplicación histórica requiere una estimación cuidadosa por dos motivos, al menos: primero, los ministros desconocían conceptos claves de dicha fórmula, como el déficit primario, y no tenían estimaciones del PIB, hasta 1958; segundo, en esa ecuación no aparece un elemento clave de reducción de la deuda y, por lo tanto, de sostenibilidad de la misma, como es la inflación que tiene enormes influencias redistributivas entre acreedores y deudores, en este caso, tenedores de la deuda y Estado. Para una aplicación al caso italiano, véase Conti y Della Torre (2015).

47. En estas series del déficit del Estado se han incorporado los presupuestos extraordinarios y de atrasos de guerra, pero, hasta 1958, no incluyen los gastos de los organismos autónomos estatales, pues están sin cuantificar. Para más detalle, véase Comín y Díaz (2005) y Comín y Martorell (2013), pp. 447-506 y 585-597, donde se analizan también las series de las Haciendas locales.



La ausencia de voluminosos déficits presupuestarios del Estado hizo innecesaria la emisión de cantidades enormes de deuda pública para financiarlo, al contrario de lo que sucedió en los países europeos que participaron en la Segunda Guerra Mundial.<sup>48</sup> No obstante, aquel equilibrio presupuestario era una ficción por tres razones. Primera, el equilibrio del presupuesto del Estado desde 1957 se consiguió practicando una «presupuestación de control», que ajustaba los gastos públicos a los ingresos impositivos;<sup>49</sup> segunda, se mantuvo la ficción de la ortodoxia liberal decimonónica de separar el presupuesto ordinario (en equilibrio) de los presupuestos extraordinarios para financiar obras públicas hasta que, en 1958, se estableció la unidad presupuestaria, incluyendo los gastos de los organismos autónomos inversores en el Presupuesto letra C de los Presupuestos Generales del Estado. Tercera, desde aquel año en que se creó el presupuesto unificado, Navarro Rubio mantuvo su ideología presupuestaria liberal y prosiguió con la heterodoxia financiera del franquismo, al pretender que la política fiscal contaba con un «tercer elemento», además de los dos tradicionales de los ingresos y los gastos presupuestarios, consistente en el «crédito» de las entidades oficiales, que siguieron operando al margen de los Presupuestos Generales del Estado, financiadas con deuda del Estado (las cédulas para inversiones). Estas actuaciones de los organismos autónomos, durante la autarquía, y del crédito oficial desde 1960 explican el mayor crecimiento de las emisiones de deuda pública frente al moderado déficit presupuestario, y son un rasgo típico del casticismo de la política fiscal del franquismo (gráfico 1).<sup>50</sup>

48. Cuya relación deuda/PIB alcanzó niveles muy superiores a los españoles, y fueron liquidados por el impuesto inflacionista; véase Conti y Della Torre (2015) para el caso de Italia. A nivel general, muchos países avanzados se endeudaron ampliamente para financiar la Segunda Guerra Mundial, lo que llevó la media de los mismos a casi el 150% del PIB en 1946. Sin embargo, hacia 1960, la media del ratio deuda/PIB del grupo del G-20 de las economías avanzadas había caído al 50%, gracias al rápido crecimiento económico y a la inflación; esta ratio siguió cayendo hasta la primera mitad de la década de 1970, según Ali Abbas, Belhocine, ElGanaïny y Horton (2011), p. 10.

49. Gunther (1980).

50. El propio Navarro Rubio (1991) se jactó de haber realizado aquel gran descubrimiento «del tercer pilar de la Hacienda» para la teoría de la Hacienda Pública; lo cual demuestra a las claras el anacronismo, en el marco de la Europa democrática, de esta utilización espuria de la deuda pública en la España de Franco; para más detalles de la comparación con Europa, véanse Comín (1996a y 1996b), Comín y Martorell (2013). Esta política prekeynesiana se mantuvo hasta la salida del Ministerio de Hacienda de Navarro Rubio en 1964, y fue duramente criticada en su momento por Fuentes Quintana (1990). Para la atrasada ideología financiera de los ministros de Hacienda del Franquismo hasta la llegada de Monreal Luque, véase Comín, Martín Aceña y Serrano Sanz (1997).

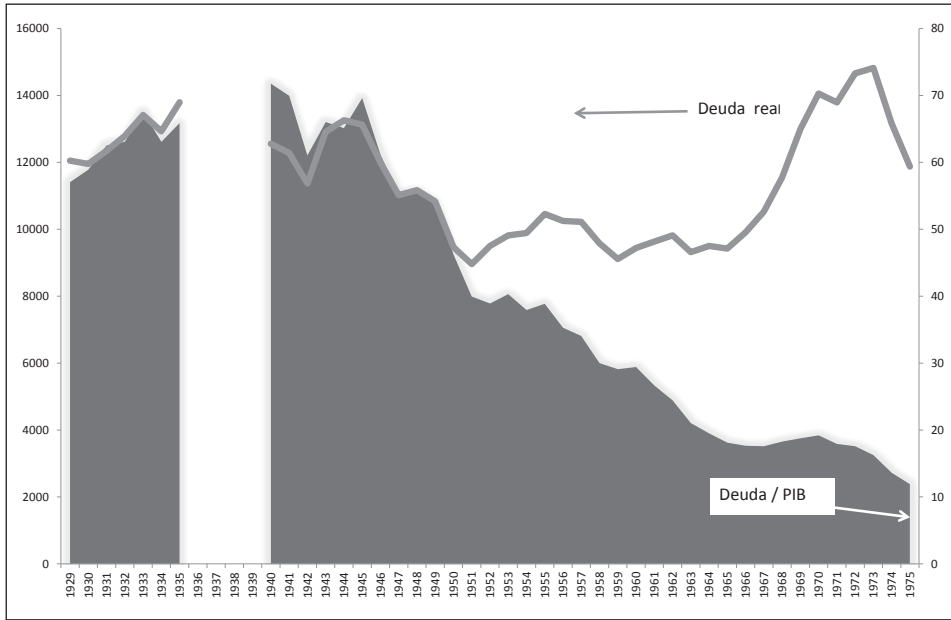
**GRÁFICO 9** - Saldo presupuestario del Estado (Millones de pesetas de 1913 y porcentajes)



*El crecimiento económico aumentó la capacidad de pago de la economía española y del Estado*

El crecimiento económico apuntaló la sostenibilidad de la deuda entre 1951 y 1958 y, sobre todo, durante la etapa del desarrollo económico entre 1962 y 1973. Al aumentar la renta per cápita y, como consecuencia, los ingresos fiscales del Estado, se incrementó la capacidad de la economía española y del presupuesto del Estado para sostener la deuda pública en circulación. Por tanto, ante aquel crecimiento de los divisores (PIB y gasto público), el tamaño relativo de las ratios de la deuda pública en circulación frente al PIB (gráfico 10) y los ingresos ordinarios del Estado (gráfico 11) disminuyó fuertemente. En efecto, la relación deuda pública/PIB (gráfico 10) refleja la inversa de la capacidad de pago de la economía española para sostener la deuda. Tras la Guerra Civil, en 1940, la deuda del Estado llegó al 71,8% del PIB. Era un porcentaje reducido en relación con los países europeos que participaron en la Segunda Guerra Mundial, sobre todo si se tiene en cuenta que España acababa de salir de una costosa guerra civil. La explicación del bajo cociente deuda/PIB radica en que Franco financió aquella guerra no con emisión de deuda pública, sino con anticipos del Banco de España, que solo fueron convertidos en deuda pública en 1942 y, definitivamente, en 1947. Esta for-

**GRÁFICO 10** - Deuda del Estado en circulación (Millones de pesetas de 1913 y porcentajes del PIB)



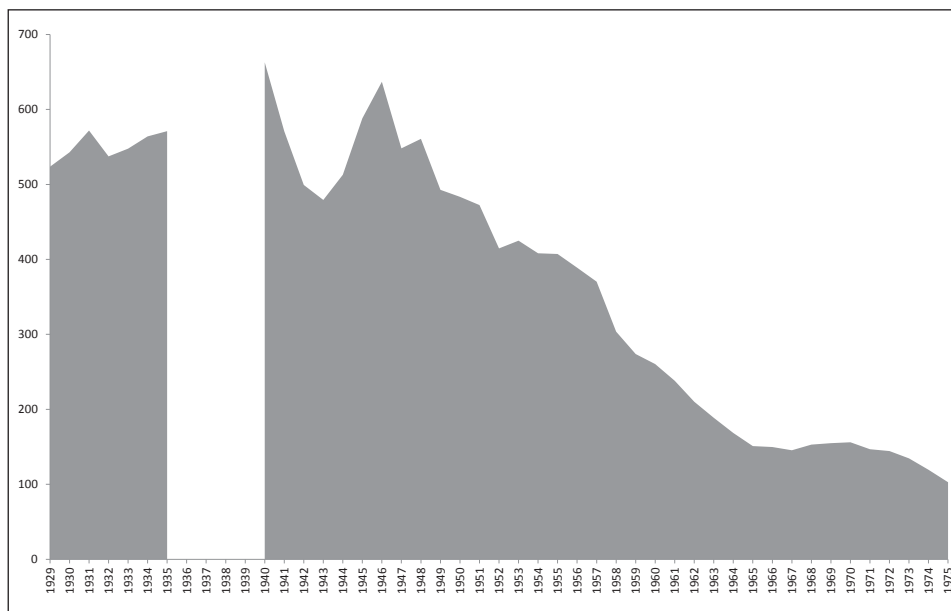
malización en títulos de las deudas de guerra y el estancamiento económico de la posguerra explican que la relación deuda pública/PIB creciera, para alcanzar otro pico del 69,6% en 1945. Desde entonces, esa ratio cayó al 39,9% en 1951, y luego se estabilizó hasta 1955. Posteriormente, esa relación deuda/PIB descendió al 18% en 1965 y se estancó hasta 1970, para caer definitivamente al 11,9% en 1975. Ese pronunciado descenso de la ratio deuda pública/PIB entre 1951 y 1975 revela el aumento de la capacidad de pago de la deuda por parte de la economía española.<sup>51</sup>

Como los impuestos tradicionales del franquismo no eran muy elásticos frente al crecimiento del PIB, la recaudación del Estado aumentó un poco menos que proporcionalmente al crecimiento económico, de manera que la presión fiscal se mantuvo estancada.<sup>52</sup> Eso explica que la relación entre la deuda en circulación y los ingresos ordinarios del Estado cayese de ser un múltiplo de 6,4 veces en 1946 a tener la misma magnitud que los ingresos fiscales

51. Esa ratio solo dejó de caer en los periodos de amplias emisiones: 1951-1955 y 1965-1970. También se estabilizó la ratio deuda/PIB en 1959-1960 por la paralización del crecimiento durante el plan de estabilización.

52. En 1943 la presión fiscal del Estado era del 13,8% mientras que en 1975 había caído al 11,6%. Esto es otra muestra del atraso y singularidad de la política fiscal del franquismo frente a las democracias europeas (gráfico 8). Véase Comín y Martorell (2013), pp. 420-421.

**GRÁFICO 11** • Deuda del Estado en circulación / Ingresos ordinarios (Porcentajes)



(gráfico 11). Es decir, en 1975, Franco se podría haber permitido amortizar toda la deuda dedicando todos los ingresos fiscales de un año a pagarla.

*El impuesto inflacionista aniquiló el valor real de la deuda pública*

El impuesto inflacionista también contribuyó a la sostenibilidad de la deuda pública, provocando el «efecto liquidación» de la misma, al reducir su valor real y los tipos reales de interés pagados por el Estado.<sup>53</sup> La inflación y la desvalorización de la deuda fueron más intensas en las etapas inicial y final del franquismo (gráfico 10); precisamente, cuando el régimen era más débil políticamente y la Hacienda estaba más necesitada de ingresos se recurrió más intensamente a la financiación inflacionista. Aunque los déficits presu-

53. Este fenómeno fue general en los países europeos entre 1945 y 1980. Los tipos reales de interés se mantuvieron negativos y el valor real de la deuda pública cayó porque el crecimiento de la oferta monetaria fue acompañado por la represión financiera, consistente en el control de capitales que evitaba la exportación del capital al exterior y por imposición al sistema bancario de una regulación que obligaba a mantener unas fuertes inversiones en títulos públicos y fijaba un tipo de interés máximo para los depósitos bancarios. Sbrancia (2011). Para los factores determinantes de la base monetaria, entre los que, en la autarquía, se encuentra principalmente la financiación monetaria del déficit público, porque no hubo importaciones de capital y apenas aumentó el crédito del Banco de España, que hasta 1962 fue un banco privado, al sector privado; desde la década de 1960, el sector exterior y el sector privado tuvieron un mayor papel en el aumento de la oferta monetaria; la ausencia de monetización del déficit hizo desaparecer el impuesto inflacionista, como vamos a ver. Véase Comín y Martorell (2013), pp. 539-548.

puestarios no fueron amplios, la inflación fue generada por el enorme volumen de deuda automáticamente pignorable en el Banco de España, emitida entre 1939 y 1959. En efecto, en la autarquía se amplió la escala del impuesto inflacionista, recurriendo masivamente a la monetización indirecta del déficit.<sup>54</sup> Los bancos suscribían la deuda para luego pignorarla en el Banco de España, lo que aumentaba la base monetaria y multiplicaba el dinero bancario.<sup>55</sup> En los orígenes del franquismo, entre 1944 y 1951, el valor real de la deuda pública cayó en un tercio: de suponer unos 13.000 millones de pesetas en 1945 el valor real de la deuda cayó a 8.957 millones en 1951 (gráfico 10). Entre 1955 y 1959, la inflación también redujo el valor de la deuda en circulación de 10.458 a 9.114 millones de pesetas. En el periodo 1958-1973, por el contrario, no actuó el impuesto inflacionista. Tras estabilizarse en los 9.500 millones, el nivel de la deuda real aumentó desde 1965 hasta alcanzar los 14.824 millones de pesetas en 1973. Esto se explica por las grandes emisiones de deuda del Estado y porque desde 1958 los gobiernos de Franco se plantearon como objetivo controlar la inflación. Para ello, Navarro Rubio prohibió en 1958 la pignoración de la deuda existente y, por otro lado, las masivas emisiones de cédulas para inversiones no eran pignorables. Con todo, el fenómeno inflacionista retornó en la etapa final del franquismo. Ello explica que, entre 1973 y 1976, la deuda pública en términos reales cayese un 43%, hasta los 11.876 millones en 1975. En sus fases de consolidación y ocaso, el franquismo no experimentó graves crisis de la deuda porque la inflación causó la eutanasia del rentista. Además de reducir el valor real de los títulos, la inflación convirtió los bajos tipos de interés reales de la deuda en fuertemente negativos durante algunos periodos (gráfico 14). Con tipos de interés reales negativos y con la renovación «voluntaria» de los títulos a su vencimiento, el franquismo aseguró la sostenibilidad de la deuda y redujo su valor en términos reales.

### *La represión financiera permitió financiar barato al Tesoro*

Aquella reducción de la ratio deuda/ingresos financieros permitió que el peso de las cargas financieras en el presupuesto del Estado disminuyese durante el franquismo por dos motivos: primero, porque el gasto público aumentó más que la deuda del Estado en circulación y sus cargas presupuesta-

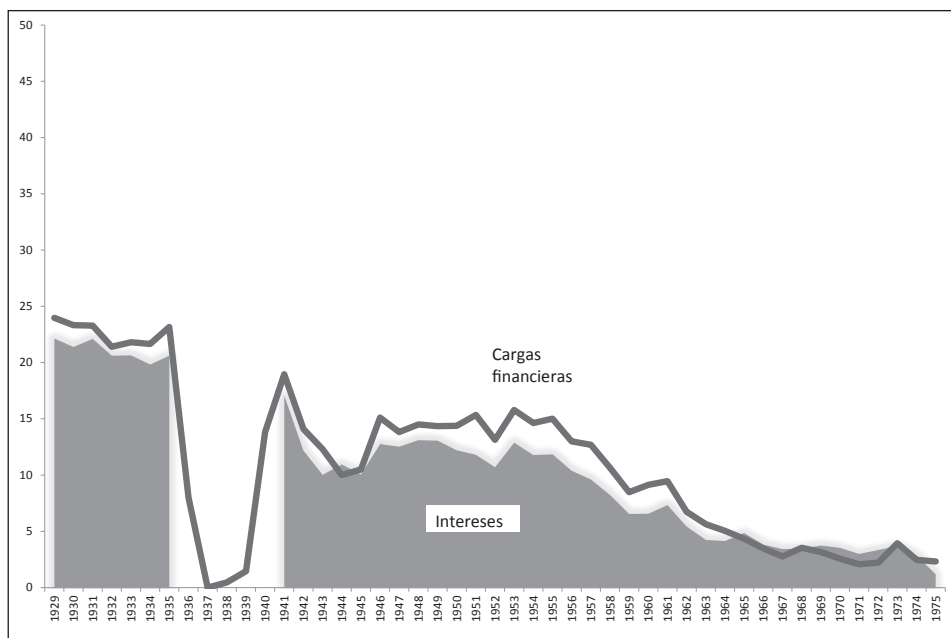
54. El impuesto inflacionista fue un fenómeno del siglo XX, pues se generalizó, por un lado, cuando el dinero fiduciario desplazó a las monedas de pleno contenido, desde finales del siglo XIX, y cuando casi toda la deuda pública era interior. Martín-Aceña, (1985a y 1985b), Martín-Aceña, Martínez Ruiz y Nogues-Marco (2011) y Comín (1996b).

55. Junto a los billetes del Banco de España, las cuentas corrientes de los bancos privados predominaron sobre la moneda metálica en la composición de la oferta monetaria; Martín-Aceña y Pons (2005). Con la monetización indirecta, los ministros de Hacienda españoles pudieron utilizar la inflación como un procedimiento disimulado de impago de la deuda interior, pues ningún cambio legal alertaba del desfalco a los tenedores.

rias; segundo, por los bajos tipos de interés nominales pagados por la deuda pública, debido a la represión financiera. El tipo de interés nominal satisfecho por la deuda pública fue similar a los tipos oficiales fijados por el gobierno para la banca, pero inferior al de mercado, marcado por los extratipos que pagaban ilegalmente los bancos para atraer depositantes. La dificultad de vender la deuda pública entre los inversores privados, obligó a los gobiernos de Franco a colocarla obligatoriamente en las entidades financieras, bancos y cajas de ahorros, estableciendo los coeficientes de inversión en fondos públicos o valores declarados computables por el Ministerio de Hacienda.<sup>56</sup>

En primer lugar, en el franquismo cayó el peso de las cargas de la deuda en el presupuesto de gastos del Estado. En la Guerra Civil dejaron de atenderse los servicios financieros de la deuda pública por el gobierno de Franco, como una medida de guerra, pues la mayor parte de los títulos quedaron en zona del gobierno legal de la República (gráfico 12). Este fue el primer impago de Franco. El segundo impago fue en la posguerra cuando el general no reconoció las deudas contraídas por el gobierno de la República durante la Guerra Civil: ni siquiera en la forma de billetes emitidos ni en los incremen-

**GRÁFICO 12** • *Cargas financieras e intereses de la deuda (Porcentaje en el gasto del Estado)*



56. Véase Pons (2001).

tos de las cuentas corrientes de instituciones y particulares en los bancos privados y en el Banco de España de la zona republicana. La unificación monetaria y el desbloqueo de cuentas supusieron un impago para los titulares de esos activos que habían vivido en la zona republicana.<sup>57</sup>

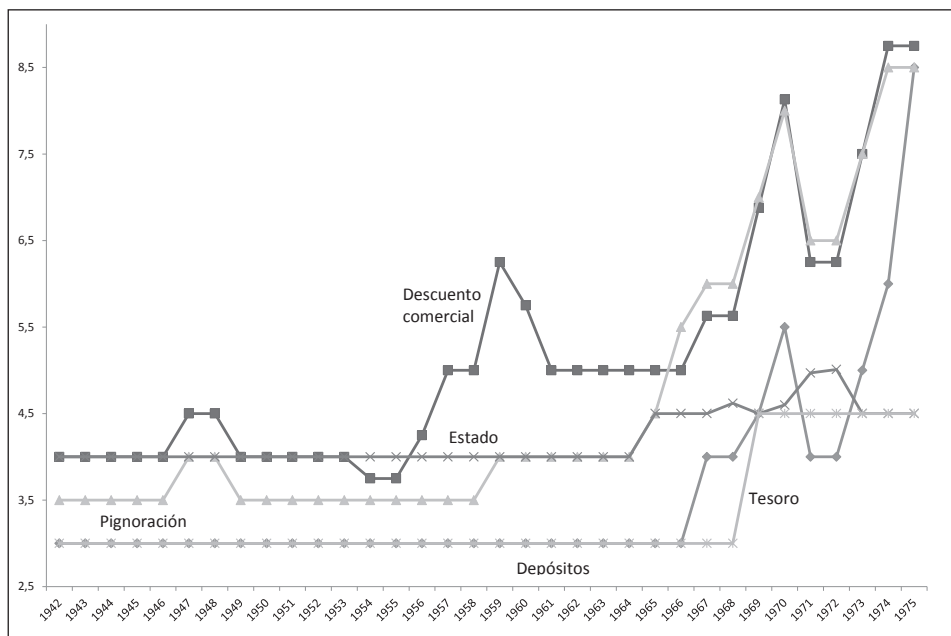
Desde 1939, el gobierno de Franco reanudó el pago de las obligaciones de la deuda «depurada», que era la nacional y la emitida antes de julio de 1936 que no hubiera estado en manos de desafectos al régimen. Ello hizo que las cargas de la deuda aumentaran rápidamente al 18,9% en 1941. Luego cayeron al 10% en 1944, para recuperarse al 15% en 1946, porcentaje en el que se mantuvieron hasta 1955. Después, el peso de las cargas de la deuda en el presupuesto del Estado ya no dejó de disminuir hasta el 2,3% en 1975. Durante el franquismo, la situación de la deuda fue holgada y el presupuesto del Estado pudo permitirse atender el pago de los intereses de la deuda, sin ningún problema. En efecto, si solo se computan los intereses de la deuda, la caída fue del 17,1% en 1941 al 1,12% del gasto del Estado en 1975. Al final del franquismo, el contador de la deuda pública se había puesto prácticamente a cero, con unos porcentajes de la deuda/PIB y de las cargas financieras en el presupuesto totalmente asequibles para la riqueza nacional y para la Hacienda Pública.

En segundo lugar, la represión financiera permitió que los tipos oficiales fijados por el gobierno para los depósitos particulares en los bancos privados fueran muy bajos, lo que permitió al gobierno emitir la deuda pública a esos mismos niveles. Hay una clara relación entre los tipos oficiales y los tipos de emisión de las deudas públicas (gráfico 13). Por un lado, con respecto al precio de las emisiones de obligaciones del Tesoro, hasta 1966, se realizaban al 2,75% y, sobre todo, al 3%, tipo al que se emitió el 44% del total del franquismo; no es casualidad que el 3% fuera también el tipo de interés legal fijado por el gobierno para los depósitos a plazo mantenidos en la banca privada hasta 1966, con lo que ambas series están superpuestas (gráfico 13). Pagando el mismo tipo de interés nominal, el gobierno competía ventajosamente con los bancos para atraer inversores privados, pues los tesoros estaban exentos del impuesto sobre el capital. Esto permitía incluso que los bancos pudieran invertir los recursos obtenidos de los depositantes en la compra de tesoros, obteniendo como rendimiento neto el montante del impuesto. Las obligaciones del Tesoro emitidas al 2,75% eran más baratas que el interés pagado por los depósitos, porque se utilizaron para conversiones «voluntarias» de antiguos Tesoros, y, en cualquier caso, solo supusieron el 6% de los tesoros emitidos. Finalmente, los pagarés y bonos del Tesoro emitidos desde 1969 supusieron el 50% de los totales emitidos, y los tipos aplicados a esta deuda flotante ya fueron mayores, situándose en un media ponderada del 4,5%. Esto está relacionado con el aumento del tipo de interés legal de los depósitos a

57. Comín y Martorell (2013), pp. 205-212.



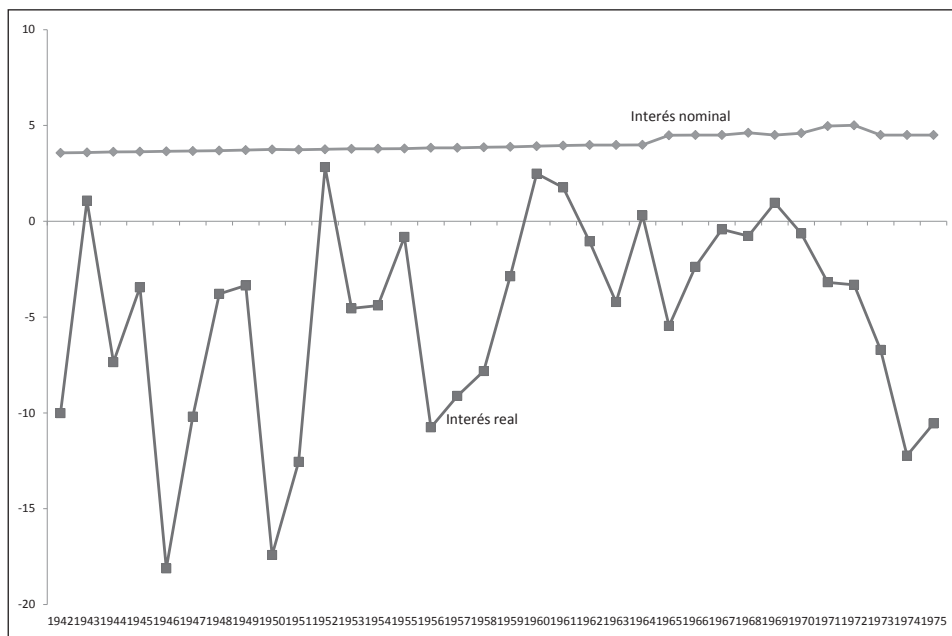
**GRÁFICO 13** - Tipos de interés legales y de la deuda pública (Porcentaje)



plazo pagados por la banca privada, que aumentaron al 4% en 1967 y al 4,5% en 1969 (gráfico 13).<sup>58</sup>

Por otro lado, por lo que se refiere a las deudas amortizables, predominó la deuda amortizable al 4%, que supuso el 57% del total de las amortizables emitidas durante el franquismo. Estos títulos al 4% se emitieron hasta 1958, con la excepción de una nueva emisión de 1971. Es sintomático que ese tipo de interés del título de deuda del Estado más emitido durante la autarquía fuese el mismo que el tipo de descuento oficial que el Banco de España aplicaba a la banca hasta que este se aumentó al 5% entre 1957 y 1966 (salvo el pico experimentado durante el plan de estabilización). Asimismo, el tipo de la amortizable al 4% superaba en medio punto porcentual al tipo de pignoración de la deuda pública en el Banco de España. Esto indica que los bancos ganaban ese medio punto incluso pignorando la deuda. Esta situación de ventaja de los bancos se acabó en 1959, cuando el tipo de pignoración se subió al 4%, para evitar aquella ganancia y desincentivar la pignoración, que además fue prohibida en el plan de estabilización (gráfico 13). Por su parte, las amortizables al 3,5% se emitieron hasta 1946, con la excepción de las emisiones de 1951 y 1971. La amortizable al 3,5% solo supuso un 14% de las emisiones de deuda amortizable del franquismo. El menor

58. Los tipos legales en Martín Aceña y Pons (2005).

**GRÁFICO 14** - Tipos de interés medio de la deuda pública (Porcentaje)

tipo se explica porque se trataba de emisiones realizadas para conversiones de deudas antiguas.

Con los planes de desarrollo aumentaron los tipos de interés de las deudas amortizables. Las tardías emisiones de amortizables al 5% y al 5,5% ocurrieron entre 1968 y 1971 (más la emisión de 1974), y supusieron el 10% de todas las deudas amortizables emitidas. Finalmente, la amortizable al 6% se colocó en 1971 y 1972, representando el 20% de las amortizables emitidas. Conforme avanzaba el franquismo hacia su final, los tipos de interés de la deuda amortizable se elevaron hasta una media ponderada del 4,5% en 1965 y del 5,01% en 1972, para caer al año siguiente de nuevo al 4,5% (gráfico 13), incluso contando con la represión financiera. Esta se manifestó en que aquel aumento del tipo de interés de la deuda amortizable del Estado fue muy inferior al crecimiento de los tipos de interés oficiales fijados por el régimen, que aumentaron, en 1970, al 8% en el caso de la pignoración y el descuento en el Banco de España; los tipos legales para los depósitos bancarios a plazo también crecieron al 8,5% en 1975, algo por debajo de los anteriores. Aquí queda claro que el Estado se financió al final del franquismo incluso por debajo de los tipos oficiales.

En consecuencia, la represión financiera impidió el crecimiento de los tipos de interés nominales medios de la deuda pública (media ponderada de los tipos de las deudas del Tesoro y del Estado) que pasaron del 3,57% al 3,98%

entre 1942 y 1964 (gráfico 14). Ese aumento del coste medio de la deuda pública se debió sencillamente a la reducción del peso de la deuda del Tesoro, más barata que la del Estado. Desde 1965, por el contrario, el tipo de interés medio subió al 5% en 1972, como consecuencia del ligero aumento del coste de financiación del Estado, que hubiera sido mayor sin represión financiera, y a la ulterior reducción del peso de la deuda flotante. Lo interesante de la represión financiera fue que el Estado del franquismo se financió casi siempre a tipos de interés negativos (más bajos durante la autarquía que en los años finales del franquismo), con la excepción de seis ejercicios (1943, 1952, 1960, 1961, 1964 y 1969).

## Conclusiones

En la política de emisiones la deuda pública durante la dictadura, analizada en la primera parte, se distinguen las dos fases tradicionales en las que se divide la larga dictadura del general Franco (la autarquía y la fase del desarrollo en 1960-1975). La gestión de la deuda pública cambió desde 1957 y el Plan de Estabilización acabando con el caos de las emisiones de la autarquía para introducir un mayor orden en las mismas y una normalización de la utilización de las deudas del Tesoro en el ocaso del franquismo. La primera fase correspondió a la autarquía cuando el desorden y la heterodoxia en la gestión de la deuda fueron mayúsculos. La confusión derivó de que se utilizaron los tesoros y las deudas amortizables para los mismos objetivos consistentes en financiar los organismos autónomos y las inversiones públicas. En la inmediata posguerra predominaron las emisiones de deuda flotante, pero de 1944 a 1958 crecieron más las emisiones de deudas del Estado, en concreto las amortizables al 4%. Las deudas amortizables del Estado fueron las más importantes del Estado en la autarquía. Con respecto a las otras deudas del Estado, en este primer periodo destacaron las voluminosas emisiones de deudas especiales, jamás alcanzadas antes del franquismo.

La peculiaridad del segundo periodo, que parte de 1958, fue el gran crecimiento, entre 1963 y 1972, de las emisiones de las cédulas para inversiones que se convirtieron en la principal deuda del Estado, ante la decadencia de las deudas amortizables y de las deudas especiales. En este segundo periodo (1963-1972), las emisiones de cédulas para inversiones estuvieron entre el 37% y 78% del total de las emisiones de deuda pública. La explicación está en que los tipos de las cédulas de inversión solo aumentaron al 4,5% (porque se colocaban obligatoriamente en el sistema financiero), mientras, por el contrario, los tipos de interés de la deuda amortizable aumentaron a una media ponderada del 4,5% en 1965 y del 5,01% en 1972. Además del bajo interés de las cédulas para inversiones, la represión financiera se siguió notando en que este

aumento del tipo de interés de la deuda amortizable del Estado fue muy inferior al crecimiento de los tipos de interés oficiales fijados por el régimen. En este segundo periodo, que empezó en 1958 y se consolidó desde 1968, se asistió al comienzo de la racionalización de la deuda del Tesoro, que dejó de utilizarse para fines espurios, reduciéndose su volumen. En este sentido, la deuda flotante como instrumento de la política monetaria ya se había utilizado en la posguerra por José Larraz y volvió a ser usada al final del franquismo por los primeros ministros keynesianos de Franco. También hubo gestión más ortodoxa de las deudas amortizables en tres aspectos: se destinaron a financiar inversiones genéricas; tenían unos plazos de amortización más cortos; desde 1971 las emisiones trataron de instrumentar una política keynesiana. Asimismo, frente al escaso recurso a la deuda exterior durante la autarquía, a partir de 1964 se recurrió con mayor intensidad, para la financiación de las inversiones públicas y privadas del Programa de Inversiones Públicas de los Planes de Desarrollo, a los créditos de organismos internacionales y, en menor medida, de bancos y empresas extranjeros.

La política de reducción de la deuda pública, examinada en la segunda parte, no siguió esas pautas temporales, sino que se distinguen tres periodos: por un lado, en las fases inicial y final del franquismo, la posguerra y el ocaso del régimen, la aniquilación de la deuda pública se realizó recurriendo a una fuerte inflación, generada por la política monetaria expansiva; por otro lado, en los años de crecimiento económico de las décadas de 1950 y 1960, la sostenibilidad de la deuda se consiguió por el aumento de los ingresos tributarios, casi proporcionales al crecimiento del PIB. Aunque desde 1958 se practicó una política de equilibrio presupuestario, dicho saldo es engañoso como indicador de la política de sostenibilidad de la deuda puesto que se emitieron grandes cantidades de deuda del Estado (las cédulas para inversión) destinadas a financiar las inversiones extrapresupuestarias, realizadas por otros organismos y empresas, públicas y privadas. Por eso, a partir de 1960, las emisiones de deuda del Estado crecieron muy por encima de los déficits acumulados del presupuesto del Estado.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALI ABBAS, S.M., BELHOCINE, Nazim, ELGANAINY, Asmaa, y HORTON, Mark (2011), *Historical Patterns of Public Debt — Evidence From a New Database*, IMF Working Paper, mayo de 2011, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2010/eui/pdf/AB.pdf>
- ARACIL MARTÍN, J., y J. C. PEINADO PÉREZ (dirs.) (1976), «Clasificación funcional de los gastos del Estado», en INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (ed.) (1976), I, pp. 631-1105.
- BARCIELA, Carlos (2000), *La ayuda americana a España (1953-1963)*, Universidad de Alicante, Alicante.

- CARRERAS, Albert, y TAFUNELL, Xavier (coords.) (2005), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX-XX*, Fundación BBVA, Bilbao.
- CATALAN, J. (1995), *La economía española y la segunda guerra mundial*, Ariel, Barcelona.
- COMÍN, Francisco (1986), «El Presupuesto del Estado tras la Guerra Civil: dos pasos atrás», *Economistas*, 21, pp. 24-32.
- (1987), «Perfil histórico de la Deuda pública en España», *Papeles de Economía Española*, 33, pp. 86-119.
- (1988), *Hacienda y Economía en la España contemporánea*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- (1992), «Una reconstrucción económica diferente en la España de la posguerra», *Estudis d'Història Econòmica*, 2, pp. 63-78.
- (1996a), *Historia de la Hacienda Pública*, vol. I. *Europa*, Crítica, Barcelona.
- (1996b), *Historia de la Hacienda pública*, vol. II. *España (1808-1995)*, Crítica, Barcelona.
- (2007), «Reaching a Political Consensus for Tax Reform in Spain. The Moncloa Pacts, Joining the European Union and The Rest of the Journey», en MARTÍNEZ VÁZQUEZ, Jorge, y SANZ SANZ, José Félix (eds.), *Fiscal Reform in Spain. Accomplishments and Chalanges*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, pp. 8-57.
- (2008), *Historia de la cooperación entre las Cajas. La Confederación Española de Cajas de Ahorros (1928-2007)*, Alianza, Madrid.
- (2010), «Los seguros sociales y el Estado del bienestar en el siglo XX», en PONS PONS, Jeronía, y SILVESTRE RODRÍGUEZ, Javier (eds.) (2010), *Estado del Bienestar en España, 1900-1945. Los seguros de accidentes, vejez, desempleo y enfermedad*, Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza, pp. 17-49.
- (2011), *Historia Económica Mundial. De los orígenes a la actualidad*, Alianza, Madrid.
- (2012), «Default, Rescheduling and Inflation. Public Debt Crisis in Spain during the 19th and 20th Centuries», *Revista de Historia Económica, Journal of Iberian and Latin American Economic History*, 30, 3, pp. 353-390.
- (2013a), «Apuros, ahogos, arreglos y bancarrotas, Las crisis de la deuda pública (1504-2012)», en COMÍN, Francisco, y HERNÁNDEZ, Mauro (eds.), *Crisis económicas en España. Lecciones de la historia, 1300-2012*, Alianza, Madrid.
- (2013b), «Las crisis de la deuda: el largo camino desde los impagos a la gestión responsable», en MARTÍN-ACEÑA, Pablo, MARTÍNEZ, Elena, y PONS, María Ángeles, *Las crisis financieras en la España contemporánea, 1850-2012*, Crítica, Barcelona, pp. 197-240.
- (2013c), «Las crisis y los arreglos de la deuda soberana en la España contemporánea (1800-2012)», *Revista de la Historia de la Economía y de la Empresa*, 7, pp. 241-275.
- (2015), «El laberinto de las deudas finalistas de la dictadura de Franco, 1939-1975», en ÁLVAREZ-NOGAL, C., y COMÍN, F. (eds.), *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI-XXI)*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid (en prensa).
- COMÍN, Francisco, y CUEVAS, Joaquín (2014), «El abrazo mortal entre banca y Estado en España, siglos XIX-XXI», en *XI Congreso Internacional de la AEHE* (4 y 5 de septiem-

- bre de 2014), Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF), Madrid, [http://www.aehe.net/xicongreso/pdfs/sp\\_comin\\_cuevas.pdf](http://www.aehe.net/xicongreso/pdfs/sp_comin_cuevas.pdf)
- COMÍN, Francisco, y GÁLVEZ, Lina (2005), «Reglas de juego, redes de oportunidad y nacionalizaciones de empresas extranjeras durante el franquismo», en TASCÓN, J. (ed.), *Redes de empresas en España. Una perspectiva teórica, histórica y global*, LID, Madrid, pp. 115-135.
- COMÍN, Francisco, MARTÍN ACEÑA, Pablo, y SERRANO SANZ, José María (eds.) (1997), *La Hacienda en sus Ministros. Franquismo y Democracia*, Pressas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.
- COMÍN, Francisco, y DÍAZ, Daniel (2005), «Sector público administrativo y Estado del bienestar», en CARRERAS, A., y TAFUNELL, X. (coords.), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX-X*, vol. II. Fundación BBVA, Bilbao, pp. 873-964.
- COMÍN, Francisco, y MARTORELL, Miguel (2013), *La Hacienda Pública en el franquismo. La guerra y la autarquía (1936-1959)*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.
- COMÍN, Francisco, MARTÍN ACEÑA, Pablo, MUÑOZ, Miguel, y VIDAL, Javier (1998), *150 años de historia de los Ferrocarriles Españoles*, Anaya y Fundación de los Ferrocarriles Españoles, Madrid.
- COMÍN, Francisco, y VALLEJO POUSADA, Rafael (2002), «Los Programas de Inversiones Públicas (1964-1976): ¿El instrumento presupuestario al servicio de los Planes de Desarrollo?», en DE LA TORRE, Joseba, y GARCÍA ZÚÑIGA, Mario (eds.), *Entre el Mercado y el Estado. Los planes de desarrollo durante el franquismo*, Universidad Pública de Navarra, Pamplona, pp. 89-145.
- COMÍN, Francisco, y VALLEJO POUSADA, Rafael (2012), «La reforma tributaria de 1957 en las Cortes franquistas», *Investigaciones de Historia Económica*, 8, pp. 154-163.
- CONTI, Giuseppe, y DELLA TORRE, Giuseppe (2015), «Crisi di sostenibilità e forme istituzionali di detenzione del debito pubblico nell'Italia unita», en BARCIELA, Carlos, MELGAREJO, Joaquín, y DI VITTORIO, Antonio (eds.), *La evolución de la Hacienda Pública en Italia y España (Siglos XVIII-XXI)*, Universidad de Alicante, Alicante (en prensa).
- FERNÁNDEZ ACHA, Valentín (1976), «La Deuda Pública», en INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (ed.), *Datos básicos para la Historia Financiera de España (1850 1975)*, Instituto de Estudios Fiscales, vol. II, pp. 3-758.
- FUENTES QUINTANA, Enrique (1990), *Las reformas tributarias en España. Teoría, historia y propuestas*, Crítica, Barcelona.
- FUENTES QUINTANA, Enrique (dir.), y Francisco COMÍN (coord.) (2008), *Economía y economistas españoles en la guerra civil*, Galaxia Gutenberg y Círculo de Lectores y Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Barcelona.
- GUNTHER, R. (1980), *Public Policy in a No-Party State. Spanish Planning and Budgeting in the Twilight of the Franquist Era*, University of California Press, Berkeley.
- INTERVENCIÓN GENERAL DE LA ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO (1947), *Liquidación definitiva del Presupuesto, correspondiente a los ejercicios económicos de 1936 a 1939*, en Ministerio de Hacienda (1947), *Cuenta General del Estado. Especial de los años 1936 a 1939*, Archivo del Ministerio de Hacienda, doc. 31442.

- INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (1976), *Datos básicos para la Historia Financiera de España, 1850-1975*, Ministerio de Hacienda, Madrid.
- (1989), *Cuentas del Estado Español (1940-1957)*, Ministerio de Hacienda, Madrid.
- LARRAZ, José (2006), *Memorias*, Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid.
- LÓPEZ RODÓ, Laureano (1990), *Memorias*, Plaza & Janés, Barcelona.
- MARTÍN ACEÑA, Pablo (2006), «El sistema financiero», en MARTÍN ACEÑA, P. y MARTÍNEZ RUIZ, E. (eds.) (2006), *La economía de la guerra civil*, Marcial Pons Editor, Madrid, pp. 393-431.
- MARTÍN ACEÑA, Pablo, y Francisco COMÍN (1991), *INI. 50 años de industrialización en España*, Espasa Calpe, Madrid.
- MARTÍN ACEÑA, Pablo, y Elena MARTÍNEZ RUIZ (eds.) (2006), *La economía de la guerra civil*, Marcial Pons Editor, Madrid.
- MARTÍN ACEÑA, Pablo, MARTÍNEZ RUIZ, Elena, y PONS, María Ángeles (2012), «War and economics: Spanish Civil War Finances revisited», *European Review of Economic History*, 16 (2) pp. 144-165.
- MARTÍN ACEÑA, Pablo, y María Ángeles PONS (2005), «Sistema monetario y financiero», en CARRERAS, A., y TAFUNELL, X. (coords.), *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX-XX*, Fundación BBVA, Bilbao, vol. II, pp. 645-706.
- MARTÍNEZ RUIZ, Elena (2008a), «Guerra comercial y comercio de guerra: las relaciones exteriores durante la guerra civil», en FUENTES QUINTANA, E. (dir.), y COMÍN, F. (coord.), *Economía y economistas españoles en la guerra civil*, Galaxia Gutenberg y Círculo de Lectores y Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Barcelona, vol. I, pp. 813-849.
- (2008b), «Las consecuencias de la guerra civil en el sector exterior: de la deuda alemana a los pactos de septiembre», en FUENTES QUINTANA, E. (dir.), y COMÍN, F. (coord.), *Economía y economistas españoles en la guerra civil*, Galaxia Gutenberg y Círculo de Lectores y Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Barcelona, vol. II, pp. 521-555.
- (2013), «Papel mojado. Crisis inflacionarias», en COMÍN, F., y HERNÁNDEZ, M. (eds.) (2013), *Crisis económicas en España. Lecciones de la historia, 1300-2012*, Alianza, Madrid, pp. 203-225.
- MINISTERIO DE HACIENDA (1942-1959), *Presupuestos Generales del Estado*, Archivo Ministerio de Hacienda.
- (1947), *Cuenta General del Estado. Especial de los años 1936 a 1939*, Archivo del Ministerio de Hacienda, doc. 31442.
- MUÑOZ RUBIO, Miguel (1995), *Renfe (1941-1991). Medio siglo de ferrocarril público*, Luna, Madrid.
- NAVARRO RUBIO, Mariano (1991), *Mis memorias*, Plaza & Janés, Barcelona.
- PONS, María Ángeles (2011), «Las principales reformas del sistema financiero español», en MALO DE MOLINA, José Luis, y MARTÍN-ACEÑA, Pablo (eds.), *Un siglo de historia del sistema financiero español*, Madrid, Alianza, pp. 87-115.

- PONS, Jeronia, y Javier SILVESTRE (eds.) (2010), *Estado del Bienestar en España, 1900-1945. Los seguros de accidentes, vejez, desempleo y enfermedad*, Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, Leandro (2003), *El progreso económico de España (1850-2000)*. Fundación BBVA, Bilbao.
- REINHART, Carmen M., y ROGOFF, Kenneth S. (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton.
- SÁNCHEZ ASIAÍN, José Ángel (2012), *La financiación de la guerra civil española*, Crítica, Barcelona.
- SBRANCIA, Belen (2011), *Debt, Inflation, and the Liquidation Effect*, Department of Economics, University of Maryland College Park [Borrador preliminar: 6 de agosto de 2011].





### ***Public debt: the financial balm of the Franco regime (1939-1975)***

#### ABSTRACT

This article provides an analysis of the objectives sought with earmarked public debt issuances during the Franco regime, the structure of outstanding public debt and debt sustainability along the dictatorship. As it was cheaper, Franco issued too much floating debt which afterwards was consolidated. Financial repression allowed the Treasury to pay low nominal interest, which was negative because of the strong inflation during the early Francoism and the twilight of the regime. The paper concludes that Franco regime issued much of its debt to finance investments outside the government budget, whose deficits were much lower than the huge volume of issued public debt. The poverty of the Treasury forced Franco governments to pay its policy of nationalization and industrialization with public debt, both in the autarky and during the development plans period. The lack of resources prevented Franco's Treasury repay their debts; eventually public debt was wiped out by inflation tax and financial repression. This, along economic growth, made sovereign debt sustainable under the Franco regime.

KEYWORDS: public debt, default, restructuring, inflation tax, financial repression, fiscal policy

JEL CODES: E31, E4, E6, F3, F4, H6, N10, N23, N43, H63, F34



### ***La deuda pública: el bálsamo financiero del régimen de Franco (1939-1975)***

#### RESUMEN

Este artículo proporciona un análisis de los objetivos buscados con las emisiones de deuda finalista durante el franquismo, la estructura de la deuda en circulación y la sostenibilidad de la deuda. Como era más barata, se abusó de la deuda flotante que luego se consolidó. La represión financiera permitió a Franco pagar bajos intereses nominales, que fueron negativos por la fuerte inflación al principio y el final del régimen. El artículo concluye que los gobiernos de Franco emitieron la mayor parte de su deuda para financiar inversiones al margen del presupuesto, cuyos déficits fueron muy inferiores a las deudas emitidas. La pobreza de la Hacienda obligó a Franco a pagar su política de nacionalizaciones y de industrialización con deuda pública, tanto en la autarquía como con los planes de desarrollo. La falta de recursos impidió a Franco devolver sus deudas; la deuda pública fue aniquilada por el impuesto inflacionista y la represión financiera. Esto, junto al crecimiento económico, hizo que la deuda soberana fuera sostenible en el franquismo.

PALABRAS CLAVE: deuda pública, impago, restructuración, impuesto inflacionista, represión financiera, política fiscal

CÓDIGOS JEL: E31, E4, E6, F3, F4, H6, N10, N23, N43, H63, F34