

TEMAS Y POLEMICAS

En abril del pasado año, el Gobierno inglés decidió la creación de un Comité, bajo la presidencia de Lord Radcliffe, encargado de estudiar el funcionamiento y estructura del sistema monetario y de crédito británico, y de formular recomendaciones para su mayor eficacia.

El Boletín del Instituto de Estadística de la Universidad de Oxford, en su número de noviembre de 1957, ha publicado un Symposium en el que han participado un grupo representativo de distinguidos economistas ingleses, con el fin de sugerir los temas que, a la luz de la experiencia sobre el funcionamiento de las instituciones y la política monetaria durante la etapa de la postguerra, estiman conveniente estudiar el Comité Radcliffe.

El Symposium se inicia con un artículo introductorio de C. R. Ross, que fué remitido previamente a todos los participantes. Los nombres de éstos y los últimos de sus respectivos artículos son los siguientes:

<i>El control monetario y la política económica.</i>	C. R. Ross.
<i>Temas para el Comité Radcliffe</i>	R. G. Hawtrey.
<i>Los fines de la política monetaria</i>	I. M. D. Little.
<i>Todo está relacionado con todo, pero algunas cosas más estrechamente que otras</i>	J. C. R. Dow.
<i>Defensa de la política monetaria</i>	T. Wilson.
<i>Inflación de costes</i>	F. A. Burchardt.
<i>Una nueva consideración de la política monetaria</i>	Paul Streeten y Thomas Balogh.

<i>Reforma del tipo de interés y mejora de las estadísticas monetarias</i>	Harry G. Johnson.
<i>Política monetaria y balanza de pagos.</i>	J. R. Sargent.
<i>Problemas del control de créditos, y la necesidad de mejores estadísticas financieras</i>	H. F. Lydall.
<i>La Deuda nacional</i>	Edward Nevin.
<i>Notas sobre el consumo y la inversión pública</i>	E. Víctor Morgan.
<i>Nota final</i>	C. R. Ross.

La lucha contra la inflación en numerosos países del Oeste europeo, junto con la periódica inquietud—agudizada actualmente—ante la posibilidad de una depresión en Estados Unidos, figuran entre las preocupaciones que han caracterizado la coyuntura del mundo occidental durante la última postguerra. En ambos casos—inflación y crisis—y pese a cierto confusiónismo y pérdida de confianza respecto de su eficacia, la política monetaria sigue siendo uno de los principales instrumentos con que cuentan los gobiernos para actuar sobre el sistema económico.

El problema, casi general, de la lucha contra la inflación, se encuentra también presente en la actual circunstancia económica española. Y la coincidencia de su doble interés, general y nacional, ha inducido al Consejo de redacción de la Revista a traer a sus páginas las opiniones y sugerencias de los economistas británicos que han participado en el Symposium mencionado. Lógicamente, en varios de los artículos se estudian con bastante detalle problemas específicos de las instituciones y situación inglesa que, pese a su indudable interés—y a menos de tratarse de especialistas con un conocimiento bastante profundo de la estructura monetaria y financiera británica—habrán de ser poco familiares en su detalle y planteamiento para el lector medio ajeno al área de la libra. Por esta razón, hemos decidido ofrecer un resumen, destacando las principales ideas y sugerencias expuestas en el Symposium, de manera que, sin

omitir la referencia a los problemas específicos citados—imprescindible por otra parte para tener una visión de conjunto sobre las tareas con que habrá de enfrentarse el Comité Radcliffe—se abrevie no obstante el tratamiento de los mismos.

No se nos ocultan las dificultades del intento de resumir doce artículos de autores distintos sobre un tema, en cierto modo común, pero enfocado desde puntos de vista diferentes. Todo intento de resumir implica destacar ciertos aspectos, pasar brevemente sobre otros e, inevitablemente, ignorar algunos. La distinción entre lo fundamental y lo accesorio habrá de ser consecuencia de un juicio personal, y el resultado será limitado, y probablemente imperfecto. Por eso, el resumen no puede ni debe ser, en modo alguno, sustituto de la lectura directa de los correspondientes artículos para todo aquel que quiera conocer sin involuntarias, pero posibles traiciones, el pensamiento original y completo de los autores respectivos. Confiamos, no obstante, que el resumen habrá de proporcionar, dentro de su carácter esquemático y limitado, una visión suficientemente fiel del estado de la cuestión a juicio de los participantes en el Symposium.

Hemos intentado sistematizar un poco los temas tratados a fin de agruparlos de manera coherente, para lo cual hemos seguido en gran parte el esquema de Ross en su primer artículo. No es tampoco tarea fácil, habida cuenta de la diversidad de enfoques e incluso de terminologías. Sirvanos, al menos en parte, como disculpa de las imperfecciones, el título del artículo de Dow «Todo está relacionado con todo...»

Entre las conclusiones que pudieran deducirse del Symposium destacaremos dos. La importancia decreciente de la política monetaria—cuyo alcance y zona de influencia es hoy día bastante más limitado que hace cuarenta años—como instrumento de control del sistema económico. Y la conveniencia de disponer de un conocimiento preciso del funcionamiento de las instituciones monetarias, y de su importancia relativa, para lo cual es imprescindible también

contar con una información estadística adecuada. En principio, toda medida de política económica—admitiendo, por supuesto, que ésta sea coherente—será consecuencia de la aplicación de una determinada teoría o modelo. Pero esta teoría tendrá a su vez una cierta base empírica, y sus premisas implicarán la existencia de una determinada estructura, y de unas ciertas relaciones funcionales entre los elementos de la misma. Sólo en la medida en que la situación sobre la que se pretende influir mediante la política económica coincida en esencia con el substratum empírico implícito en la teoría correspondiente, podrá la política ser eficaz y alcanzar los fines previstos. De aquí el gran interés de los estudios estadísticos-institucionales, y el peligro de generalizar los resultados de una cierta política en un determinado país a otros de estructuras diferentes.

LOS ECONOMISTAS INGLESES ANTE EL COMITE RADCLIFFE RESUMEN DE UN SYMPOSIUM

En abril de 1957, el Gobierno británico decidió la constitución de un Comité, presidido por Lord Radcliffe, con la finalidad de “investigar acerca del funcionamiento del sistema monetario y de crédito, y de formular recomendaciones”. Y en su número de noviembre del mismo año, el Boletín del Instituto de Estadística de la Universidad de Oxford (1) ha publicado el Symposium — en la nota de introducción se indican los artículos y sus autores— que intentamos resumir en las siguientes páginas, en el que se exponen diversos puntos de vista acerca de la interpretación y alcance que el Comité debe dar a su misión, con indicación de los temas que se juzgan de mayor interés.

En el artículo introductorio recuerda Ross un antecedente relativamente próximo del Comité Radcliffe, el Comité Macmillan, que fué creado en 1931 con la misma finalidad. Una de sus principales aportaciones fué la de proporcionar una descripción detallada de la estructura y funcionamiento del sistema monetario británico, en los alrededores del año 30.

Desde el informe Macmillan no se ha vuelto a realizar en Gran Bretaña ningún otro estudio oficial acerca del sistema monetario. Las aportaciones al conocimiento de este tema durante el cuarto de siglo transcurrido, han sido fruto de la actividad de investigadores individuales. Lógicamente, han sido insuficientes para colmar las lagunas en dicho conocimiento, motivadas por la evo-

(1) Vol. 19, No. 4, del *Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics*.

lución de las instituciones y los cambios en sus condiciones de funcionamiento a lo largo de los últimos lustros.

Parece, pues, evidente que la constitución del Comité Radcliffe viene a llenar un indudable vacío. Pero no es menos cierto que, pese al interés de un estudio mecánico-institucional, el Gobierno no habría decidido el nombramiento de un Comité, a menos de estar descontento con el funcionamiento del sistema. Los Comités, dice Ross, no se nombran únicamente para investigar, sino también para formular recomendaciones y consejos.

La situación en tiempo del Comité Macmillan y en la actualidad

Es interesante destacar algunas de las diferencias entre ambas épocas, que Ross pone de manifiesto.

El Comité Macmillan tuvo como antecedentes el paro sostenido de los años 20, y la sospecha de que este paro pudo en gran parte ser la consecuencia de la vuelta al patrón oro en el año 1925. Se dudaba entonces, y era todavía tema de controversia, si el Gobierno debía y podía adoptar una política económica firme y decidida. El único instrumento de control del sistema económico conocido era la política monetaria, manejada por una institución privada e independiente, el Banco de Inglaterra. El Canciller del Exchequer preguntaba al Comité Macmillan su opinión acerca de cómo funcionaba realmente el "complejo" de instituciones de la City, con el Banco de Inglaterra como centro. Y dudaba el Ministro si dicho funcionamiento era o no perjudicial para el resto de la economía.

El marco del Comité Radcliffe es bastante distinto. La cuestión a dilucidar no es hoy, dice Ross, si la política monetaria ha funcionado o no en el sentido requerido, sino por qué no ha sido capaz de cumplir las finalidades previstas de manera más suave y eficaz. Pero reconoce también que, detrás de las polémicas en torno a las debilidades técnicas de la política monetaria, existe un profundo descontento motivado por el persistente malestar económico, los aparentes fracasos de la política desde 1945, las repetidas crisis de la balanza de pagos y la ininterrumpida subida de los precios, con los conflictos y tensión social consiguientes.

Estos problemas precisan hoy un enfoque completamente dis-

tinto al de hace veinticinco años. Durante este período, el concepto y alcance de la política económica ha experimentado una completa transformación. Hoy día la política económica representa una responsabilidad indiscutiblemente aceptada por el Gobierno, y en términos generales puede decirse que el pleno empleo, la estabilidad de los precios, una balanza de pagos equilibrada y un rápido ritmo de crecimiento económico, son objetivos comunes de los dos principales partidos políticos. El Banco de Inglaterra ha sido nacionalizado y la política monetaria es uno más entre los varios instrumentos al servicio del Gobierno.

Por otra parte, a pesar de las insuficiencias y lagunas de la información estadística actual, es ésta notablemente superior a la existente al ser nombrado el Comité Macmillan. Y los principios básicos del análisis económico precisos para el estudio del empleo, el interés y el dinero, que entonces estaban forjándose, han alcanzado hoy un grado de madurez suficiente y no son ya realmente objeto de controversia.

Cree en definitiva Ross que en la situación actual son las técnicas y los medios, más bien que los fines, los sometidos a examen.

Esquema del artículo introductorio de C. R. Ross

A pesar de que en nuestro intento de resumir los restantes artículos no vamos a tratar individual y aisladamente de cada uno de ellos, sino que vamos a agrupar parte de los mismos según temas comunes, nos parece conveniente hacer un esquema más completo del de Ross, ya que, si bien los demás articulistas tenían autonomía para enfocar el tema principal desde el punto de vista que juzgasen conveniente, en la mayor parte de los casos son frecuentes las referencias al artículo introductorio.

Dicho artículo comenzaba con el breve estudio comparativo de la situación y problemas en tiempo del Comité Macmillan y en la actualidad, a que hemos hecho referencia en los párrafos anteriores. Y aunque sea volver al Comité Macmillan, es interesante recordar el comienzo de su informe. Decía así:

“Desgraciadamente, no existen principios generales universalmente aceptados acerca de la manera en que las actividades e instituciones monetarias afectan a la situación económica, y menos aún acerca de su importancia relativa en comparación con otras causas. La verdad es que nos hemos encontrado con una variedad de opiniones que, en un extremo, atribuían todos los males a causas monetarias, y en el otro, las absolvían por completo. Esta disparidad de opiniones es sin duda debida, en parte, a la variedad de conceptos acerca de lo que son causas monetarias.”

Comenta Ross a continuación de la precedente transcripción que probablemente Lord Radcliffe y sus colegas sentirán la tentación de repetir las mismas observaciones. Pero señala que la naturaleza de las controversias y disparidad de opiniones con que habrá de enfrentarse el Comité Radcliffe serán, en importantes aspectos, distintas de las existentes en 1930.

En la actualidad, la mayor parte de las discusiones sobre política económica —bien sea en torno a objetivos o en torno a técnicas— no son fáciles de centrar debido a la dificultad de fijar con precisión los límites de la controversia. Y con frecuencia, divergencias acerca del valor y eficacia de métodos y técnicas diversos, se desvanecen o acentúan como consecuencia de discrepancias más fundamentales acerca del carácter general de políticas alternativas.

Cree conveniente Ross que el análisis de la política monetaria se realice en dos etapas. La primera, considera el proceso a través del cual una decisión de utilizar la política monetaria es puesta en práctica. Esto implica a su vez un análisis de cómo, por ejemplo, la acción de las autoridades al variar el tipo de interés, o al comprar y vender valores, influye sobre el mercado monetario, la Bolsa y los Bancos comerciales. Estos procesos están constituidos por una complicada cadena de reacciones que actúan a través de distintas instituciones, y su análisis exige una idea clara de lo que comprende cada eslabón, un examen de su resistencia e importancia y el conocimiento de su grado de flexibilidad.

La segunda etapa, más importante, consiste en investigar cómo los cambios en la situación monetaria afectan a las decisiones de

invertir de los empresarios en equipo, capital, stocks o producción en curso, así como a las de las personas individuales en cuanto a sus gastos en bienes de consumo. En la discusión de problemas monetarios, esta etapa aparece con frecuencia descuidada, pero sólo mediante la consideración de este más amplio grupo de temas será posible juzgar hasta qué punto puede ser eficaz la política monetaria como reguladora de los movimientos de la demanda, producción, empleo, balanza de pagos o nivel de precios.

De acuerdo con la mayor importancia que les ha atribuido, se ocupa primero Ross del segundo grupo de problemas.

La política monetaria influye sobre la situación económica general a través de sus efectos sobre los componentes de la demanda total. No hay ninguna razón para que el nivel de demanda que corresponde a unos ciertos niveles de empleo y renta nacional, corresponda también a una situación de precios estables y balanza de pagos equilibrada. Considerando como objetivos de la política económica un alto nivel de empleo, equilibrio de la balanza de pagos, estabilidad de precios y rápido crecimiento de la producción, no hay razón para suponer que estos objetivos hayan de alcanzarse simultáneamente. Por el contrario, dadas las condiciones en que se desarrollan las negociaciones sobre salarios, el latente desequilibrio de la balanza de pagos y la escasez de divisas, es probable que los objetivos indicados sean incompatibles.

El uso restringido de la política monetaria como instrumento para evitar subidas de precios o desequilibrios de la balanza de pagos, viene determinado, al menos en parte, por la consideración del nivel y duración del paro, y las pérdidas de producción que serían precisas para conseguir que dicha política fuese eficaz. Estas cuestiones implican una decisión acerca de la jerarquía de los fines, así como una clara visión de conjunto del mecanismo y funcionamiento del sistema económico y no pueden resolverse fácilmente mediante un análisis de métodos y técnicas.

Hace Ross a continuación un estudio detallado del impacto y posibilidades de la política monetaria como instrumento de control de diversos sectores de la economía: el consumo, la inversión, el nivel de precios, la balanza de pagos. Como más adelante habremos de volver sobre estos temas al resumir las opiniones de los distintos autores en torno a los mismos, y nos refe-

riremos entonces también a las de Ross, nos limitamos ahora a mencionarlos a efectos de completar el esquema de su artículo.

Termina su introducción con un breve análisis de varios aspectos técnicos de la política monetaria, correspondientes a la que él ha denominado primera etapa de la misma. Trata principalmente de los siguientes temas: posibilidades de control de la inversión privada—mediante el tipo de interés y la política de créditos; evolución en la postguerra de las condiciones en que se desenvuelve la vida financiera de las empresas—mayor importancia de la autofinanciación, magnitud de las reservas y grado de liquidez; función del mercado monetario como indicador que influye sobre las expectativas de los empresarios; problema de la liquidez bancaria como determinante de la eficacia de la política monetaria, etc. En el curso de nuestro resumen volveremos a ocuparnos con mayor detalle de casi todos estos temas, al contrastar las opiniones de Ross con las de los demás participantes en el Symposium.

Límites y contenido de la misión del Comité Radcliffe.

Aunque los participantes en el Symposium contaban con el artículo introductorio de Ross como punto de partida, no se pretendía que los temas tratados por éste fuesen un molde rígido al que habrían de adaptar sus respectivos artículos, sino únicamente un conjunto de sugerencias que facilitasen los comentarios subsiguientes. Contaban, pues, los articulistas con una absoluta libertad de enfoque, sin más limitación, en definitiva, que la propia del tema propuesto por el Gobierno al Comité Radcliffe, susceptible, lógicamente, de interpretaciones varias.

Nos encontramos así desde el artículo de Streeten y Balogh, que lleva por título “Una nueva consideración de la política monetaria”, en el que se da una visión amplia y personal del conjunto de dicha política, con aplicación de modelos econométricos propios, hasta los de Burchardt y Nevin, que se ocupan de temas concretos y bastante más limitados, como son la “Inflación de costes” y “La Deuda Nacional”, pasando por otros cuyos temas podríamos considerar como de amplitud intermedia.

La cuestión de si el Comité habrá de limitar sus investigacio-

nes a los problemas estrictamente técnico-institucionales, o si, por el contrario, habrá de extenderse también a las repercusiones sobre el conjunto de la economía, es probablemente una de las más debatidas. Trataremos de resumir algunas de las opiniones expuestas.

Dow, estableciendo una clasificación más detallada, en principio, que la de Ross, sugiere que los problemas relativos a la política monetaria se dividan en tres grupos:

1) Los correspondientes a su técnica, fundamentalmente al tipo de interés control de créditos. Como ejemplo de temas incluidos en este grupo, cita el del control de los depósitos y anticipos bancarios.

2) Acerca de su impacto directo, correspondiente a preguntas como las siguientes: ¿qué clases de demanda son afectadas de manera inmediata por los tipos de interés o por las restricciones de los préstamos? y ¿en qué medida?

3) Sus repercusiones secundarias y, por consiguiente, su efecto total sobre el funcionamiento del sistema económico. Por ejemplo, si el nivel de demanda resulta afectado, éste a su vez puede repercutir sobre el nivel de precios o sobre la balanza de pagos.

Cree Dow que los correspondientes al segundo grupo han sido innecesariamente descuidados, y que los del primero —puramente técnicos— no pueden discutirse de manera aislada, porque el efecto que se busca puede con frecuencia imponer la técnica que se ha de aplicar. En cuanto a los referentes al tercer grupo, pone de relieve su mayor dificultad, señalando al propio tiempo que son menos esenciales desde el punto de vista de una discusión en torno a la política monetaria, propia del Comité Radcliffe.

Aunque no puede establecerse una distinción muy precisa, creemos puede afirmarse que las concepciones de Little y Lydall respecto de lo que deben ser las tareas del Comité, son más amplias que las de Ross, y sobre todo que las de Dow, y en parte coincidentes. Creen, en definitiva, que las preocupaciones del Comité deben extenderse a los que Dow considera incluidos en el tercer grupo de problemas. Dice Little que es imposible formular recomendaciones inteligentes acerca de cómo debe ser utilizado, controlado o reformado el mecanismo monetario, a menos que también se investigue acerca de los efectos sobre la economía, de los cambios en la disponibilidad y precio del crédito, así como

acerca de la conveniencia de tales efectos desde el punto de vista de los fines fundamentales de la política económica. Lydall, por su parte, cree que el Comité Radcliffe habrá de considerar la política monetaria en toda su amplitud, y supone que, en términos generales, el problema es cómo el Gobierno puede usar los instrumentos monetarios como medios eficaces para regular la actividad económica. Esto implica, por tanto, no sólo la consideración de la eficacia de cualquier técnica para alcanzar un determinado fin, sino también la de sus repercusiones sobre otros sectores de la economía. Toda medida política debe, por consiguiente, ser enjuiciada, tanto desde el punto de vista estrictamente técnico, como desde el punto de vista de sus repercusiones económicas más amplias.

Varios de los articulistas se ocupan del problema de la eficacia de la política monetaria como instrumento de acción a corto y a largo plazo, y de la importancia de establecer una clara distinción entre ambos. Ross, en su artículo inicial, señala que puede ser relativamente eficaz ante determinados problemas a corto plazo, pero le parece bastante más dudoso que meras manipulaciones monetarias puedan tener eficacia ante problemas a largo plazo de tipo estructural, de balanza de pagos, estabilidad de precios o desarrollo económico. Little destaca también la importancia de la misma distinción: es posible restringir o expansionar el crédito para contrarrestar fluctuaciones a corto plazo; pero esta restricción o expansión deberá hacerse en torno a cierto nivel considerado a largo plazo como normal, y el Comité deberá enfrentarse con el problema de hasta qué punto tiene sentido una política de restricción de crédito a largo plazo, coincidente con una política de pleno empleo.

También Sargent señala la conveniencia de establecer claramente la distinción entre corto y largo plazo, poniendo de manifiesto la posible incompatibilidad entre las políticas seguidas al enfrentarse con ambos tipos de problemas. Destaca especialmente el peligro de que pueda repetirse la experiencia del período comprendido entre las dos guerras, durante el cual la preocupación por combatir los movimientos especulativos de capital dió lugar a que se descuidasen los medios para evitar el progresivo empeoramiento de la balanza de pagos. Señala que la actual obsesión por el tipo de cambio de la libra puede impedir que se consideren con

claridad suficiente los problemas a largo plazo, de carácter estructural. Un cierto grado de estancamiento puede facilitar la solución de problemas a corto plazo, pero a largo plazo será fatal.

Eficacia decreciente de la política monetaria. Sus causas.

Existe una casi completa unanimidad por parte de los articulistas en admitir una eficacia decreciente de la política monetaria como instrumento de control de la actividad económica.

Tal vez Wilson, defensor a ultranza del instrumento monetario, constituya la única excepción. Aunque también reconoce una disminución de su eficacia, la atribuye en gran parte al mal uso del instrumento, más bien que a debilidad intrínseca del mismo. Cita —entre otros— como ejemplos de este mal uso, la falta de energía y decisión por parte del Gobierno en su política restrictiva, que ha dado lugar a una pérdida de confianza en el público en cuanto a la efectividad de las intenciones gubernamentales; y el desgraciado experimento de dinero archibarato del canciller Dalton, que dejó a la economía con un gran volumen de activos líquidos, y ha hecho más difícil la acción posterior. Termina su comentario estimando que las perspectivas acerca de la futura utilización de la política monetaria han mejorado recientemente; los depósitos no han aumentado últimamente de manera excesiva, y la relación entre depósitos y caja, por una parte, y renta nacional bruta, por otra, es en la actualidad más baja que en ningún otro momento en el último cuarto de siglo. El Comité Radcliffe —dice— deberá tener muy en cuenta estas perspectivas en su informe.

Ahora bien, el casi general reconocimiento —con la salvedad citada— de la menor eficacia de la política monetaria, no debe identificarse, ni mucho menos, con la conclusión de que sea hoy día un instrumento prácticamente inoperante. Aunque con carácter más limitado que hace unos decenios, puede seguir siendo un arma útil en el arsenal gubernamental. Habrá de ser tarea del Comité contribuir a un mejor conocimiento de sus actuales posibilidades y limitaciones, formulando las recomendaciones adecuadas para su puesta a punto.

Son varios los articulistas que enumeran las causas que, a su juicio, han contribuido a esta menor eficacia de la política mo-

netaria. Empezaremos por las que se refieren principalmente a las condiciones técnicas.

Analizan Streeten y Balogh las razones que han motivado la disminución del impacto de los cambios de los tipos de interés. Citan las siguientes: a) Parte del sector público puede considerarse como bastante insensible a la acción de la política monetaria; esta zona relativamente inmunizada, limita, por consiguiente, el radio de acción de dichos cambios; b) El impacto fiscal de tipos de interés más altos actúa en sentido opuesto a su impacto monetario, ya que dan lugar a mayores pagos de intereses de la Deuda, y a mayores deducciones de las rentas a efectos tributarios; c) Puesto que el pago de intereses es deducible a efectos tributarios, y los tipos de imposición son más altos, la eficacia del aumento de los tipos de interés sobre la demanda de fondos de inversión se reduce; d) Las variaciones acostumbradas (2) en los tipos de interés, no pueden ejercer una gran influencia sobre las decisiones de invertir cuando los beneficios previstos, incluidas las primas por riesgo, oscilan entre el 10 y el 20 por 100; e) La estructura del sistema fiscal y las condiciones generales económicas estimulan los negocios arriesgados, así como los que emprenden las grandes empresas firmemente establecidas. Estos negocios representan un porcentaje creciente en el total de las inversiones, y son precisamente los menos sensibles a los cambios en los tipos de interés.

Estima Lydall que las debilidades del sistema actual son consecuencia principalmente de tres defectos. En primer lugar, el Gobierno, que debe decidir sobre las elevaciones y reducciones de los tipos de interés, es por su parte el primer deudor de la nación, y tiene por tanto un interés directo en que dichos tipos no se eleven. Por esta misma razón mantiene una gran parte de su deuda en obligaciones a corto plazo, Treasury Bills (3) principalmente, cuyo tipo de interés es, en general, inferior al de los

(2) Con excepción de la nota final de Ross, todos los artículos fueron escritos antes de que el tipo de interés se elevase al 7 por 100.

(3) El *Dictionary of Economic Terms*, de J. R. Winton, dice de los "Treasury Bills" que son instrumentos a corto plazo, que constituyen hoy día la parte más importante de la deuda flotante. Son emitidos semanalmente, y tienen una vida de noventa y un días.

valores a largo plazo. Consecuencia de esto es que los Bancos se encuentren en posesión de un gran volumen de Treasury Bills, y que le sea difícil al Gobierno influir mediante elevaciones del tipo de interés sobre el sistema bancario, dado el alto grado de liquidez que por esta causa ha alcanzado. El segundo defecto se deriva de la condición de Inglaterra como banquero del área de la libra y de algunos otros países, lo que da lugar a la existencia en Londres de importantes saldos en esterlinas, cuyo volumen aumentó además en forma muy considerable durante la segunda guerra mundial; esta situación es causa de que todo aumento del tipo de interés imponga una carga suplementaria importante sobre la balanza de pagos. El tercer defecto del sistema reside en que el mercado de capitales es muy imperfecto, por lo que una elevación del tipo de interés se extiende y repercute de manera hártó irregular sobre el conjunto de la economía.

Al estudiar Dow lo que, de acuerdo con su terminología, denomina impacto directo de la política monetaria, señala que dicho impacto sólo alcanza —más adelante volveremos sobre este tema— a algunos sectores de la demanda. Este alcance limitado implica un uso del instrumento monetario mucho más restringido del que se le asignaba hace veintinco o treinta años.

Por su parte Burchardt señala que la economía se encuentra actualmente más acolchada contra la acción de medidas monetarias restrictivas: existe una mayor liquidez en los negocios, los carnets de pedidos son mayores, los planes de inversión se extienden sobre plazos más largos, y existe una creencia general de que los malos tiempos han pasado o, en todo caso, no están próximos.

Los problemas técnico-instrumentales: información estadística, tipos de interés y liquidez bancaria

El conjunto de temas y cuestiones cuyo estudio sugieren al Comité los articulistas es muy amplio y variado, y es frecuente la coincidencia de varios de ellos ante un mismo asunto. Empezaremos por los más precisos y concretos: mejora de las estadísticas financiero-monetarias, tipos de interés, y liquidez bancaria, a los que podríamos considerar incluidos en el primer grupo establecido por Ross y Dow.

Las referencias a la necesidad de una más amplia y mejor información estadística, que ya inicia brevemente Ross en su primer artículo, son frecuentes, y apenas si encontramos un comentarista en el Symposium que en una ocasión u otra no insista sobre ella. Pero son principalmente Lydall y Johnson quienes de una manera más concreta indican los defectos e insuficiencias actuales, y formulan con precisión recomendaciones para que sean subsanados.

En una justificación previa de la necesidad de mejores estadísticas, señala Lydall que el problema más importante con que debe enfrentarse el Comité no es el de revitalizar el tipo de interés, sino el de mejorar y desarrollar los controles —fiscales y de crédito— alternativos a disposición del Gobierno. Ya están en servicio, dice, varios poderosos instrumentos: control de compras a plazos, autorizaciones o licencias de inversión, restricción de los anticipos bancarios y, por supuesto, impuestos directos e indirectos. Pero para que sean eficaces, es preciso conocer mejor las intenciones de empresarios y consumidores. Aunque reconoce se han realizado ya enormes progresos en el campo del conocimiento estadístico, señala quedan dos sectores, de vital importancia, en los cuales la información es todavía insuficiente: distribución de activos líquidos entre empresarios, personas individuales, Gobierno y extranjeros; e información acerca de las intenciones de los consumidores en cuanto a sus compras futuras.

En relación con el primer punto, insiste en que la información sobre la distribución de la propiedad de activos líquidos, y de los cambios en la misma, es totalmente inadecuada. Para llenar las lagunas existentes, deberán recogerse datos mensuales, mediante muestreo de cuentas bancarias clasificadas por sectores —empresas, personales, Gobierno y extranjeros— y en el caso de las empresas, clasificadas a su vez por industrias y tamaños, de los depósitos y de los préstamos bancarios. También deberán facilitarse datos, al menos anuales, de algunos otros intermediarios financieros, principalmente sociedades inmobiliarias. Y será conveniente que las estadísticas se refieran a un mismo día del mes.

La citada información será esencial para juzgar acerca de la eficacia de la política fiscal o de crédito al restringir o expansionar el volumen de fondos líquidos a disposición de los distintos sectores. Parte de la recogida de datos habrá de estar a cargo de los Bancos privados, pero la tarea principal deberá recaer sobre el Banco

de Inglaterra u organismos gubernamentales. No podrá ignorarse el problema del coste; pero, como en toda investigación estadística, la decisión de realizarla dependerá en definitiva del valor que se atribuya a la información. A juicio de Lydall, en este caso el coste de la operación será insignificante frente al valor de los datos. Destaca también que, con el procedimiento de muestreo que propone, no se romperá la relación de confianza que debe existir entre cliente y banquero, y este no violará ningún secreto profesional.

En cuanto al segundo sector —situación financiera e intenciones de los consumidores— en el que señala notorias deficiencias, pone de relieve la creciente importancia del mismo. En el curso de los últimos treinta o cuarenta años se ha producido un enorme aumento de los activos líquidos en manos del público, cuyo volumen ha llegado a ser en la actualidad los $\frac{3}{4}$ de la renta nacional disponible. Como consecuencia de ésto, son posibles grandes fluctuaciones de los gastos personales ante cambios en las expectativas. Se ha observado también durante los últimos años, que un porcentaje creciente de la renta personal se dedica a la compra de bienes de consumo duraderos. Pero el gasto en este tipo de bienes es más errático e imprevisible que el correspondiente a productos alimenticios, vivienda o combustible. Es pues importante disponer de información acerca de los factores que más influyen sobre la demanda de bienes de consumo duraderos: disponibilidad financiera —activos líquidos y su distribución, créditos y deudas de consumo; renta personal; cambios de gustos, o nuevos modelos de los productos— automóviles; demanda de reposición; expectativas de renta y precios. Recomienda seguir en estas cuestiones la eficiente experiencia de los "American Surveys of Consumer Finances", realizados anualmente mediante muestreos entre consumidores. Estas encuestas son relativamente fáciles, pero caras.

Aunque de forma no tan concreta como Lydall, también Johnson, coincidiendo en parte con él, señala defectos y propone mejoras. Así, recomienda se elaboren estadísticas sobre planes de inversión, intenciones de los consumidores, carnets de pedidos, etcétera, a fin de poder estudiar tendencias y expectativas. Pone de relieve que las estadísticas financieras podrían mejorarse refiriéndolas todas a una misma fecha, así como publicando datos acerca de la corriente monetaria —fuentes y usos de los fondos— del sector financiero. Entre los fallos que atribuye a las estadís-

ticas monetarias inglesas, se queja de que en bastantes casos adolecen de ser poco representativas, heterogéneas e imprecisas. Señala a estos efectos la imprecisión en la valoración de las inversiones; la falta de distinción entre propietarios de depósitos nacionales o extranjeros, e individuales o colectivos; la inexistente clasificación de los préstamos e inversiones en cuanto a su uso y tipo; la heterogeneidad de las fechas y períodos base, etc.

Comenta también el problema del secreto a que hacía referencia Lydall, distinguiendo entre el que podríamos llamar público y el privado. Se refiere con el primero al que tradicionalmente envuelve las operaciones y decisiones del Banco de Inglaterra, y con el segundo, al posible quebrantamiento del secreto profesional que liga a los Bancos con sus clientes. Para superar las objeciones en torno al primero, sugiere que las estadísticas relativas a las actividades del Banco de Inglaterra se publiquen con cierto retraso. Y en cuanto al segundo, cree, como Lydall, que mediante un sistema de muestreo adecuado los datos tendrían un carácter totalmente impersonal y anónimo.

En su nota final apunta Ross la conveniencia de que el Comité formule recomendaciones, no sólo conducentes a mejorar el conocimiento estadístico, sino a la realización de trabajos de investigación económica, señalando incluso temas concretos. Como estas tareas no podrán ser la obra de un grupo o institución aislada, el Comité deberá tratar de fomentar la coordinación de los trabajos de esta naturaleza que realicen los departamentos gubernamentales, autoridades monetarias, instituciones financieras y universidades, así como su mutua colaboración.

* * *

Las observaciones y recomendaciones de los participantes en el Symposium acerca del tipo de interés, habrán de estar casi inevitablemente desperdigadas a lo largo de los distintos apartados del resumen —“Todo está relacionado con todo...”— y habremos de volver a ellas con frecuencia. Vamos a ocuparnos ahora de algunos aspectos predominantemente técnicos, de carácter más bien general.

Aunque Johnson destaca que el problema técnico número uno con que habrá de enfrentarse el Comité es el de la eficacia del

tipo de interés, casi todos los comentaristas, incluido el propio Johnson, se muestran poco optimistas acerca de dicha eficacia. Tal vez Ross, en su artículo inicial, sea uno de los menos pesimistas, pues cree que si los aumentos del tipo de interés, junto con la venta de valores por parte del Banco Central, se mantiene con suficiente energía y persistencia, el mecanismo restrictivo acabará funcionando y se cortará la corriente de nuevas inversiones. Pero admite que el proceso podrá ser largo y penoso; el problema, dice, no se plantea en términos de la posible inutilidad del mecanismo, sino en cómo conseguir que funcione sin brusquedad y con eficacia. Recoge también Ross la opinión de algunos economistas con considerable experiencia práctica, según la cual el tipo de interés ejerce poca influencia sobre las decisiones de invertir de los empresarios, pero actúa sin embargo de manera directa sobre sus expectativas, a través de su influencia sobre el mercado monetario, al que los empresarios conceden importancia como barómetro indicador.

Hawtrey y Johnson recomiendan se analicen estudios acerca de la sensibilidad de los distintos sectores ante las variaciones de los tipos de interés. El primero, de manera más general, cree interesante se investigue acerca de la reacción de los prestatarios ante dichos cambios, que dice habrá de depender, en parte, de la finalidad a que se destine el préstamo y de sus expectativas. Johnson recomienda se estudie la sensibilidad de la oferta de las letras que se presentan para ser descontadas en los Bancos y casas de descuento. Pero cree que los cambios de los tipos de interés deben ser sustituidos por operaciones de "open market", de manera que el Banco Central no se vea en la obligación de tener que aceptar un volumen ilimitado de letras para su redescuento a un tipo dado. Juzga también equivocada la política tradicional de no elevar los tipos por encima del 4,5 por 100.

Destaca también por su importancia, entre los problemas de carácter técnico-instrumental, el de la liquidez bancaria. Ross señalaba en su introducción que, entre las causas que han contribuido a la disminución de la eficacia de la política monetaria, debe incluirse el general aumento de la liquidez del sistema. Hawtrey estudia con algún detalle esta cuestión y pone de relieve la notable influencia que sobre la misma ha ejercido la creciente importancia de los Treasury Bills. Antes, los Bancos tenían que

adaptar su política de crédito a sus existencias de "caja"; hoy día, pueden conseguir caja dejando madurar sus Treasury Bills. Hace referencia al reciente convenio según el cual los Bancos deben mantener la suma de Treasury Bills, más caja, y más dinero a la vista, en proporción no inferior al 30 por 100 de su pasivo en depósitos; y recomienda se estudie esta cuestión de la proporción de liquidez. Señala también la conveniencia de que se estudie la relación entre las políticas monetarias, crediticia y fiscal, y plantea las siguientes cuestiones: ¿Hasta qué punto es conveniente que el Gobierno influya sobre la liquidez bancaria mediante déficits o superávits presupuestarios? ¿Cuál debería ser la relación entre la política de emisión, consolidación y amortización de Deuda; y la política de crédito, especialmente en cuanto a la situación de caja y coeficiente de liquidez de los Bancos?

También Johnson se ocupa del problema de la liquidez bancaria, y recomienda se consideren especialmente dos cuestiones: la posibilidad de sustituir el procedimiento actualmente seguido por el Gobierno de financiar sus operaciones a corto plazo mediante Treasury Bills, por otro más directo de préstamos en los Bancos comerciales; y la conveniencia de sustituir las manipulaciones en los tipos de interés por las operaciones de "open market" a que hemos aludido anteriormente.

Al referirse Hawtrey a los temas de carácter técnico, señala que, aparte de otras medidas a disposición de los Bancos para influir sobre el volumen de los créditos, tienen la de restringir o negar las peticiones de crédito que les son formuladas. Cree Hawtrey debe investigarse hasta qué punto hacen uso los Bancos de estas facultades y en qué medida acomodan su política a la general del Gobierno. Y también deberán estudiarse las instrucciones que habría que dar a los directores de los Bancos a efectos de coordinación de ambas políticas, y cuáles habrían de ser las advertencias que se hagan al público en el mismo sentido.

* * *

Vamos a intentar resumir a continuación las opiniones en torno a algunos de los temas que, de acuerdo con la terminología de Ross, corresponden a la segunda etapa de la política monetaria.

*La política monetaria y las relaciones económicas
con el exterior*

Los problemas comprendidos en el precedente epígrafe constituyen una de las preocupaciones fundamentales de los comentaristas. Se destacan entre dichos problemas los siguientes, en gran parte ligados entre sí: desequilibrios de la balanza de pagos, saldos exteriores en libras, posición de Gran Bretaña como banquero internacional, paridad de la libra.

En su artículo inicial Ross se mostraba poco optimista en cuanto a la eficacia de la política monetaria ante los problemas derivados de las relaciones económicas con el exterior. Señalaba como una de las causas de desequilibrio de la balanza de pagos, los movimientos desfavorables de los precios relativos; a corto plazo sus efectos no son graves, pero a largo plazo son acumulativos, y si la disparidad entre los precios interiores y los de los competidores extranjeros llega a ser grande, los únicos remedios serán la devaluación o la reducción de los salarios. No es fácil que la política monetaria pueda evitar que estos desequilibrios se produzcan, por las mismas causas que veremos más adelante al tratar de la inflación de costes.

Se refiere también Ross a los movimientos de capital como motivo de desequilibrio, y señala que en tanto las salidas de capital sean importantes en relación con los posibles excedentes de la balanza de pagos y en tanto la desproporción entre el volumen de transacciones y las reservas de divisas sea también grande, los movimientos de capital podrán ser causa de graves fluctuaciones a corto plazo o de persistentes desequilibrios.

Hawtrey, Sargent, Lydall y Nevin coinciden en señalar que el volumen de los saldos exteriores en libras constituye un serio problema y ponen de relieve la conveniencia de un estudio a fondo del mismo. Destaca Hawtrey que cada país poseedor de haberes en libras constituye un problema distinto. Será preciso investigar su situación pasada y presente y tratar de estimar en qué medida la actual puede considerarse o no como normal. Habrá que estudiar las posibles maneras de controlar dichos saldos cuando se consideren excesivos, bien mediante consolidación de los mismos,

o bien dedicándolos gradualmente a la financiación de programas de desarrollo. Sargent indica también el interés de conocer la forma que adoptan estos saldos: cuentas corrientes, Treasury Bills, valores a largo plazo. Y Lydall estima que los tipos de interés vigentes en la actualidad son más elevados de lo que sería preciso para mantener esos saldos en su casi totalidad, sin provocar salidas de capitales.

El problema de los saldos exteriores en libras está bastante estrechamente ligado al de la convertibilidad de los haberes en dicha moneda para los no residentes, establecida hace no mucho tiempo. Cree Sargent que debería someterse a nuevo estudio, y no considerarla, sin más, como una decisión irrevocable, ya que implica una mayor vulnerabilidad de las reservas oro y en dólares británicas. Uno de los principales argumentos en pro de la convertibilidad ha sido el de la existencia, con el anterior sistema, de mercados libres de esterlinas en otras partes del mundo, en los cuales los especuladores encontraban libras baratas. Otro de los argumentos a favor ha sido el de las ganancias para la balanza de pagos invisible derivadas del uso de la libra como moneda internacional. Pero tanto uno como otro argumento han carecido de justificación cuantitativa adecuada, basándose más bien en intuiciones poco precisas que en datos concretos. Para poder decidir con acierto ante las alternativas posibles, es preciso tener una idea, aunque sea aproximada, del coste y ventajas de las mismas.

Al ocuparse Hawtrey de la situación de Londres como banquero internacional, dice que los problemas del tipo de cambio y de la balanza de pagos no pueden considerarse con independencia de los del control de los cambios y del área de la libra; las reservas oro y en dólares del Exchange Equalisation Account lo son, no sólo del Reino Unido, sino de toda el área de la libra. Desde 1939 esta zona ha constituido una unidad a efectos del control de cambios. Apunta Hawtrey la posibilidad de que el área de la libra pudiese desaparecer como ente jurídico, y sin embargo los países que la constituyen siguiesen manteniendo sus reservas en Londres. Y sugiere que estos temas sean estudiados por el Comité.

También trata Hawtrey del problema de la paridad de la libra. Fijada en oro o su equivalente en dólares por el Fondo Monetario Internacional, sólo es posible modificarla ante situaciones de desequilibrio fundamental, reconocidas como tales por el Fondo. Cree

Hawtrey que debería precisarse el alcance de este concepto y referirle a desequilibrios en los poderes adquisitivos, estudiando también si la paridad actual es adecuada. Señala el peligro de que puedan transmitirse a Gran Bretaña las oscilaciones del valor en términos reales del dólar. Este peligro podría contrarrestarse mediante cambios frecuentes en la paridad, lo cual podría implicar a su vez el retirarse del Fondo Monetario.

Al tratar de la Deuda exterior, cree Nevin que la política de dinero caro ha sido contraproducente desde el punto de vista de la balanza de pagos, pues su déficit se ha agravado como consecuencia de los crecientes pagos de intereses. Coincide Nevin con Sargent en destacar la importancia que para juzgar acerca de la eficacia y conveniencia de la política monetaria en sus relaciones con la economía exterior, tiene el conocimiento de su coste.

La estabilidad del nivel de precios. Inflación de demanda e inflación de costes

Presenta Ross en su primer artículo un breve esquema de los dos tipos de inflación. Los precios pueden subir debido a un exceso de la demanda sobre la oferta que los empuje hacia arriba, o debido a un aumento de los costes de producción. La política monetaria puede contribuir a evitar el exceso de demanda a través de sus efectos sobre el nivel de demanda efectiva. Pero la verdad es que, a partir de 1945, las mayores elevaciones de precios no han sido debidas a aumentos de la demanda, sino a elevaciones de los costes, motivadas principalmente por subidas de los salarios. En los últimos tiempos la economía se ha movido en torno a niveles de empleo muy altos, y en estas condiciones la capacidad negociadora de las Trade Unions es grande y es fácil que consigan aumentos de salarios superiores a los aumentos de la productividad. Para que la política monetaria fuese un instrumento eficaz contra la inflación de costes, sería preciso que disminuyese la fuerza negociadora de los sindicatos, lo cual exigiría una previa disminución de la demanda efectiva que provocase a su vez una disminución de la producción y del empleo. Es difícil precisar cuánto paro sería necesario para llegar a esta situación, pero desde luego puede

asegurarse que sería superior al existente en ningún momento desde el año 1945.

Al ocuparse Streeten y Balogh de este mismo tema, recuerdan que el aumento del tipo de interés figuraba entre los medios tradicionales conducentes a disminuir los excesos de demanda; de la comparación de la eficacia marginal del capital con el tipo de interés, resultaban eliminados los proyectos o negocios menos rentables, y al aumentar aquél aumentaba también el número de éstos, con la consiguiente reducción del gasto. Pero, de hecho, se dan ciertas situaciones en las que los empresarios pueden trasladar cualquier aumento de los intereses al precio. Son las siguientes: 1) Cuando exista una confianza general en la decisión del Gobierno de mantener el pleno empleo. 2) En situaciones de oligopolio o monopolio. Creen que los Gobiernos actuales están en general poco dispuestos a aumentar los tipos de interés todo lo que sería preciso para destruir dicha confianza.

Estiman también Streeten y Balogh que la idea de que la política monetaria es ineficaz, porque no se está dispuesto a aceptar el nivel de paro preciso para que los precios y los salarios sean estables, es equivocada. Las medidas deflacionistas previstas no sólo no detendrían la inflación, sino que podrían incluso agravarla. Justifican esta hipótesis mediante una teoría según la cual, uno de los elementos que determinan la remuneración monetaria de los factores de producción, principalmente de los salarios, es la idea previa que tienen los asalariados acerca del que debe ser su nivel y ritmo de crecimiento justos. La política deflacionista puede afectar desfavorablemente el ritmo de aumento de la capacidad productiva, aumentando la discrepancia entre los de crecimiento de los salarios que se producen en la realidad y los ritmos "ideales" previamente establecidos por la gente.

El artículo de Balogh está dedicado a la inflación de costes y en él se muestra poco optimista acerca de la eficacia de la política monetaria para combatirla. Pone de manifiesto cómo en situaciones de pleno empleo es fácil que la retribución monetaria de los factores de producción aumente más deprisa que la propia producción, aun cuando no exista exceso de demanda de recursos reales. Y dice podría definirse la situación de equilibrio como el nivel de demanda en el cual hay suficiente desahogo en el sistema para evitar que los precios de los factores aumenten más deprisa

que la producción. Pero las opiniones acerca del nivel de paro que sería necesario para llegar a tal situación, varían. Sería también difícil de precisar el coste del mismo, pues probablemente influiría sobre los planes de inversión y las expectativas y afectaría al ritmo de aumento de la producción, hasta el punto de poder llegar a ser política y económicamente intolerable.

Una alternativa del paro —en el caso de que los precios interiores subiesen más deprisa que los de los competidores extranjeros— podría ser la devaluación de la libra. Sería un remedio menos malo, pero tampoco seguro, porque podría proporcionar nuevos estímulos a la inflación como consecuencia del mayor coste de las importaciones.

Es, pues, preciso buscar un sistema que permita controlar los factores que motivan la inflación, y por tanto es especialmente importante tratar de encontrar un procedimiento para controlar los salarios. Cree Balogh que una de las causas que han motivado las dificultades actuales es la falta de coordinación en las negociaciones de salarios, y admite que no será fácil establecer normas institucionales para conseguir dicho coordinación. Podría darse un primer paso mediante la sincronización de las negociaciones —a fin de evitar las reacciones en cadena, en las cuales el aumento del vecino es tomado como pretexto o razón para justificar el propio—, contrastando entonces las demandas monetarias globales con la situación real y estudiando sus posibles consecuencias. La adopción de este sistema podrá, en parte, facilitarse mediante la racionalización de la estructura de los salarios en algunas industrias, y posiblemente será también preciso una política redistributiva para algunos sectores de la población, a fin de garantizarles aumentos de renta superiores, en términos reales, a los aumentos medios de la producción.

Parece existir, en definitiva, una unanimidad casi completa en reconocer que la política monetaria por sí sola sería incapaz de llevar el peso de una campaña antinflacionista.

La política monetaria y la demanda

En el breve resumen que hicimos del artículo de Ross, vimos señalaba que la política monetaria actúa sobre la situación económica general a través de sus efectos sobre los componentes de la demanda total. Y más adelante veremos se ocupaba también de la demanda de bienes de consumo y de inversión en particular.

Estima Little que Ross no ha destacado lo suficiente esta acción de la política monetaria sobre la demanda, a juicio suyo muy importante. Es un error frecuente —dice— creer que puede garantizarse el pleno empleo mediante métodos presupuestarios, en tanto que la inflación puede controlarse mediante el mecanismo monetario. Esto es un error, porque el pleno empleo exige un alto nivel de demanda; y si la demanda es elevada, la política monetaria es prácticamente incapaz de contener la subida de los precios. Las políticas monetaria y fiscal son, pues, medios alternativos de influir sobre la demanda.

Dow cree que un estudio cuidadoso de sus impactos inmediatos demostraría que el mecanismo monetario sólo influye de manera directa sobre algunos sectores de la demanda: bienes de consumo duraderos; construcción de viviendas particulares; tal vez sobre las inversiones en algunos tipos de stocks. Si esto fuese cierto, la política monetaria no debería emplearse para influir sobre la demanda en general, sino únicamente sobre los componentes de la misma citados. Evidentemente, el papel de la política monetaria quedaría así bien definido, pero un uso tan restringido de la misma supondría, sin duda, un papel mucho más limitado del que se le asignaba hace veinticinco o treinta años.

La demanda de bienes de consumo

En el primer artículo, Ross se ha ocupado de manera especial de este tema, señalando que la política monetaria afecta al nivel de gastos en bienes de consumo de dos maneras. La primera, directa, al actuar a través de los tipos de interés, ofertas de crédito, precios de los valores en Bolsa, etc., sobre aquella parte de dichos

gastos financiada mediante créditos, préstamos o ventas de activos. La segunda, indirecta, a través de la inversión: una política monetaria restrictiva provocará una disminución de las inversiones, un menor nivel de producción y una reducción de las rentas y del empleo, que a su vez motivará un menor gasto en bienes de consumo.

Entre los efectos directos destacan, por la importancia del sector afectado, los referentes a las compras a plazos. Dado que en la actualidad un porcentaje creciente de las rentas personales se gasta en bienes de consumo duraderos, que en gran parte son comprados a plazos, el control de estas compras tiene una considerable importancia por influir sobre el nivel general y sobre las características de la demanda de los consumidores. La experiencia reciente parece demostrar que el mecanismo de financiación de las compras a plazos no es sencillo; probablemente la mejor manera de controlarla será reforzando la política de créditos y tipos de interés mediante controles específicos de las compras a plazos.

La política monetaria y la inversión

Aunque son varios los articulistas que han hecho referencia a este tema, son Morgan y Ross quienes le han dedicado una atención más especial.

Empezaba Ross señalando la importancia de las inversiones de las corporaciones públicas, gobierno central y administraciones locales, cuya suma representa aproximadamente el 40 por 100 de la inversión total en capital fijo. No es probable que estas inversiones sean sensibles a los cambios de los tipos de interés y a la política de crédito; corresponden en general a planes a largo plazo que no son fáciles de alterar, y existen además otros medios más eficaces de actuar sobre ellas.

En cuanto a la inversión privada, cree que si la elevación de los tipos de interés y las restricciones de créditos se llevasen lo bastante lejos, podrían ser suficientes para cortar un boom o expansión inversionista. Por el contrario, si existe una proporción considerable de capacidad inactiva, coincidente con beneficios bajos, no es probable que la manipulación de los tipos de interés sea suficiente para cambiar de signo la tendencia. Pero

incluso sin pensar en situaciones extremas, y moviéndonos en las proximidades del pleno empleo, la experiencia —investigaciones recientes acerca de la inversión privada en la industria— parece demostrar que la inversión no reacciona fácil o rápidamente ante los cambios de la política de créditos.

Una de las componentes importantes de la inversión privada es la correspondiente a stocks y producción en curso, que figura entre las que tradicionalmente se han considerado como más sensibles a la acción de la política monetaria, y en las que es más fácil variar rápidamente su volumen que en el caso de las inversiones en capital fijo. Sin embargo, la experiencia reciente parece también demostrar que la política monetaria no ha sido muy eficaz. En todo caso, la reducción de los stocks por parte de las empresas ante una política restrictiva, parece ha sido más bien debida a la presión de los bancos para que redujeran sus descubiertos, que a la influencia del tipo de interés.

Un tipo de inversión realizado por personas individuales, es la construcción de viviendas, que representa aproximadamente el 10 por 100 de la inversión total. Dado que está financiado en gran parte mediante créditos concedidos por empresas inmobiliarias, es probable que sea sensible a los cambios de la política monetaria. Puesto que las fluctuaciones en este tipo de inversión pueden ser considerables; indica Ross sería interesante estudiar cómo el control de los créditos podría actuar con mayor eficacia sobre la misma.

También Morgan, después de señalar con cifras análogas a las de Ross la gran importancia, tanto en términos absolutos como relativos, de la inversión pública, se ocupa de algunos aspectos de la misma.

La financiación de este gran volumen de inversiones plantea problemas de considerable importancia. Ha dado lugar a un gran aumento de la oferta de valores de renta fija en momentos en que, por temor a la inflación, los inversores privados tendían a rechazarlos en favor de valores en acciones. Esta situación ha venido a facilitar la colocación de emisiones de acciones por parte de las empresas privadas, aumentando así su autonomía financiera.

Destaca Morgan los diferentes efectos y el contraste entre los mecanismos de suscripción de las emisiones privadas y públicas. En el caso de las primeras, no hay aumento en la oferta de caja u

otros activos líquidos, ya que el pago que realiza el suscriptor es a costa de la disminución de sus activos en otros sectores. En cambio, en el caso de las emisiones públicas, éstas acaban provocando un aumento de los depósitos en los bancos, con el consiguiente aumento de liquidez, que puede inducirles a aumentar sus préstamos.

Comentando las dificultades para colocar obligaciones en un mercado en baja, dice Morgan que la solución más radical sería disminuir el volumen a financiar a través del mercado, para lo cual sugiere tres posibilidades: reducción correspondiente de la inversión pública; aumento o creación de excedentes presupuestarios; o aumento de los precios de los bienes y servicios producidos por las empresas nacionalizadas, de manera que éstas pudieran autofinanciarse. Pero las tres soluciones sugeridas, dice, plantean problemas de mucha mayor amplitud que los que pensaba tratar en su artículo. Va a prescindir, por tanto, de ellas, y va a suponer que el volumen a financiar es un dato, en cuyo caso el problema será como obtener los fondos necesarios de la mejor manera posible. Apunta entonces dos soluciones. La primera, canalizar las demandas de crédito de las administraciones locales o empresas nacionalizadas hacia el mercado de capitales, en forma de emisiones, prescindiendo de la tutela y negociación a través del Banco de Inglaterra. La segunda, crear en las empresas nacionalizadas un tipo especial de acciones, sin derecho a voto, que podrían ser amortizadas a plazo fijo, a la par o a un tipo especial de cotización, y cuyo dividendo podría estar ligado a los ingresos brutos de las empresas, más bien que a sus beneficios.

La Deuda pública. Relaciones entre la política monetaria y la financiera.

Señala Ross que uno de los problemas relacionados con la eficacia de la política monetaria es la cuestión de su coste. La presunta incompatibilidad entre la necesidad de tipos de interés más altos para que la política monetaria sea eficaz, y su coste en términos del aumento de los pagos de intereses de la Deuda pública y saldos exteriores en libras, ha sido objeto de recientes controversias. Pero es preciso tener en cuenta que gran parte de esos in-

tereses, sujetos al pago de impuestos, son recuperados por el Estado, por lo que cree que desde el punto de vista interior el problema no es grave, pero sí estima que puede tener mayor trascendencia desde el punto de vista de la balanza de pagos.

Hawtrey recomienda se estudien las relaciones entre la política monetario-crediticia y la financiera, y plantea varias preguntas: ¿Hasta qué punto tiene el Gobierno medios para influir sobre la liquidez bancaria a través de déficits o superávits presupuestarios? ¿Y en qué medida es conveniente que use estos medios como instrumentos reguladores del crédito? ¿Cuál debe ser la relación entre la Deuda nacional en sus distintas modalidades —flotante, consolidada y amortizada— y la política de créditos, especialmente en el aspecto de la liquidez bancaria? ¿Cómo y cuánto influyen los tipos de interés a corto plazo sobre los tipos a largo plazo? ¿Qué importancia debe darse al pago de los intereses de la Deuda al decidir cambios en los tipos de interés?

El artículo de Nevin está íntegramente dedicado a los problemas de la Deuda nacional, y cree que su estructura y distribución son la clave de la política monetaria británica. No está convencido de que Ross tenga razón cuando afirma que la política monetaria ha estado actuando en la dirección adecuada, aunque no con la eficacia suficiente. Uno de los objetivos de la política de dinero caro desde el año 1951 ha sido, a corto plazo, el refuerzo de la balanza de pagos. Pero se pregunta Nevi: ¿Es que puede asegurarse que los tipos de interés han actuado realmente en ese sentido? o, por el contrario, ¿han debilitado la posición exterior de Inglaterra? Considera que es una curiosa situación el hecho de que ni siquiera se esté en condiciones de empezar a contestar a estas preguntas. Sospecha por su parte que esa política de dinero caro ha costado a Inglaterra 50 millones de libras anuales como pago de mayores intereses; a corto plazo, el aumento de las reservas oro debe haber sido mínimo, en tanto que el debilitamiento progresivo de la balanza de pagos ha sido muy grande.

Cree que, en gran parte, la doctrina tradicional acerca de los efectos externos de la política monetaria es hoy día totalmente inadecuada. Está basada en la situación del siglo XIX, cuando el Reino Unido era el primer acreedor del mundo y todas las monedas eran convertibles; en la actualidad, la situación es totalmente opuesta.

Recomienda Nevin el estudio por parte del Comité de las relaciones existentes entre los saldos exteriores en esterlinas y la posición del Reino Unido como banquero de la zona de la libra. Y sugiere la posibilidad de que se apliquen tipos de interés distintos para la deuda interior y la correspondiente a los saldos en libras.

Suponiendo que hay cierta relación entre los activos líquidos del sistema bancario y la disponibilidad de crédito en el mismo, cree Nevin sería conveniente que el Comité estudiase el grado de integración —si existe alguno— entre las políticas monetaria y fiscal del Tesoro. La doctrina tradicional, según la cual la deuda flotante es el medio apropiado para hacer frente a desequilibrios temporales entre los ingresos y los gastos gubernamentales, y la deuda a largo plazo adecuada para hacer frente a las insuficiencias de capital, puede resultar completamente inadecuada para la política fiscal contemporánea.

Cree también que el Comité deberá estudiar el problema de qué es lo que influye realmente, si el nivel absoluto del tipo de interés, o los cambios del mismo. Por su parte, opina que dada la relativa lentitud de los ajustes en muchos tipos de interés establecidos contractualmente, son probablemente los cambios en dicho nivel los que realmente importan.

Resume sus puntos de vista diciendo considera fundamental que por parte del Comité se estudie el volumen, estructura y distribución de la Deuda pública, por tres razones fundamentales: 1), porque es imprescindible para conocer los costes externos de la política monetaria; 2), por la íntima relación entre la deuda flotante, la liquidez bancaria y el volumen de crédito; y 3), por la importancia de la Deuda como determinante de la política de las principales instituciones del mercado de capitales. Cree que de esta investigación habrá de resultar un cambio radical en la política y estructura de la Deuda nacional. Y cree también que en cualquier estudio del sistema monetario inglés contemporáneo, la distinción entre crédito público y privado es decisiva; y la Deuda nacional, como principal elemento de unión entre ambos, es la clave del problema.

¿Es discriminatoria la política monetaria?

Resumiremos por último las opiniones de algunos de los participantes en el Symposium que han tratado este tema.

Empieza Lydall comentando las ventajas, desde el punto de vista económico general, de los controles automáticos y no discriminatorios. Un control ideal es el que se pone en funcionamiento sin requerir ninguna decisión de tipo político previa, y restringe en primer lugar las actividades menos deseables. En el supuesto de un mercado perfecto de factores y de bienes, y supuesta también una distribución de la renta razonable, las actividades menos deseables, desde el punto de vista económico, serán asimismo las menos rentables. Por tanto, si estas condiciones existiesen, un control que restringiese las actividades menos rentables, sería el ideal. Si se pretendiese restringir las inversiones, entonces el método ideal sería, evidentemente, la elevación del precio de los préstamos. Y estos son los supuestos que, implícita o explícitamente, respaldan los argumentos de quienes preconizan el uso del tipo de interés bancario y las operaciones de "open market" como métodos ideales de control de la economía.

Pero, de hecho, la situación no es ésta. Señala Lydall las debilidades del actual sistema, a que ya se ha hecho referencia anteriormente y entre ellas pone de manifiesto la imperfección del mercado de capitales. Observa cómo los efectos de un aumento del tipo de interés repercuten y se extienden muy irregularmente en el ámbito de la economía; perjudica de manera especial a las empresas que en aquel momento se encuentran en una situación de liquidez poco favorable; a las que se hallan en un proceso de expansión basado en préstamos; y a aquéllas en que el factor riesgo es menos importante, como son las inmobiliarias y las de servicios públicos. No es, pues, cierto que el tipo de interés sea un instrumento de control no discriminatorio. Y señala Lydall que, si a fin de conseguir una disminución en la demanda de un sector crítico —por ejemplo, de productos fácilmente exportables— fuese necesario reducir la demanda general en el conjunto de la economía —probablemente en mayor escala que en el sector considerado—, es inevitable preguntarse si no podría conseguirse el

mismo resultado de manera más sencilla y con menor despilfarro de recursos, mediante otros métodos más discriminatorios.

Streeten y Balogh se pronuncian también en idéntico sentido. Los tipos de interés alto y las restricciones de los créditos—dicen—discriminan en favor de las grandes empresas y perjudican a las pequeñas por dos razones fundamentales. Primero, porque las grandes empresas presentan con frecuencia cierto carácter monopolístico u oligopolístico. Pueden trasladar por tanto al precio de sus productos los mayores costes de los intereses; en cambio, las pequeñas empresas, que trabajan en condiciones más competitivas, sí se verán afectadas. Y segundo, porque la restricción de créditos perjudica a los menos solventes; pero las empresas grandes son más solventes por la misma razón que se acaba de exponer, es decir, porque pueden trasladar los aumentos de coste a sus precios. Además, si hubiese una supresión de créditos, podrían autofinanciar sus inversiones mediante elevaciones de sus precios.

Los puntos de vista de Wilson son, en cambio, contrarios a los anteriores. Dice que la oposición a la política monetaria revela con frecuencia nostalgia por los subsidios y los controles. Al comentar las críticas que se hacen a dicha política en el sentido de que no es selectiva, señala que las empresas eficaces son precisamente las que tienen mayores probabilidades de ser “seleccionadas”. La crítica de la supuesta “no selectividad” —dice— equivale a rechazar la idea de que los consumidores deben ejercer una influencia directa sobre la producción. Admite, sin embargo, que el mercado de capitales deberá ser modificado en algunos aspectos. Cree que uno de los temas más interesantes para el Comité Radcliffe es el de la posibilidad de hacer que la política monetaria sea más selectiva en diversos aspectos, incluso cuando adopta la forma de dinero caro en lugar de “racionamiento” de los créditos. Deberá también considerar, en el supuesto de que se precise algún racionamiento, si no sería más fácil y menos perjudicial un racionamiento de los créditos que un racionamiento de productos. Y señala que la política de controles directos, que asigna materias primas y otros elementos tomando como base el consumo en un período dado, presenta también una tendencia no selectiva entre las distintas empresas y un carácter estático.

La extensa, aunque incompleta enumeración que hemos intentado hacer de los temas que sugieren al Comité Radcliffe los participantes en el Symposium, es una muestra de la magnitud y complejidad de la tarea con que habrá de enfrentarse. La primera, y no menos importante, habrá de ser la delimitación de dicha tarea.