

ESTUDIOS Y DOCUMENTOS DE ECONOMIA EXTRANJERA

INFORME DEL COMITE PARA EL ESTUDIO DEL FUNCIO- NAMIENTO DEL SISTEMA MONETARIO

(Continuación)

El empleo de las medidas monetarias desde 1951: análisis.

427. Dejamos ahora el orden cronológico y vamos a resumir, en los próximos nueve párrafos, la actuación de las autoridades durante la década del 50, agrupando esta actuación, no de acuerdo con el tiempo en que se produjo, sino de acuerdo con su naturaleza. Consideraremos después los efectos de estas medidas. Al clasificar dichas medidas de esta manera, no hacemos del todo justicia a las autoridades, ya que ellas han seguido constantemente una deliberada política de actuar simultáneamente en varios frentes, en la creencia de que el efecto total de las referidas medidas, es mayor que la suma de los defectos individuales de las mismas. Volveremos a ocuparnos de esta cuestión en el párrafo 434.

428. Al actuar sobre los tipos de interés, las autoridades se han concentrado por completo en los tipos a corto plazo, y han actuado principalmente sobre el tipo bancario. Este énfasis ha tenido dos orígenes principales: 1) generalmente, la intervención vino impuesta por la situación de la balanza de pagos, y se creyó que la actuación sobre los tipos a corto plazo era la adecuada para dicha situación; y 2) las autoridades tenían poca fe en una política de actuación sobre los tipos a largo plazo que no fuese mediante cambios en los tipos a corto. En las primeras etapas al menos, consideraban también a los tipos altos a corto plazo como un procedimiento para obligar a reducciones en los "stocks" de productos,

que creían susceptibles de disminución. También había resistencia a admitir cualquier aumento brusco de los tipos a largo plazo debido a sus repercusiones sobre el coste de los intereses de la deuda pública; el aumento en los tipos a largo plazo a que dieron lugar los tipos a corto más elevados, fué considerado al principio como un inconveniente, no como una medida deflacionista. La postura de las autoridades fué recalcada durante el período de tipos decrecientes de los años 1953-54; la "flexibilidad" en los tipos a corto plazo parece haber sido deseada en parte para hacer que la gente se fijase más en los cambios del tipo bancario, a pesar de que esto debilitaría la influencia de los tipos a corto sobre los tipos a largo, influencia que en aquella época las autoridades todavía subestimaban. Posteriormente, el énfasis cambió algo, y a medida que el "boom" en la fabricación de equipo se desarrolló en los años 1955-56, las autoridades parecen haberse mostrado más dispuestas a ver elevarse los tipos a largo plazo. En 1958 el énfasis había cambiado aún más: las autoridades, aunque todavía poco dispuestas a admitir que había mucho margen para ejercer oficialmente influencia sobre los tipos a largo, estaban actuando de manera más positiva en el extremo del mercado correspondiente.

429. Hasta el año pasado poco más o menos, las autoridades no han considerado la gestión de la deuda nacional como una oportunidad para actuar sobre la estructura de los tipos de interés. Por otra parte, su política no ha tenido por objeto el conseguir para el Ministerio de Hacienda las máximas ventajas compatibles con una estructura de los tipos de interés "dada": por el contrario, la política de consolidación se ha seguido, incluso cuando se consideraba que los tipos de interés eran altos, ya que mediante la consolidación las autoridades estaban actuando sobre la liquidez de los Bancos. Por consiguiente, han otorgado una decisiva prioridad a la disminución de la deuda flotante (incluso hasta el punto de la "consolidación forzosa" en los años 1951-52) porque tal reducción forzaría, más tarde o más temprano, una disminución del total de los depósitos bancarios, o en todo caso, impediría su aumento. En pos de este objetivo, el Banco de Inglaterra insistió en 1955 en un coeficiente de activos liquidos del 30 por 100 en los Bancos de compensación de Londres—siendo éste un instrumen-

to de control cuya existencia no había sido admitida oficialmente hasta entonces.

430. No hubo ningún intento en el período de la posguerra de actuar sobre la situación bancaria limitando la oferta de caja: los bancos siempre han sido dotados automáticamente de todo lo necesario para hacer que sus coeficientes de caja se ajustasen a la regla del 8 por 100 impuesta desde 1946. Los motivos en que esto se basa se discuten en otra parte (capítulo V, párrafo 376); su razón teórica, aunque nunca explícita, parece haber sido la de que grandes oscilaciones en los tipos de interés no habrían tenido ninguna finalidad útil, y podrían haber sido decididamente perjudiciales:

431. A lo largo del período de la posguerra comprendido hasta 1958, los Bancos habían estado sometidos a la tutela oficial en la concesión de préstamos a sus clientes; esta tutela había adoptado la forma de requerimientos, pero había tenido como fondo el reconocimiento de sus poderes reglamentarios. Los requerimientos heredados de los años 1940 eran meramente cualitativos, pero se volvieron más rígidos en 1951, especialmente a través de un intento de restringir los préstamos bancarios para proyectos a largo plazo. A mediados de 1955 se añadió una restricción cuantitativa poco enérgica. Se insistió sobre esto en septiembre de 1957, pero a partir de entonces las condiciones económicas cambiaron tan rápidamente, que apenas si puede decirse que su efectividad fué puesta a prueba. En las últimas fases de estas restricciones, las autoridades suplementaron los requerimientos a los Bancos con paralelos requerimientos a algunos de sus más caracterizados competidores. Los requerimientos fueron suprimidos en julio de 1958, aunque las autoridades se reservaron el derecho de aumentar los requisitos de liquidez mediante un nuevo sistema de "depósitos especiales".

432. El control de las emisiones de capital, ejercido por el Ministerio de Hacienda con el asesoramiento del "Comité de Emisiones de Capital", ha existido a lo largo de todo el período. No ha sido nunca un control de inversiones, sino únicamente un control de la financiación de cantidades importantes (durante la má-

yor parte de los años, de 50.000 libras en adelante, pero entre marzo de 1956 y julio de 1958, de 10.000 en adelante). Al contrario que el control de anticipos bancarios, no ha sido durante la década del 50 un control cuantitativo. Durante los años 1956-58 aplicó sus normas cualitativas con mayor rigor, pero incluso en estos años el total aprobado continuó aumentando. Dichas normas cualitativas han evolucionado paralelamente al control de anticipos bancarios, y se volvieron más rigurosas en las mismas ocasiones. Hasta julio de 1958 dependieron también del Comité las emisiones de bonos, actividad que no tiene ningún aspecto monetario. En febrero de 1959 el control había quedado en su mayor parte en suspenso (en lo que se refiere a la obtención de nuevo dinero) excepto para las emisiones del extranjero.

433. El control de los créditos para compras a plazos ha adoptado dos formas. Ha habido algún intento a lo largo del período (excepto durante unos pocos meses con posterioridad a septiembre de 1954) y especialmente durante los años 1955-58, de controlar dichos créditos mediante petición a los Bancos de que regulasen, dentro de límites muy estrictos, sus préstamos a las sociedades de financiación y a otras que participaban activamente en la concesión de créditos para dicho género de compras. En segundo lugar, ha habido control directo, ejercido por el Ministerio de Comercio, al establecer pagos iniciales o de entrada mínimos, y máximos para los plazos de pago totales. En este control ejercido por el Ministerio de Comercio ha habido dos fases. Durante la primera, en los años 1952-54, se pretendió que el control fuese una restricción de carácter general, pero tenían también un matiz marcadamente "direccional", con la finalidad de atenuar la presión de la demanda interior sobre la capacidad productiva necesaria para la defensa y la exportación. En la segunda fase, durante el período 1955-58, el carácter direccional desapareció virtualmente, siendo entonces su finalidad disminuir la presión de la demanda interior de bienes de consumo en general. En 1956 el control se extendió a los bienes de equipo, siendo objeto de varias ampliaciones en un esfuerzo para evitar la evasión. Fue suprimido por completo en octubre de 1958.

434. A lo largo del período las autoridades han propugnado un

sistema que ha recibido el nombre de "paquete de medidas". Cuando se ha creído necesario actuar restrictivamente, la tendencia ha sido a formular una llamada general a la austeridad, y se han anunciado simultáneamente, o de manera casi simultánea, varias medidas restrictivas; generalmente, un aumento del tipo bancario, severas recomendaciones acerca de los préstamos de los Bancos, control de las compras a plazos, y una poda de los programas de inversión en el sector público, todo a la vez. Este sistema del "paquete de medidas" se ha basado, en parte, en la idea de que la simultaneidad de las medidas acentuaría el efecto "shock" sobre los gastadores potenciales, y en parte en la idea correlativa de que el extranjero (lo cual es interesante para la balanza de pagos) recibiría una favorable impresión ante un programa de conjunto de esta naturaleza. El "paquete de medidas" ha supuesto también una llamada al sentido de equidad: algunas de las medidas restrictivas dependían, al menos en parte, de la cooperación voluntaria, y ésta podría ser más fácilmente requerida si cada sector se daba cuenta de que también se había apelado a otros para que sufrieran algunos de los inconvenientes. También puede haber habido una tendencia a intentar todo a la vez, cuando no había una gran confianza en ninguna de las medidas consideradas individualmente. Pero el sistema del "paquete de medidas" sólo ha sido utilizado en sentido restrictivo; cuando lo que se ha perseguido ha sido la expansión, los cambios se han producido poco a poco, en vez de simultáneamente. Esta asimetría refleja la mayor convicción de la necesidad de actuar en los casos en que se ha recurrido a medidas restrictivas; en la mayor parte de los casos, la situación de los cambios exteriores y de las reservas exigía una acción drástica, en tanto que la expansión sólo podría intentarse cuando la situación de las reservas fuese menos amenazadora (nunca fué verdaderamente segura) y hubiese síntomas (generalmente bastante dudosos) de que cierto estímulo de la demanda total sería aconsejable. A la luz de nuestras discusiones con los representantes del Ministerio de Hacienda y del Banco de Inglaterra, hemos llegado a la conclusión de que una de las razones para el uso del "paquete de medidas", ha sido la necesidad de conseguir rápidos efectos debido a las presiones de la situación exterior que han prevalecido durante todo el período. Una consecuencia incidental del uso del "paquete de medidas" ha sido lo

extraordinariamente difícil que nos ha resultado el juzgar acerca de la eficacia de cada una de las medidas incluidas en el "paquete".

435. Entre las medidas cuya historia hemos contado en los párrafos anteriores, la "consolidación", y su correlativa incidencia sobre la liquidez bancaria, afectó a la disponibilidad de fondos de los potenciales gastadores sólo en la medida en que influyó sobre la estructura de los tipos de interés o la concesión de préstamos por parte de los Bancos; las repercusiones de carácter más general de la consolidación se discuten en el capítulo VII. Estos efectos no pueden distinguirse de los del movimiento general de los tipos de interés aplicados en los préstamos, o de la restricción del crédito bancario impuesto a requerimiento de las autoridades. Al pasar revista a los efectos de las diversas medidas monetarias nos ocuparemos, por tanto, de los correspondientes a los cambios de los tipos de interés, restricción de los créditos, control de emisiones y control de las compras a plazos; se habrán incluido, por consiguiente, las repercusiones de la política de consolidación, aunque no haya sido posible diferenciarlas, ni siquiera desde el punto de vista conceptual. Nos ocuparemos después de si ha habido realmente alguna diferencia como consecuencia de la frecuente simultaneidad de las medidas restrictivas; es decir, nos ocuparemos del "paquete de medidas".

Los efectos de las medidas monetarias entre 1951 y 1958.

436. Las pruebas o evidencia que nos han sido facilitadas por el Ministerio de Hacienda y el Banco de Inglaterra están relacionadas en varios puntos con los efectos en el exterior de las medidas monetarias aplicadas durante el período. Nos hemos interesado también por las opiniones del "Comité de Casas de Aceptación" (1) y de la Asociación de Bancos Británicos en el Extranjero; y muchos otros testimonios, incluyendo algunos procedentes de Bancos Centrales de otros países, han tratado de este tema. La mayor parte de

(1) "Accepting Houses Committee" en el original.

los testimonios han consistido en impresiones derivadas de la experiencia, pero había una tal coincidencia de pareceres que es preciso aceptarlós, a falta de más pruebas, como una descripción de cómo funcionaban las cosas en la década del 50. No estamos seguros de que el terreno sea suficientemente firme para garantizar predicciones sobre el futuro; nos ocuparemos nuevamente de estos problemas en el capítulo VIII.

437. Los efectos más duraderos sobre la situación exterior deben derivarse de la situación interna, ya que cualquier cambio en la presión de la demanda total tendrá repercusiones sobre la balanza comercial. Estos efectos internos son considerados más adelante; no creemos que ninguno de ellos ejerza un rápido impacto sobre la situación del cambio exterior. Pero los efectos más directos, de carácter financiero más bien que tipo balanza comercial, se ponen de manifiesto rápidamente, y es de estos efectos rápidos de los que nos vamos a ocupar ahora. Están relacionados con los cambios de los tipos de interés.

438. El efecto más directo de todos es el cambio inmediato en el coste de los intereses de la deuda a corto plazo existente en el extranjero—especialmente Treasury Bills—. Se ha estimado que el coste para la balanza de pagos de un aumento de un 1 por 100 en el tipo bancario es del orden de 15 millones de libras al año, en el supuesto de que los otros tipos a corto plazo se eleven también en un 1 por 100. En la medida en que estas deudas correspondan a países del área de la libra (y lo son en su mayor parte), el cambio influye en primer lugar sobre los saldos de esterlinas (2), no sobre las reservas de oro; pero una etapa prolongada de tipos altos puede provocar un aumento tal de los saldos de esterlinas, que de lugar a un ritmo más rápido en el gasto de dichos saldos, y a causar alguna disminución de las reservas oro. Debemos subrayar que el efecto rápido (que es el que más importa cuando las reservas están a un nivel críticamente bajo) se limita principalmente a los saldos de esterlinas; pero a lo largo de un período de tipos altos que dure

(2) Saldos de esterlinas; haberes en libras, en Bancos ingleses, propiedad de extranjeros.

tres o cuatro años, la suma acumulativa de saldos de esterlinas puede llegar a ser superior a 100 millones de libras, lo que más tarde o más temprano implicaría una substancial pérdida de oro.

439. Tradicionalmente, el mayor impacto de un cambio de los tipos de interés a corto plazo se ejercería sobre los movimientos internacionales de capital a corto plazo. Pero esto dependía de condiciones, tanto en Inglaterra como en el extranjero, que guardan muy poca semejanza con las de los últimos treinta años. Hasta qué punto estas condiciones podrán ser restablecidas es algo que no podemos contestar; lo cierto es que no estuvieron vigentes durante el período objeto de nuestro estudio. Un auténtico fortalecimiento de la balanza exterior de la Gran Bretaña solamente se produce si los prestamistas, con carácter general, no se cubren en el mercado exterior de futuros. La evidencia a lo largo de la etapa de las posguerra, al menos hasta 1959, confirma que el cubrirse en el mercado de futuros ha sido una práctica casi universal. Esta práctica implica que cualquier movimiento de fondos hacia Londres tiene su contrapartida, bien en ventas de moneda extranjera por parte de las autoridades, o en su aceptación de pasivos futuros que no son, y no son considerados por parte de las autoridades, como bastantes menos peligrosos que el pago inmediato en oro. En lo que a este antiguo efecto automático se refiere, una elevación brusca de los tipos a corto plazo parece, de acuerdo con la experiencia pasada, haber perdido gran parte de su facultad de producir cualquier mejoría real e inmediata en el balance exterior de Gran Bretaña. Todavía no puede predecirse hasta qué punto esta facultad podrá recuperarse a medida que el mercado de valores extranjeros presente un aspecto más estable.

440. Sin embargo, el Ministerio de Hacienda y el Banco de Inglaterra tienen la opinión, compartida por algunos de los banqueros extranjeros que testimoniaron ante nosotros, que las elevaciones de tipo bancario han producido netas mejorías en la situación de las reservas. Esto es porque, aparte del incentivo directo del beneficio derivado de las diferencias internacionales en los tipos de interés, "un aumento del tipo bancario es considerado como un símbolo de la decisión de defender la libra, y por consiguiente, influye

directamente sobre la confianza". El aumento de la confianza de que no habrá una pronta devaluación reduce la especulación en futuros (todavía posible para los especuladores de algunos países) en contra de la libra, y hace que los hombres de negocios alteren la cronología de los cobros y los pagos. El que un cambio en la confianza en la libra pueda dar lugar a un gran cambio en la situación de las reservas, ha sido demostrado una y otra vez durante este período, especialmente durante la segunda mitad de 1957; no parece posible fijar la magnitud del cambio en menos de 100 millones de libras, y pudiera ser que fuese varias veces mayor.

441. Como este "efecto confianza" ha dado lugar a un juicio, principalmente por parte de los hombres de negocios extranjeros, y de los especuladores financieros, sobre la política económica británica, hemos investigado cuidadosamente acerca de la naturaleza de este juicio. No cabe duda que, en parte, el efecto sobre la opinión extranjera depende de la tradición inherente al tipo bancario; la creencia de que una alteración del tipo bancario, desencadena fuerzas suficientemente poderosas para contener la inflación. Si esto fuese todo, no tendríamos mucha seguridad acerca del futuro significado de este efecto. Pero hay además otro aspecto. La elevación del tipo bancario es simbólica; es una prueba de que las autoridades del Reino Unido tienen la decisión de adoptar medidas desagradables para contener la inflación. Esto es más lógico, en la medida en que la confianza extranjera en la libra estuviera justificada si, caso de que el tipo bancario resultase inoperante, existiesen otras medidas, al alcance de las autoridades, que pudieran producir los efectos deseados. Es en este supuesto en el que el Banco de Inglaterra ha atribuido importancia al uso del tipo bancario como una de las medidas del "paquete", absteniéndose incluso en algún caso (a fines de 1954) de alterar el tipo bancario, porque entonces no podía formar parte de un "paquete". Podría suponerse que un "paquete de medidas" que ejerciese un auténtico impacto sobre la situación interior impresionaría a la opinión extranjera, aun cuando no incluyese el tipo bancario. Nosotros hemos expuesto esta hipótesis a bastantes de las personas que han opinado ante nosotros, y en general ha sido rechazada; no les cabía duda de que el tipo bancario es tan importante como símbolo, que su inclusión

es decisiva. Nos cuesta trabajo creer que tal veneración por el tipo bancario pueda persistir si se extiende un escepticismo general acerca de la capacidad de los tipos de interés para influir sobre la situación económica interior. Pero estamos dispuestos a aceptar el punto de vista de que en el actual estado de opinión mundial, el tipo bancario tiene de por sí un considerable significado para el exterior.

442. Nos ocupamos ahora de los efectos internos de los cambios de los tipos de interés, tema en torno al cual hemos preguntado a un gran número de testigos. Debemos subrayar que de momento nos ocupamos únicamente de las respuestas dadas a nuestras preguntas; trataremos más adelante del marco en que estas respuestas deben ser consideradas, y de sus posibles implicaciones para el futuro. En las respuestas de nuestros testigos, tanto si procedían de instituciones financieras, de la industria o del comercio, como si se trataba de economistas universitarios, nos hemos encontrado frecuentemente con el punto de vista de "las tres marchas" acerca del nivel de los tipos de interés. En cualquier momento, la gente considera que el nivel vigente es "alto", "bajo", o "medio" ("normal"), y su manera de actuar parece depender, no tanto del porcentaje concreto, como de en qué medida dicho porcentaje encaja dentro de su clasificación de alto, bajo o normal. Cuando cambia el nivel, la amplitud del cambio ejerce algún impacto—como pudo verse claramente en septiembre de 1957—, pero tiene mucha mayor importancia que el cambio haga creer a la gente que se ha establecido un "nivel alto" o un "nivel bajo". Un cambio dentro de cada uno de los niveles, bajo, medio, o alto, deja a la gente indiferente; para que su línea de conducta sea modificada es preciso cambiar de "marcha".

443. Los testigos no fueron muy precisos al fijar el nivel de las "marchas" (no siempre les preguntamos de manera directa acerca de ello), y parece probable que durante la etapa de la posguerra haya habido un ligero cambio en las ideas acerca de lo que se considera un tipo de interés "normal". También existe una cierta imprecisión acerca del tipo de interés en que piensa la gente. El tipo bancario y los tipos directamente ligados a él (especialmente el tipo de descubierto) juegan un papel muy importante en este concepto,

e indudablemente es ésta una de las formas en que el tipo bancario tiene un especial valor publicitario; la gente cree también—y esto es especialmente cierto en el caso de los industriales—que el tipo que es preciso ofrecér es el de los valores industriales muy cotizados; y otros tipos son considerados como muy importantes por aquellos más directamente afectados por los mismos. En términos generales, podemos decir que la gente consideraba “alto” un tipo bancario por encima del 5 por 100, y “bajo” cuando es inferior al 4; los tipos de descubierto del 7 u 8 por 100 eran decididamente “altos”; y análogamente, una rentabilidad base del 5 por 100 en valores industriales de calidad es considerada como “alta”; no cabe duda que los tipos vigentes en los años 30 y en los primeros años de la posguerra eran considerados como tipos “bajos”. El hecho de que las expresiones utilizadas se refiriesen más frecuentemente a un cambio a una “marcha alta” se explica, al menos en parte, por el hecho de que los testimonios a que hacemos referencia fueron recogidos en 1958, cuando la experiencia reciente había sido de tipos en alza principalmente. Puede existir también alguna asimetría entre un movimiento al alza y un movimiento a la baja; es posible que la gente sea más sensible a un movimiento al alza que a un movimiento a la baja. La brusquedad del cambio—generalmente más agudo en sentido ascendente—probablemente influye también algo en esto.

444. El fundamento lógico de este punto de vista es lo sucedido en el pasado en este país. Como mostró el profesor HICKS en su artículo sobre “El futuro del tipo de interés” (3), durante todos los períodos de paz largos, la rentabilidad de los valores del Estado a largo plazo no ha variado mucho del 3 por 100, y esto ha sido una especie de ancla para toda la estructura del tipo de interés (si bien el ancla ha podido ser arrastrada cuando se ha creído conveniente). Un “5 por 100” como tipo bancario tiene profundas raíces en la mente de las gentes; durante generaciones fué el límite establecido en las leyes contra la usura, y en el siglo actual ha sido la rentabilidad “tipo” de los préstamos bancarios en gran parte del país, en tanto que la rentabilidad de los “consolidados” se mantuvo pró-

(3) Leído ante y publicado por la Manchester Statistical Society.

xima al 3 por 100. Incluso la "tesis del estancamiento" de los años treinta (4) no pudo destruir por completo el prestigio del 5 por 100; la extraordinaria relación entre los tipos a corto y a largo plazo durante el decenio pone de manifiesto que todos los tipos fueron continuamente considerados como anormalmente bajos, siendo evidente la existencia de fuerzas análogas en los primeros años de la posguerra. En resumen, hay una justificación histórica del respeto sentido hacia el "5 por 100", y no es extraño que toda subida general de los tipos de interés por encima de este nivel dé lugar a que la gente considere que los tipos están a un nivel "alto", y que cualquier caída prolongada por debajo del 5 por 100 cree un clima general de que los tipos están a un nivel "bajo". Cuando los tipos de interés cambian, los principales efectos que pueden producirse a través de los cambios de actitud de la gente—los efectos psicológicos, como son frecuentemente llamados—sólo pueden realizarse mediante cambios de carácter general como los mencionados.

445. Hasta qué punto varía la conducta de los empresarios cuando las gentes se sienten sacudidas por estos cambios "de marcha" es una cuestión que hemos estudiado cuidadosamente. A pesar de su mejor voluntad, les fué muy difícil a nuestros testigos proporcionarnos una ayuda eficaz. Muchas de las circunstancias que influyen sobre las decisiones de los empresarios están cambiando simultáneamente, y la decisión depende de todo un complejo de factores, sin que en general exista un intento consciente de valorar la importancia relativa de cada factor individual. El intentar precisar meses o años después, cuanto influyó un cierto factor, o incluso si llegó a influir algo realmente, sólo puede tener un éxito limitado. No obstante, la mayor parte de los testigos tenían clara conciencia de esta dificultad, y su consiguiente cuidado al contestar significa que, cuando encontramos una coincidencia de opiniones

(4) La "tesis del estancamiento" es la de que en un país rico cuya riqueza continúa aumentando (mediante acumulación de capital y progreso técnico) las oportunidades para más y más inversiones rentables de capital tienden a disminuir, en tanto que la propensión a ahorrar, como mínimo, se mantendrá, y esta combinación de circunstancias es probable que produzca una tendencia crónica al subempleo de los recursos del país.

basada en experiencias personales, podemos tener cierta confianza en las generalizaciones que de ellas se deriven.

446. Existen otras dificultades al interpretar los testimonios que pudimos obtener. Estas dificultades dependen de dos condiciones estrechamente relacionadas entre sí: cómo cambia la estructura —las relaciones de unos con otros— de los tipos de interés, y hasta qué punto se piensa que los cambios son transitorios. Las pruebas que hemos podido recoger proceden casi exclusivamente de un período en el cual dichas condiciones estaban grandemente afectadas por tres circunstancias: 1) cuando las autoridades monetarias adoptaban medidas concretas a fin de alterar los tipos de interés, limitaban su acción al extremo de los tipos a corto plazo; 2) las autoridades no hicieron nada por desalentar la creencia de que la elevación de los tipos de interés no sería duradera; pero, 3), estaban simultáneamente en acción otras influencias (relacionadas con el desarrollo de la inflación) que tiraban hacia arriba de los tipos a largo plazo. Todas las pruebas y testimonios recogidos deben ser interpretados a la luz de estas circunstancias.

447. La relación entre los tipos a corto y a largo plazo—en realidad la forma y características de la estructura de los tipos de interés en su totalidad—es una cuestión muy discutida en la literatura económica, y se hace referencia a la misma en algunos de los artículos y ensayos que nos han sido facilitados por economistas. Se admite generalmente que, cuanto más transitoria se espera que sea una elevación de los tipos a corto plazo, tanto menos dará lugar a una elevación de los tipos a largo; paralelamente, cuanto más transitoria se piensa que vaya a ser una baja, tanto menos disminuirán los tipos a largo. Los tipos a largo plazo son más estables que los tipos a corto. Cuál sea la relación “normal” entre ambos es algo que no está muy claro; volveremos a este tema en el capítulo VII, en el cual sostenemos que la relación depende en parte de la estructura de la deuda nacional. En un sentido muy amplio, la experiencia sugiere que los tipos a corto sólo pueden ser superiores a los tipos a largo cuando la gente cree que toda la estructura del interés está a un nivel anormalmente alto; y que los tipos a corto sólo están muy por debajo de los tipos a largo cuando

la gente cree que toda dicha estructura está a un nivel anormalmente bajo. Por consiguiente, existe una relación entre la forma y características de la estructura de los tipos de interés, y la teoría del mismo que hemos denominado de las "tres marchas". Si los tipos están "altos", se cree más probable que disminuyan que aumenten, y entonces el tipo a largo está a un nivel relativamente bajo en comparación con el a corto, aunque el tipo a largo esté por su parte "alto" desde el punto de vista de las "marchas". Si los tipos están "bajos", se creará más probable que suban que bajen, y los a largo estarán por encima de los a corto, aunque el tipo a largo esté por su parte también en "marcha baja".

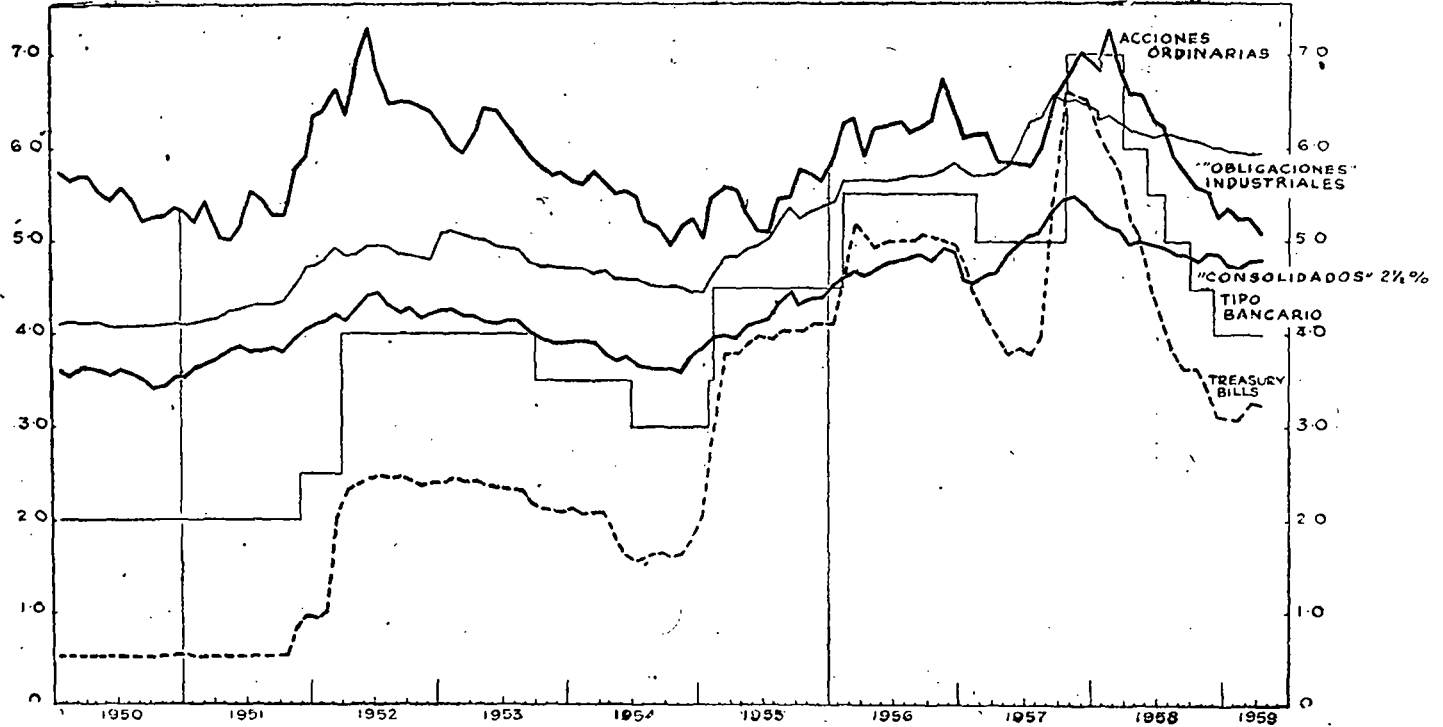
448. Durante los años cincuenta la estructura de los tipos de interés y las reacciones de la gente han estado en gran parte influenciadas por el creciente temor de inflación y por altos y bajos en su confianza en la habilidad y decisión de las autoridades en sus esfuerzos para frenarla. A medida que las crisis de la balanza de pagos obligaron a las autoridades a fijar tipos a corto más altos, la gente creyó al principio que estas elevaciones serían meramente transitorias, y por consiguiente estos cambios no se sumaron de manera efectiva a las fuerzas que contribuían a la elevación de los tipos a largo. Pero cuando la debilidad del cambio exterior aumentó en el período 1955-57, y las autoridades parecieron incapaces de superar la debilidad crónica y la correlativa alza de los precios, los tipos a largo se elevaron, tanto porque la gente temía el continuo peligro de bruscas elevaciones de los tipos a corto plazo, como porque la prevista disminución del valor real de los dividendos fijos hacía que las obligaciones de "canto dorado" resultasen menos interesantes que las acciones. Esta debilidad fue tanto más evidente en el verano de 1957. Sin embargo, una brusca elevación de los tipos a corto plazo tuvo en alguna ocasión un efecto estabilizador sobre los tipos a largo, como sucedió claramente en septiembre de 1957; en la medida en que la gente consideró que la elevación del tipo bancario era una indicación de la decisión de contener la inflación, hubo menos temor a crisis de la balanza de pagos, con sus oscilaciones de tipos a corto elevados, y menor temor también a una caída del valor del dinero.

RENTABILIDAD DE VALORES Y CAMBIOS DEL TIPO BANCARIO

1950 - 1959

POR CIENTO

POR CIENTO



Medios mensuales, excepto el tipo bancario

449. Estas diversas fuerzas se han reflejado en la evolución de la estructura de los tipos de interés en los años cincuenta, figurando sus principales elementos en el gráfico de la página siguiente. De acuerdo con nuestra teoría de las tres "marchas", los tipos de interés se mantuvieron generalmente bajos hasta 1955; las elevaciones que se produjeron fueron insuficientes para perturbar a los prestatarios. Los efectos sobre las instituciones financieras, a los que ya nos hemos referido en el capítulo IV, fueron atenuados por su alto grado de liquidez, y por la creencia general de que las perturbaciones serían transitorias. Entonces se produjo el cambio a la "marcha" media, y en el invierno de 1955-56 a la "marcha" alta. La ligera caída en los tipos de interés a principios de 1957 no fué suficiente para cambiar de marcha, si bien estimuló la creencia de que la "marcha" alta no iba a estar en vigor por mucho tiempo. En el verano de 1957 los tipos se elevaron aún más, a niveles evidentemente considerados como demasiado altos para ser duraderos.

450. Hemos encontrado extraordinarias dificultades al tratar de comprobar la posibilidad de que los ahorros personales (que disminuyen la presión de la demanda total) sean directamente afectados por los cambios de los tipos de interés. Hay tres razones para suponer que exista alguna relación: el interés constituye un incentivo para el ahorro; un cambio en los tipos de interés altera la distribución de la renta; y un cambio en los tipos de interés altera el valor de mercado de algunos activos, de manera que sus propietarios se consideran más ricos o más pobres que antes del cambio. Esta explicación teórica parece haber recibido, a primera vista, una rotunda confirmación por parte de las pruebas y datos estadísticos recogidos, y en la actualidad parece indiscutible desde el punto de vista de la tendencia, si bien es todavía dudoso desde el punto de vista de la magnitud, que los ahorros han aumentado grandemente durante esta década de tipos de interés en alza. Frente a esto, nos encontramos con el escepticismo general en cuanto al efecto incentivo; esto coincide con la observación general, y vimos cómo testigos relacionados con el Movimiento Nacional del Ahorro subrayaron la influencia del nivel relativo de los tipos de interés en la distribución del ahorro en distintas direcciones, pero, cuando se trataba de estimular la costumbre de ahorrar, consideraron im-

portante cualquier cosa menos el tipo de interés. Las encuestas sobre el ahorro (1952 a 1955) realizadas por el Instituto de Estadística de la Universidad de Oxford y por el Departamento Central de Estadística, no eran de un carácter tal que pudiesen constituir una ayuda eficaz en esta cuestión. Carecemos de pruebas o datos que aclaren el efecto distribución o el efecto sobre los activos; sólo podemos admitir su posibilidad. Sin embargo debe recordarse que un cambio en los tipos de interés actúa en ambos sentidos, y que individuos y empresas pagan interés en la misma medida que lo reciben; y que parte del efecto neto que pueda producirse es posible que no se ponga de manifiesto rápidamente. Creemos que el hecho de que el ahorro aumentase durante el decenio del 50 puede ser explicado por otra circunstancia. Durante las escaseces de la guerra y la postguerra, tanto las empresas como los hogares experimentaron un prolongado agotamiento de su equipo; al suavizarse las escaseces, las insuficiencias fueron superadas tan rápidamente como fué posible. A medida que esta anormal presión sobre las rentas fué extinguiéndose gradualmente—extinción que se produjo después, más bien que antes de 1950—la proporción de renta no gastada aumentó lógicamente, sin que fuese preciso un gran esfuerzo de abstención. Tal vez esto no sea la historia completa, pero nosotros opinamos que es una gran parte de ella. Reconocemos que la evidencia y pruebas existentes acerca del problema de la relación entre los tipos de interés y el ahorro considerado en su conjunto, son poco satisfactorias, y los testigos del Ministerio de Hacienda pusieron de manifiesto por su parte que tenían clara conciencia de ello. A falta de evidencia y pruebas en contrario, creemos improbable que ningún rápido efecto de este tipo sea suficiente para justificar que sea tenido en cuenta cuando se requiera un rápido ajuste en el nivel de la demanda total.

451. Nos ocuparemos ahora de los efectos sobre aquellos que utilizan capital. Cuando los tipos de interés cambian—especialmente si cambia el nivel relativo de los mismos—algunas gentes reajustan la financiación de sus negocios sin que ello suponga un cambio en el volumen de éstos. Se nos contó, por ejemplo, que cuando los tipos de descubierto fueron elevados hasta un 8 por 100 en 1957, algunos pequeños negociantes retiraron dinero de compañías inmobiliarias a fin de reducir sus descubiertos. Acciones de este tipo, así como otros efectos de los cambios de los tipos de in-

terés, pueden influir sobre la conducta de las instituciones financieras afectadas y, por consiguiente, tener repercusiones sobre la existencia de fondos a disposición de otros prestatarios; la información acerca de tales repercusiones se halla mezclada junto con toda la demás información acerca de los efectos de los cambios en la disponibilidad de crédito. Pero cuando circunscribimos directamente nuestras preguntas a la cuestión de si los cambios de los tipos de interés dan lugar a que los empresarios modifiquen sus decisiones en cuanto a la compraventa de bienes y servicios, nos encontramos con un escepticismo general. El escaso significado de los cambios de los tipos de interés en comparación con otros costes, y con los riesgos propios del negocio, nos fué puesto de manifiesto una y otra vez, no sólo en relación con la inversión en capital fijo, sino también en relación con los "stocks" de mercancías. Se nos dijo también cómo de hecho la fiscalidad reduce a la mitad el coste del interés; es evidente que esta creencia ha penetrado tan profundamente en la conciencia de los empresarios, que bien podría debilitar la fuerza de los cambios de los tipos de interés, incluso cuando esta reducción no sea estrictamente aplicable. Estimamos que los gerentes o directores financieros de varias grandes empresas industriales que son por sí solas responsables de aproximadamente un octavo de la inversión bruta en capital fijo en la industria manufacturera del Reino Unido, en sus planes para la expansión de su equipo suponen unas cargas por interés más o menos estables, y no alterarían sus planes si creyesen que iban a estar en vigor tipos de interés algo más altos. Los representantes de las industrias nacionalizadas mostraron la misma independencia respecto de los cambios de los tipos de interés; aunque tienen que tener en cuenta dichos cambios, el ritmo de expansión de su equipo parece haber sido decidido en función de la disponibilidad de materiales y mano de obra, o como consecuencia de decisiones administrativas, pero en modo alguno a partir del tipo de interés. Análogamente, las autoridades locales nos dijeron que sus gastos de capital—principalmente en viviendas y educación—eran fijados fundamentalmente por la legislación social, la disponibilidad de recursos físicos, concesión de préstamos gubernamentales, etc. En cuanto a la reacción de los pequeños empresarios, hubimos de basarnos principalmente en los testimonios de las asociaciones mercantiles, y en las de directores de sucursales banca-

rias con larga experiencia; en este, como en los casos anteriores, también nos encontramos con un general escepticismo.

452. Sin embargo, hubo excepciones; en un cierto número de casos, de los que fuimos informados a través de diversos conductos, un cambio en los tipos de interés—cuando equivalió a un “cambio de marcha”—se cree que influyó en acelerar un cambio en el ritmo de gasto en bienes y servicios. El testimonio más claro que hemos recibido en este sentido ha sido el de la Federación de Comercios Varios. Un representante del comercio de muebles con importantes compromisos de ventas a plazos, dijo que “el aumento efectivo del tipo bancario influye mucho en nuestros planes para el presente y el futuro”, y su opinión se refirió explícitamente al tipo de interés de manera exclusiva. En el mismo grupo de testigos, un representante del comercio de vinos dijo que en su negocio se operaba con márgenes tan estrechos, que al nivel del interés entonces vigente (mayo de 1958), siempre estaba preocupado por el coste, y por consiguiente, por el volumen de su descubierto, aunque la posibilidad de una reducción en los límites de descubierto impuestos por los Bancos (puestos en vigor con la restricción de los créditos) era también evidentemente un motivo de preocupación. Los representantes del Comité de los Bancos de Compensación de Londres creían que había muy poco lugar a dudas que, durante un mes o dos después de la elevación del tipo bancario al 7 por 100 en septiembre, el tipo de interés sí ejerció influencia en los préstamos bancarios, aunque no estaban en condiciones de poder afirmar que fué la causa principal de la disminución de los mismos que se produjo por entonces (véase el párrafo 425). Un director de sucursal de un Banco en el sur de Inglaterra, con una elevada proporción de comerciantes entre sus clientes, refiere que en 1956, y aún más en 1957, los vendedores al por mayor de tabaco y de madera, que estaban operando con márgenes muy estrechos, se vieron directamente afectados por el nivel del tipo de descubierto. Los representantes de los Bancos escoceses hicieron la misma observación acerca de los corredores de Bolsa, si bien les fué difícil a los testigos aislar completamente este elemento de los otros cambios que hacían que los corredores se mostrasen más cautos. En el sector del capital fijo, los representantes de la Asociación de Industrias de Ingeniería expusieron el punto de vista de que tipos superiores al 5 por 100 en los créditos bancarios hacían que parte

de sus miembros "empezasen a pensar", y algunos otros testigos dieron cuenta de cierto desaliento en los gastos de equipo dentro del ámbito de su propia experiencia. Uno de los representantes de las autoridades locales, en contraste con los otros testigos de su grupo, dijo que en otoño de 1957 su municipio había reducido el inmediato programa de viviendas a la supresión de barrios insalubres, porque los tipos de interés eran demasiado elevados; la reacción fué puramente transitoria, y no se habría producido si el municipio hubiera creído que los tipos de interés alto iban a mantenerse. Hemos observado también que, por lo menos, dos de las Corporaciones de Nuevas Ciudades han reducido de manera sustancial sus gastos en edificación de viviendas en 1957-58, porque esperaban que los altos tipos de interés fuesen sólo transitorios (5). En todos estos casos excepcionales los testigos relacionaron directamente el cambio en la propensión a gastar con los cambios en los tipos de interés ocurridos durante el período; estos fueron principalmente cambios en los tipos a corto plazo.

453. Hemos obtenido información en un frente más amplio mediante cuestionarios enviados a cientos de empresas, a través de la Federación de Industrias Británica y de la Asociación de Cámaras Británicas de Comercio; pero las reacciones ante el tipo de interés considerado aisladamente fueron muy imprecisas y sentiríamos dudas si hubiéramos de basar conclusiones firmes en dichos testimonios. La proporción de contestaciones a ambas encuestas fué relativamente baja, y es posible que las contestaciones procediesen en su mayor parte de aquellos que tenían alguna reacción positiva que contar. En la encuesta de la F. I. B., 179 de un total de 1.575 empresas dijeron que los aumentos del tipo bancario durante enero y febrero de 1955 fueron un factor de importancia en la adopción de decisiones por parte de los empresarios, pero en sus discusiones con nosotros los representantes de la Federación no tenían confianza de que estos resultados pudiesen considerarse lo suficientemente seguros como para basar en ellos conclusiones. Muchas de las 179 empresas correspondían a industrias cuya actividad tendía a declinar; no cabe duda que ellas serían anormal-

(5) Informes correspondientes al año que finalizó en 31-III-1958, de las Corporaciones de desarrollo creadas de acuerdo con la Ley de Nuevas Ciudades (WELWYN-HATFIELD, pág. 397, y CRAWLEY, pág. 161).

mente sensibles a cualquier nuevo factor adverso, pero también estarían especialmente dispuestas a atribuir sus dificultades a cualquier cambio externo que pudiesen señalar. Los mismo podríamos decir del 4 por 100 de las empresas que en contestación al cuestionario de la A. C. B. C. acerca de los efectos de las medidas adoptadas en septiembre de 1957, atribuyeron las disminuciones en su volumen de ventas o en sus programas de inversión al mayor coste de los préstamos principalmente. Es significativo que hasta un 30 por 100 de las empresas que contestaron al cuestionario de la A. C. B. C. atribuyesen la disminución de sus peticiones de préstamos bancarios con posterioridad a septiembre de 1957 a su mayor coste; pero bien pudiera ser que la dramática elevación de dicho coste, que sin duda llamó mucho la atención, fuese culpada de reducciones muchas de las cuales estaban de hecho motivadas, más por las expectativas de un declinar en la actividad económica, que por la elevación del tipo de interés. Como en todas las encuestas hechas mediante cuestionarios enviados por correo, era difícil estar seguro de que aquellos que contestaban a las preguntas distinguían entre los efectos de una medida monetaria y los de otra, o entre los efectos de los cambios de la política oficial y los efectos de los cambios en las condiciones económicas generales. Esto fué puesto de manifiesto por representantes que discutieron los resultados con nosotros; y por nuestra parte no nos fué posible el puntualizar las contestaciones directamente con las empresas. Los resultados de estos cuestionarios ponen de manifiesto, de manera bastante clara, que una proporción de las empresas, lo suficientemente grande como para ser tenida en consideración desde el punto de vista de la política a seguir, se sintieron preocupadas, de manera un tanto imprecisa, por los cambios en las condiciones monetarias en 1955-57, y especialmente en septiembre de 1957; pero no hemos hallado evidencia suficiente para justificar la conclusión de que en las condiciones del decenio del 50, la elevación de los tipos de interés haya sido por sí sola suficiente para provocar de manera directa una sustancial disminución de la demanda. Tampoco encontramos ninguna prueba de que las disminuciones de los tipos de interés en 1953-54 estimularan directamente un apreciable aumento de la demanda, aunque, análogamente a lo sucedido en el caso de los cambios en sentido opuesto, hayan podido ejercer alguna influencia en el sentido de alentar a las empresas en términos de expansión.

454. Se argumenta algunas veces que una elevación de los tipos de interés crea dificultades para los prestatarios porque el cambio provoca una congelación en el mercado de nuevas emisiones. La experiencia de los tipos de interés en alza durante este decenio ha ofrecido la oportunidad de comprobar hasta qué punto este razonamiento es cierto en la actualidad, y por ello lo hemos investigado de manera especial. Es evidente que cualquier interrupción en la actividad del mercado del tipo indicado tiene una duración muy corta; los representantes de la Asociación de Casas Emisoras opinan que “un reajuste de los tipos de interés verdaderamente importante” produciría el resultado de cerrar el mercado de nuevas emisiones “durante una semana o dos”, en tanto se producía un reajuste de las opiniones.

455. Recibimos de instituciones financieras y de una gran variedad de organizaciones industriales y comerciales, testimonios acerca de los efectos de la “restricción de créditos”, en el sentido estricto de una restricción directa de los préstamos de los Bancos y (en las etapas últimas) de otras instituciones financieras. Estos testimonios tenían, en general, una mayor seguridad que los relativos a los efectos de los cambios en el coste del crédito, lo cual sugiere que la eficacia de este instrumento fué mayor. Las dificultades para aislar las razones que dan lugar a una decisión empresarial se encuentran también, no obstante, en el caso presente; y hay un motivo adicional de confusión en la posibilidad de que una empresa puede verse obligada a reducir el volumen de su descubierto por razones ajenas a la política monetaria.

456. La encuesta realizada por la Federación de Industrias Británicas, que comprende los años 1955, 1956 y 1957 revela que sólo una pequeña proporción de sus miembros se vieron obligados a reducir el tope de sus descubiertos, lo cual no supuso necesariamente que tuvieran que reducir los descubiertos en sí; y empresas a las que se les había negado créditos, pudieron recurrir frecuentemente a otras fuentes. Una encuesta análoga realizada en la zona de Birmingham por la Cámara de Comercio de dicha ciudad en octubre de 1957, y reflejando por consiguiente los efectos de las medidas adoptadas antes, más bien que después de septiembre de 1957, obtuvo en esencia resultados análogos: sólo un 10 por 100 de las empresas vieron sus facilidades de descubierto seriamente

restringidas. Los efectos en cuestión se produjeron más bien sobre los planes de expansión o sustitución de equipo que sobre los "stocks"; dudas en cuanto a la futura disponibilidad de crédito bancario dieron lugar al abandono de algunos planes de expansión del equipo. La posterior encuesta realizada por la A. C. B. C. en marzo de 1958 en escala nacional, puso de relieve que la contracción de septiembre de 1957 sólo produjo escasos efectos. El Consejo de las Cámaras de Comercio Escocesas no encontró pruebas de que las condiciones monetarias hubieran restringido de manera directa la actividad, si bien algunos fabricantes experimentaron una disminución en su negocio que, en general, atribuyeron a los efectos de las restricciones sobre sus clientes. La Unión Nacional de Fabricantes recogió datos de pequeñas empresas principalmente, y creyó que éstas se habían visto más afectadas que las empresas grandes, pero que el efecto había consistido en que se habían visto obligadas a recurrir a otras fuentes de crédito generalmente más caras, más bien que en una restricción de sus actividades. La Asociación de Comerciantes al Por Menor aportó datos análogos, y estimó que los efectos se habían producido más bien sobre los programas de equipo que sobre los "stocks", e incluso que dichos efectos habían sido consecuencia de amplios cambios en la situación, más bien que el resultado de medidas específicas. La Federación de Comercios Varios testimonió en forma sensiblemente análoga: el efecto fué más sobre los programas de equipo que sobre los "stocks"; aunque no grande, no puede decirse que fuera por completo inexistente. A la Federación de Organizaciones al Por Mayor le fué imposible atribuir cambios en las condiciones del negocio a la restricción de créditos exclusivamente. La Asociación de Industrias de Ingeniería refirió que muchas empresas, "especialmente de pequeña y mediana dimensión", habían retrasado o anulado sus planes de creación de nuevas plantas o de expansión de sus ventas, porque preveían dificultades en la obtención de préstamos de los Bancos; estos planes se referían a uno o dos años vista, más bien que a proyectos ya empezados. Los representantes de esta Asociación refirieron también que durante los años 1955-58 sus miembros habían conseguido algún respiro mediante la obtención de créditos de otras procedencias. Las grandes empresas industriales cuyos gerentes o directores financieros testimoniaron ante nosotros individualmente, no se sintieron afectadas.

457. Es evidente que los efectos de la restricción sobre el gasto efectivo se han visto debilitados por las oportunidades de recurrir a otras fuentes alternativas de crédito. En un memorándum que nos ha sido presentado por Mr. H. B. Rose, ha explicado cómo en los últimos años la elasticidad del crédito mercantil ha absorbido parte de la fuerza de las medidas antiinflacionistas, y varios testigos de las organizaciones mercantiles nos lo han confirmado. También existió acuerdo entre los testigos, tanto de las organizaciones mercantiles como de los Bancos, en que empresas a las que se les había denegado los créditos bancarios solicitados, habían recurrido a compañías de financiación (de las cuales podían obtener crédito, bien en forma de préstamo directo, bien en forma de convenios de compra a plazos), sociedades de "aceptación" (6) e incluso a sociedades de descuento. Estas alternativas eran más costosas, algunas veces mucho más. Algunas empresas consideraban este coste suplementario con ecuanimidad, confiando que les sería posible tras pasarle a sus clientes; pero no cabe duda que en otros casos, estas condiciones más onerosas han dado lugar a una reconsideración de los programas, especialmente cuando estaban en una fase preliminar de su desarrollo. Del cliente de un Banco que quería construir una fábrica se dice afirmó que no se habría detenido por un tipo más alto para su descubierto (que él esperaba volviese a bajar), pero que si el Banco hubiese rehusado prestarle, habría abandonado el proyecto más bien que comprometerse durante diez años al 7 u 8 por 100 de una compañía de seguros. En resumen, los obstáculos en las fuentes de crédito normales, aunque dejaban varias puertas abiertas, ejercían una verdadera influencia en la limitación de proyectos que se hallaban en las fases iniciales de su desarrollo.

458. También hemos recibido información de empresas del Reino Unido con relaciones en países de la Commonwealth del área de la libra, según la cual escaparon a los efectos de las restricciones, al menos en parte, trasladando sus peticiones de préstamo a otros países, o movilizando los saldos de que disponían sus filiales en los mismos. Por su propia naturaleza, esta alternativa sólo se le ofrece a un número reducido de grandes empresas.

(6) "Accepting Houses" en el original.

459. Los testigos se mostraron generalmente de acuerdo en que las restricciones del crédito pesaron más sobre las empresas pequeñas que sobre las grandes; esta impresión fué confirmada por las encuestas de la F. I. B. y de la A. C. B. C. Podría ser esto debido en parte al hecho de que los sectores con trato preferente en los "requerimientos" oficiales a los Bancos han sido aquellos en los que predominan las grandes empresas (por ejemplo, industria química, hierro y acero, ingeniería). Los testigos de los Bancos subrayan que ellos simpatizan con los "pequeños", y que indudablemente hacen un deliberado esfuerzo a fin de evitar restricciones rigurosas a las empresas pequeñas. Sin embargo, la empresa pequeña depende en general más de los Bancos que la grande, y si se le niega el crédito bancario que solicita para la expansión de su negocio, o bien le es más difícil encontrar otras fuentes, o bien, caso de encontrarlas, no le es posible aceptar las condiciones en que están dispuestas a prestarle. Es este un problema al que volveremos en el capítulo XI.

460. La conclusión a que llegamos a partir de los testimonios e información recibida es que el principal efecto de las restricciones del crédito bancario es impulsar a los frustrados prestatarios a buscar otras fuentes de crédito, en las que los préstamos son más caros y algunas veces más onerosos en otros aspectos; pero también ha creado lo que Sir Roy Harrod ha denominado "una vaga dificultad para obtener préstamos", que tiende a reducir el gasto o, en todo caso, yugula los planes de expansión en su nacimiento. No nos ha sido posible comprobar que las restricciones hayan ejercido un marcado efecto sobre los "stocks" de mercancías. No ha habido ningún síntoma de que se haya forzado la disminución de los gastos de consumo, si bien el peso de la reducción de los anticipos bancarios recayó sobre la categoría "personal y profesional". (El aumento de los gastos de consumo a finales de 1958 puede, no obstante, haber sido favorecido por la supresión de esta restricción.) En el sector industrial, los Bancos consiguieron, en general, evitar disminuciones considerables de los créditos existentes, si bien hubieron de desalentar las peticiones de nuevos créditos. No fué por consiguiente sorprendente que nos encontrásemos, en la información recibida de la industria, con que el golpe no lo recibieron

los planes que ya estaban en marcha, sino aquellos en las fases iniciales de su proyecto—lo cual suponía un efecto, no sobre el gasto inmediato, sino sobre el gasto a varios meses vista—. Por consiguiente, no fué el nivel de la demanda vigente el que se vió afectado; la influencia se ejerció más bien sobre la posible prolongación y desarrollo del “boom”.

461. El control de las emisiones de capital ha tenido aspectos externos e internos. No nos cabe duda de que ha desempeñado un papel importante en el mecanismo regulador de provisión de capital a los prestatarios del extranjero; nos ocuparemos de este tema en el capítulo VIII. En lo que se refiere a los efectos del control sobre el gasto interior, la información recibida es demasiado imprecisa para permitirnos ninguna afirmación concreta, pero es imposible resistirse a la conclusión general de que este control no ha ejercido un impacto significativo sobre la presión de la demanda total. Al regular la creación de nuevo dinero, el control ha supuesto una cierta ayuda de tipo formal a las autoridades, al espaciar la corriente de aquellas grandes emisiones que compiten más o menos estrechamente con las propias emisiones de bonos del Gobierno. Este ordenar la “cola” no parece haber tenido ningún efecto sobre el ritmo de gasto de los afectados; nos referiremos a sus implicaciones para la política de la deuda del Gobierno en el capítulo VII siguiente. Algunos prestatarios comerciales e industriales pueden haberse visto desalentados por la existencia del control de emisiones de capital, y por su conocimiento de las directrices del Comité correspondiente, y no haber solicitado en consecuencia permiso para obtener préstamos (tenemos pruebas de esto procedentes principalmente de la Asociación de Comerciantes al Por Menor); pero incluso en estos casos no se deduce que el gasto en sí no llegase a realizarse. Hay, sin embargo, alguna evidencia de que en algunas ocasiones las peticiones de préstamos previstas se han restringido mediante la supresión de los correspondientes a bloques de oficinas o cantinas; los efectos “direccionales” de tal discriminación tal vez hayan sido más importantes que su impacto sobre la demanda total.

462. A lo largo de la mayor parte del período, el control de las emisiones de capital sólo se ocupó de las cantidades iguales o

superiores a 50.000 libras (en un año aislado); hubo dos años en que este límite se redujo a 10.000 libras. Se suponía que el control ejercido por los Bancos sería ampliamente suficiente para controlar los préstamos menores, pero esta suposición nunca estuvo plenamente justificada. La carga administrativa inherente a un control más minucioso fué siempre un argumento en contra de la reducción del tope establecido. Cuando este tope se redujo a 10.000 libras, el Comité tuvo que ver unos ochenta casos por semana; como explicamos en el capítulo XI, nos parece difícil aceptar el punto de vista de que el mecanismo disponible permitía que dicho control ejerciese una influencia considerable sobre la situación económica del país. Además, cualquiera que fuese el límite, muchos prestatarios podían evitar el control fraccionando sus peticiones de préstamos en cantidades más pequeñas con tal de que no excediesen el límite anual previsto. El doctor R. F. Henderson nos ha descrito cómo las sociedades de financiación de compras a plazos obtienen préstamos, saltándose la barrera del control, si bien de manera menos eficaz de lo que lo habrían hecho en otro caso; la *reglamentación de las nuevas emisiones, concluye, "puede ser tanto inútil como perjudicial"*.

463. Nuestra impresión a partir de la información y testimonios que hemos podido recoger, es que el efecto del control de emisiones de capital, tal como ha venido funcionando en la década del 50, sobre la presión de la demanda total, o incluso sobre la presión del mercado de nuevas emisiones, ha sido de hecho muy escaso. El "aspecto incomodidad" del control ha contribuido probablemente algo, sin embargo, a la "vaga dificultad para obtener préstamos", especialmente para aquellos que pedían créditos con fines especulativos. Discutiremos con mayor detalle en el capítulo XI las desventajas del sistema de control de las emisiones de capital tal como ha venido funcionando en los años 50.

464. No parece que cambios en los tipos de interés, ni obstáculos en las fuentes de financiación de las compañías de compras a plazos (es decir, obstrucción mediante el control de emisiones de capital y requerimientos a los Bancos a fin de que limiten sus préstamos a estos clientes) hayan tenido en definitiva mucho efecto

sobre la presión total de la demanda de bienes. Hemos indicado en el capítulo IV que el resultado de estas interferencias fué un gran aumento en la proporción en que estas compañías se basaban en depósitos del público. Los representantes de la Asociación de Banqueros Industriales pusieron de manifiesto en sus testimonios que las operaciones de las pequeñas compañías se habían visto limitadas por falta de recursos financieros; y los representantes de la Asociación de Casas de Financiación expusieron que el corte de los créditos bancarios de finales de 1955 obligó a algunas compañías a cancelar un considerable número de cuentas de comerciantes sin previo aviso. También se quejaban de la continuada denegación de créditos bancarios a finales de 1956, después de la reducción del mínimo fijado para el primer plazo en la compra de automóviles. Pero su principal objeción era que los obstáculos puestos en su camino únicamente daban lugar a que pudiesen obtener menos fondos de las fuentes para ellos más convenientes, no que se viesen obligados a limitar (como no fuese transitoriamente) la escala de sus operaciones.

465. No cabe duda que tenían que pagar tipos de interés más altos en el caso del dinero obtenido a partir de soluciones alternativas, pero podían evidentemente traspasar al consumidor cualquier aumento en el coste del dinero, bien estuviese motivado por un aumento general de los tipos de interés, o bien por la necesidad de tener que recurrir a depósitos en lugar de al crédito bancario; y ni la evidencia de que disponemos ni las posibilidades aritméticas sugieren que la carestía de los fondos aumentase las cargas lo suficiente como para disuadir al consumidor. Aunque al comprar fábricas y maquinaria los industriales prestan alguna atención al coste del crédito, en el sentido de comparar las cargas aplicadas por distintas compañías, no hay pruebas de que un número considerable de industriales se viesen imposibilitados para formalizar una transacción de compra a plazos por consideraciones de coste, y es evidente que las personas individuales apenas si se dan cuenta de los tipos de interés en que sus compras a plazos están basadas y sólo están influenciadas en sus compras de este tipo por el importe del pago de entrada o primer plazo, y por la cuantía de los plazos semanales o mensuales.

466. Es por esta razón por lo que los cambios en las condiciones de los contratos de compras a plazos, de acuerdo con las normas establecidas por el Ministerio de Comercio, han sido un método mucho más efectivo de controlar las compras a plazos que las restricciones en la disponibilidad de fondos por parte de las Compañías que financian dichas compras. Es cierto que hay algunas maneras de sustraerse a dichos controles, por lo que los establecidos por el Ministerio de Comercio han tenido que ser estudiados a fin de evitar estos escapes en la medida de lo posible, aunque probablemente nunca han conseguido un éxito completo. A lo largo de los períodos relativamente cortos durante los cuales estos controles han estado en vigor se cree que el grado de eficacia de los mismos ha sido en general elevado, pero su evitación, especialmente mediante el recurso a convenios de venta a crédito o alquileres, fué considerable durante los últimos años. Testigos cuyos negocios están en estrecha relación con la masa de compradores que utilizan los créditos para compras a plazos expresaron el punto de vista de que la mayoría tienen la costumbre de hacer regularmente un pago semanal o mensual iniciando una nueva compra tan pronto como la serie de pagos anteriores ha sido completada y han ahorrado lo suficiente para el pago de entrada o inicial de la compra siguiente. De acuerdo con esta explicación, que a nosotros nos parece conforme con la experiencia corriente, cabe suponer que un aumento de la cuota o pago de entrada y una disminución del plazo total máximo fijado para completar el pago darán lugar a una brusca disminución de las compras. Pero esta disminución tendrá un carácter único; una vez que los compradores hayan pagado nuevas cuotas de entrada de superior cuantía, el gasto medio mensual volverá a ser parecido al antiguo nivel, reflejando la proporción de los sueldos y salarios del país que los consumidores dedican normalmente a compras de este tipo. Esta hipótesis de que los controles ejercerán un efecto rápido y considerable parece concordar con la información estadística disponible para el período 1955-59, si bien resulta siempre difícil juzgar lo que habría sucedido en ausencia de controles.

467. Si nos fijamos en los totales de las deudas correspondientes a las compras a plazos, nos encontramos con una baja desde 495 a 405 millones de libras en el año 1956, a continuación de un

umento muy pequeño en 1955. El Ministerio de Comercio estima que, incluso sin el control de dichas compras, habría habido una cierta disminución transitoria en la segunda mitad de 1955 y en 1956 en la demanda de muebles, aparatos de radio, equipo electrodoméstico y automóviles, productos que representan una gran parte de las cifras anteriormente citadas; pero las restricciones en las condiciones de las compras a plazos acentuaron estas disminuciones, así como las de otros sectores comerciales en los que las compras a plazos son importantes. La compra a plazos de elementos propios de la industria y el comercio (vehículos comerciales, equipo industrial y agrícola), a los que se extendió el control en febrero de 1956, disminuyó lo suficiente como para reducir el volumen de deuda correspondiente desde 70 a 50 millones de libras durante el año. Desde la primavera de 1957 el volumen de la deuda por compras a plazos aumentó lentamente hasta el otoño de 1958. Hubo un salto "record" en el último trimestre de 1958, subsiguiente a la supresión de los controles y a la mayor facilidad de las condiciones. Las ventas de bienes de consumo duraderos, automóviles inclusive, aumentó rápidamente en un clima económico que, por otra parte, no favorecía tales gastos; es probable que el resultado final sea un aumento en las ventas comprendido entre 250 y 950 millones de libras al año. Debido, no obstante, a la reducción de las cuotas de entrada y a la mayor duración de los plazos de pago totales, el volumen de la corriente de pagos realizados por los consumidores es probable que experimente poco cambio, ya que el aumento del gasto estará financiado probablemente por un aumento equivalente de la deuda por compras a plazos. La experiencia de los últimos años nos muestra, por consiguiente, hasta qué punto una modificación importante en las condiciones de compra a plazos puede afectar a los gastos de los consumidores.

468. Debido a que esta forma de crédito está concentrada en un estrecho sector (automóviles y equipo doméstico), el reajuste de la demanda impuesto por el establecimiento o supresión de los controles está concentrado en unas pocas industrias. El efecto sobre estas industrias depende a su vez de la proporción en que sus mercados dependen del crédito para las compras a plazos. Aproximadamente la mitad de los muebles son vendidos a plazos, y aproximadamente la mitad de los aparatos de televisión y una tercera

parte de los aparatos de radio son vendidos por el mismo sistema; también parece que la proporción de automóviles de segunda mano es elevada. Estos productos sólo representan una parte muy pequeña del total de la producción nacional, y el hecho de que un cambio en el control de las compras a plazos pueda, no obstante, ejercer un impacto apreciable en la demanda total implica que las correspondientes industrias se ven afectadas muy seriamente o, por el contrario, se las beneficia considerablemente. No es, por consiguiente, sorprendente que hayamos escuchado quejas, tanto por parte de los representantes de las organizaciones industriales como por parte del Ministerio de Comercio, exponiendo que el funcionamiento de dichos controles había pesado duramente sobre ciertas industrias, algunas de las cuales figuraban entre las más modernas y progresivas de la industria mecánica ligera. Estas industrias se quejaban de que sus programas de producción se veían costosamente trastornados y que la planificación previa, tan necesaria para una producción eficaz, se encontraba con unas dificultades difícilmente admisibles.

469. Nuestra conclusión general sobre los efectos de estas medidas durante el decenio del 50 es que: 1) Los obstáculos en determinados sistemas de financiación no han producido ningún efecto sobre la presión de la demanda total, pero, en gran parte, han dado lugar a ineficacia en la organización financiera; 2) Los controles sobre las compras a plazos han ejercido un impacto considerable, y por una sola vez, al producirse cada cambio de importancia, y 3) Que estos efectos apreciables sobre la demanda total han implicado efectos "direccionales" importantes que, aunque algunas veces se perseguían deliberadamente, han sido en general perjudiciales para la eficacia industrial.

470. Ya nos hemos referido a la importancia atribuida por las autoridades monetarias a los "paquetes de medidas"; es decir, al anuncio de un cierto número de medidas adoptadas simultáneamente. Resulta claro de sus testimonios, especialmente del del Banco de Inglaterra, que parte de la finalidad de estas medidas era inspirar confianza en el extranjero en cuanto a la decisión de las autoridades británicas y, por consiguiente, inspirar confianza en la libra. Pero con la introducción del "paquete" se trató también de

ejercer algún efecto directo en el interior. Puesto que era esencial atraer la atención sobre las medidas individuales, cuyos efectos hemos estado comentando, es imposible tratar de averiguar cualquier resultado específico suplementario derivado de la combinación de las mismas. Pero nos hemos visto constantemente impresionados al escuchar a testigos con experiencia comercial e industrial por su insistencia en que las actitudes de la gente no se modificaban tanto como consecuencia del impacto directo de ninguna medida aislada como porque el anuncio de las autoridades creaba un estado de opinión según el cual los negocios no iban a ser tan fáciles como hasta entonces; los costes de los empresarios industriales podrían no resultar modificados, pero ellos temían que sus clientes pudieran verse afectados desfavorablemente por las medidas anunciadas. En la medida en que las autoridades, por falta de instrumentos más eficaces y poderosos, tuvieron que confiar en la creación de esa imprecisa sensación de incomodidad, es bastante lógico suponer que el sistema del "paquete" aumentó la eficacia de las medidas individuales adoptadas. Pero es éste un aspecto en el que, debido a su propia naturaleza, los testimonios e información recogidos no pueden ser muy seguros. También procede considerar hasta qué punto el impacto del "paquete" dependía sustancialmente de la inclusión de una determinada medida. Cuando nos fijamos en el impacto en el extranjero (su efecto sobre la confianza del exterior en la libra), la información recogida coincide unánimemente en que la inclusión de una elevación del tipo bancario era importante para que el "paquete" tuviese el efecto deseado. En el frente interior no hemos obtenido evidencia que pudiera ser concluyente en este sentido; los testigos más estrechamente relacionados con las decisiones industriales se fijaban en los cambios en el clima económico con una visión más amplia, y sólo de una manera muy imprecisa podría decirse que una elevación del tipo bancario añadía algo al efecto consiguiente al anuncio de un "paquete".

471. Al investigar acerca de los efectos de estas diversas medidas, hemos estado pensando que tal vez un ajuste marginal de la presión de la demanda es todo lo que se necesitase. Una elevación de los tipos de interés, lejos de ser un instrumento eficaz de política, puede ser peor que peligroso si provocase una reducción a la mitad de los programas de inversión. El mantener la demanda a

un nivel elevado, pero no excesivo; requiere bastante más tacto que todo esto. En relación con el volumen actual de la renta nacional, y teniendo en cuenta el tipo de margen que puede ser discutible cuando el Ministro de Hacienda tiene que ponderar la situación al redactar el presupuesto, deberíamos considerar un efecto mínimo del orden de 100 millones de libras al año como un reajuste que vale la pena conseguir. Hemos intentado decidir hasta qué punto cualquiera de las medidas a las que hemos pasado revista ha producido un efecto de este orden de magnitud, recordando al propio tiempo que el mundo en que operaban era un mundo de prosperidad y alto grado de liquidez. Aunque no disponemos de estadísticas lo suficientemente rigurosas para permitirnos alguna seguridad, nos parece difícil, teniendo en cuenta los testimonios que hemos recogido, que cualquiera de los cambios en los tipos de interés hayan ejercido por sí solos un impacto de la magnitud indicada. Tal vez la restricción de los anticipos bancarios en 1955-56 habría, si el impacto hubiera sido susceptible de medición, alcanzado dicho orden de magnitud. Es casi seguro que los cambios en el control de las compras a plazos, cuando fueron de consideración, tuvieron efectos del mismo orden. El control de las emisiones de capital careció de importancia, hasta el punto de que su eficacia fué prácticamente nula. El decir que una medida monetaria puede ejercer un impacto de este orden de magnitud no presupone, "ipso facto", recomendar su adopción; la ventaja del impacto puede ser más o menos deseable y sería preciso ponderar frente a ella las correspondientes desventajas. Por otra parte, una medida que no alcanzase el orden de magnitud del citado criterio no valdría la pena de ser adoptada, aun cuando sus efectos aleatorios, al combinarse con otras medidas, pudiesen en algún caso inclinar la balanza en su favor.

472. Al considerar la experiencia del decenio del 50—en la medida en que nuestra información y evidencia nos lo permiten—llegamos a la conclusión de que los efectos verdaderamente rápidos y eficaces fueron conseguidos por los controles de las compras a plazos, que son precisamente los que tienen unos efectos "direccionales" más concentrados. Un efecto considerable, aunque bastante menos rápido, se produjo en 1956-58 como consecuencia de la "imprecisa dificultad para conseguir préstamos" derivada del dinero más caro—especialmente la contracción del crédito banca-

rio—en 1955-56, pero también estos efectos, aunque estaban menos altamente concentrados que los del control de compras a plazos, dejaron inafectados a amplios sectores de la economía. Los instrumentos monetarios empleados no afectaron a las grandes empresas industriales que controlan más de la mitad de la inversión en la industria manufacturera; y ni sus programas, ni los de las corporaciones públicas, parecen haberse visto seriamente afectados por los cambios de los tipos de interés. En aquellas partes del sector privado cuyas empresas están más fragmentadas, parecen haberse ejercido presiones en diversos puntos, pero sin grandes consecuencias. ¿Quién, pues, ha tenido que renunciar a sus planes cuando la demanda total ha excedido a los recursos disponibles? Llegamos a la conclusión de que los instrumentos más corrientes no han conseguido que el sistema se mantuviese en un equilibrio estable, pero de vez en cuando la creciente presión de la demanda, de una forma u otra (generalmente como consecuencia de la situación del cambio exterior), ha obligado a actuar al Gobierno, y los rápidos resultados entonces requeridos se han concentrado principalmente en el frente de las compras a plazos, y en el de la inversión del sector público, que podían ser susceptibles de reducción por decisión administrativa. Las industrias mecánicas ligeras han visto trastornados sus planes, y las corporaciones públicas han sufrido una experiencia casi tan desalentadora como aquéllas. El hecho de que estos dos sectores fueran considerados como residuales desde el punto de vista de la distribución de recursos reales cuando se precisasen importantes reajustes, no es una conclusión alentadora. Estos resultados están lejos de los suaves y universalmente extendidos reajustes que algunas veces se dice constituyen la ventaja de las medidas monetarias; no pueden compararse tampoco con la suavidad del volante de un coche bien conducido que mantiene a éste en su posición adecuada en la carretera.

473. Pero es posible argumentar que esto constituye un punto de vista demasiado sombrío. En la década del 50 los cambios requeridos han sido demasiado bruscos. Las muelas de la máquina monetaria muelen despacio, pero no cabe duda de que pueden moler —aun cuando en estos diez años nunca hayan tenido tiempo suficiente para hacerlo—. Las presiones derivadas de la disminución

de las reservas oro y los empujes inflacionistas exteriores al sistema monetario han sido demasiado fuertes para permitir que los métodos más suaves del control monetario tuvieran una adecuada oportunidad; incluso la situación del mecanismo financiero en la posguerra ha sido contraria a un control eficaz. Es posible, por consiguiente, que cuando miremos hacia la década del 60 no debamos establecer una estrecha analogía con lo sucedido en los últimos años.

474. Volveremos en seguida a esta cuestión. Mientras tanto, formularemos un último comentario derivado de nuestro estudio de los años 50. Al pasar revista a los efectos de las medidas monetarias nos hemos visto obligados a formular algunas de nuestras conclusiones de manera sumamente aproximada e imprecisa, a pesar de los grandes esfuerzos en nuestra ayuda realizados por los testigos, ya que la evidencia e información disponible es, en su mayor parte, de tipo impresionista, si bien los juicios acerca de la relativa importancia de los factores afectados se han realizado con una base estadística que ha mejorado mucho durante los dos o tres últimos años. Es necesario un mayor esfuerzo a fin de cuantificar los efectos de las medidas monetarias y económicas de otro tipo, y superar formidables obstáculos teóricos y prácticos, para poder llegar a juicios más precisos. Es este un tema que requiere continuo y detenido estudio; y no es tema en el que pueda confiarse que la investigación privada avance mucho, al menos en tanto que no se hayan establecido gran parte de los cimientos. Este trabajo previo de cimentación sólo puede ser realizado con eficacia por los organismos oficiales. Un continuo estudio de los efectos de las medidas monetarias es, en realidad, tarea propia del Servicio de Estudios del Banco Central, y recomendamos por nuestra parte que el Banco de Inglaterra quede explícitamente encargado de esta tarea y sea debidamente equipado para ella. Informes periódicos acerca de dichos estudios deberían aparecer en el Informe anual del Banco, pudiendo además ser suplementados de tiempo en tiempo por contribuciones más detalladas a la literatura del tema. Es este un campo en el cual la investigación oficial debe hacer de guía e inspiradora del progreso en el conocimiento del mismo, y por nuestra parte atribuimos una gran importancia a

este trabajo, a efectos de contribuir a la formación de una opinión pública, que es la única base firme de una política monetaria útil.

El marco o ambiente en la década del 60.

475. Antes de considerar cómo deberían ser aplicadas las medidas monetarias en el futuro, debemos investigar en qué medida es probable que difiera el marco o ambiente en que han de actuar, del de la década del 50. Sólo podrán extraerse enseñanzas de la experiencia de los últimos años si se tienen en cuenta los cambios en las circunstancias más importantes, y nuestra finalidad en estos párrafos es considerar qué cambios de importancia pueden preverse. El terreno sobre el que nos movemos en la actualidad es completamente distinto del correspondiente a las tres anteriores secciones del presente capítulo: hemos estado pasando revista a los hechos que habían sido registrados y hemos tenido en cuenta las opiniones de la gente y su experiencia, en tanto que ahora nos vamos a dedicar a especular acerca de un futuro que puede estar dominado por acontecimientos que ninguno de nosotros podemos prever en la actualidad. Pero es preciso llevar a cabo esta especulación. Nuestra misión no es decir cómo se debería haber actuado en la década del 50, sino ofrecer las sugerencias que podamos para la del 60. La experiencia de los años 50 sólo será válida si readaptamos nuestros puntos de vista a fin de tener en cuenta los cambios en las circunstancias.

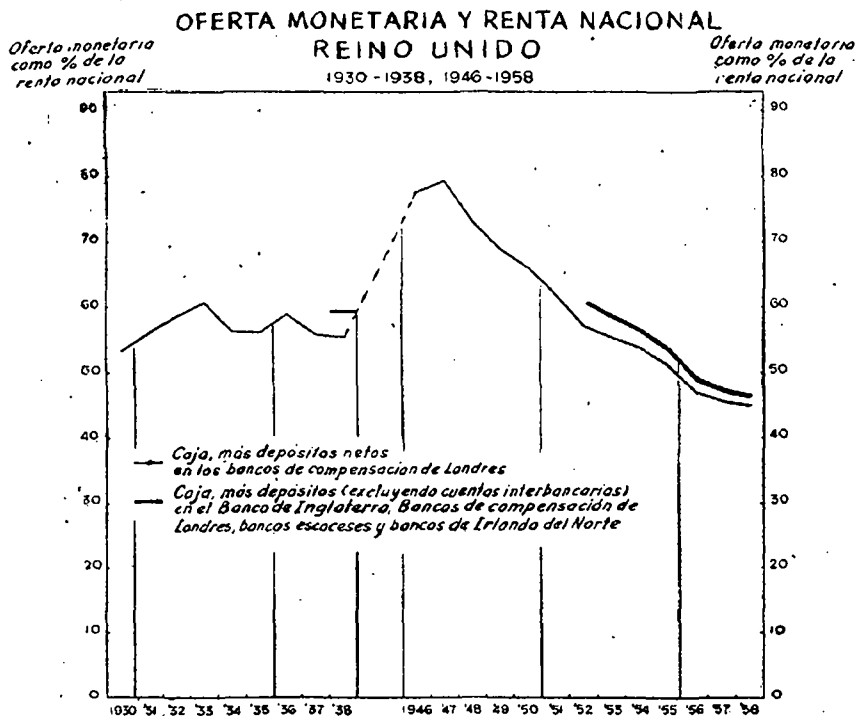
476. Debemos tener en cuenta tanto los cambios en el mundo exterior, como los de la propia economía británica. Aplazaremos la mayor parte de la discusión relativa a la situación exterior hasta el capítulo VIII; sostenemos allí la necesidad de mayor margen de maniobra a fin de disminuir los peligros de conflicto entre los diversos objetivos de la política, y discutiremos cómo podría conseguirse este margen de maniobra. Además de este problema, puede haber otros derivados de las continuas presiones del mundo exterior. Hay perspectivas de apremiantes demandas de desarrollo económico en muchas partes del mundo; ésta y otras circunstancias crean cierta expectativa de una continuada escasez mundial de capital que, en general, será una fuerza inflacionista en todo el mundo. El mundo de los años 60 se parecerá en esto al mundo de

los años 50; y ésta, junto con otras fuerzas inflacionistas procedentes del exterior, influirán sobre la economía interior, continuando las medidas monetarias en situación desfavorable a causa de la facilidad con que los costes elevados pueden ser traspasados, y a la confianza derivada de mercados en expansión. Por otra parte, también pueden encontrarse razones para esperar un cambio en el clima económico. En determinados aspectos, la década del 50 ha asistido a una considerable superación de las insuficiencias de la posguerra; la capacidad industrial del Oeste se ha recuperado muy con creces de las pérdidas de la guerra. Y lo mismo sucede con la capacidad mundial de producción de muchas materias primas. En 1958-59, el exceso de capacidad se ha convertido en un problema como no lo había sido nunca desde 1939; esto puede ser algo puramente transitorio, una fase cíclica, pero existe en todo caso la posibilidad de que sean estímulos y no restricciones lo que se necesite en mayor proporción en la década del 60 que en la del 50.

477. Estos interrogantes en el mundo exterior tienen sus análogos dentro del Reino Unido. La fase de la reconstrucción ha terminado, pero algunas de las circunstancias que señalábamos en el capítulo I, tales como las causantes de la escasez de capital, es probable que subsistan. La explotación de nuevas técnicas en el sector privado, especialmente en las industrias fronterizas de la industria química, parecen susceptibles de requerir nuevas inversiones en escala masiva. En el sector público es improbable que los requerimientos de capital disminuyan; habrá un continuado esfuerzo para conseguir que las carreteras estén en condiciones de absorber el tráfico de los vehículos construídos durante la década del 50; el programa de modernización de los ferrocarriles habrá de durar mucho; y será preciso continuar construyendo centrales eléctricas. Algunos de los programas proyectados parece que habrán de absorber capital en una escala gigantesca antes de que su producción llegue a constituir una adición sustancial a la renta nacional; algunos de los proyectos de centrales nucleares, por ejemplo, pueden dar lugar a fuertes demandas de capital que habrán de ser financiadas principal, si no totalmente, por el sector público. Por consiguiente, incluso admitiendo cierta disminución en la demanda de viviendas, es difícil creer que la escasez de capital haya pasado;

pero bien puede suceder que, en comparación con la segunda mitad de la década del 50, el acento se desplace hacia el sector público.

478. Por consiguiente, parece probable que en los más de los años futuros no haya falta de demanda potencial de los recursos reales del país. Si las hipótesis anteriores se aproximan a la realidad, uno de los principales problemas será el del control del sector público; haremos referencia a este tema en los párrafos 501 al 503.



Hasta qué punto será fácil mantener la inversión del sector privado bien distribuida, dependerá en gran parte del grado de liquidez de la economía. Hemos visto cómo en la Inglaterra de la posguerra la liquidez de las empresas, de los individuos y de las instituciones financieras, ha sido sumamente elevada, y cómo, debido a esto, les ha sido muy difícil a las autoridades monetarias controlar la corriente del gasto. ¿Es previsible que la liquidez sea menor en los años 60? Se puede contestar brevemente que, desde luego, es seguro que empezamos la década del 60 con una liquidez mucho menor;

gracias al fuerte control ejercido espasmódicamente durante dicha década sobre la situación bancaria, en tanto que la inflación de los precios y de las rentas ha continuado, la renta nacional se ha elevado hasta el crecido nivel de la oferta monetaria de la posguerra. La relación de los depósitos bancarios a la renta nacional ha disminuido gradual y continuadamente, y en la actualidad es aproximadamente igual a su valor de antes de la guerra. Los cambios de esta relación se ponen de manifiesto en el gráfico anterior; las líneas de trazo grueso están basadas en los datos completos que por primera vez se han puesto a disposición del Comité. Pero antes de deducir ninguna conclusión definitiva de estos resultados estadísticos, debemos observar el aumento, que figura en el cuadro inserto a continuación, de algunos activos con un alto grado de liquidez; para nuestros fines deben ser considerados como "casi dinero".

ACTIVOS LIQUIDOS DEL SECTOR PERSONAL

	Depósitos personales netos en los Bancos de Compensación de Londres (1)	Depósitos y acciones de Compañías Inmobiliarias (2)	Depósitos en la Caja Postal de Ahorros (3)	Depósitos en Bancos de Ahorro (4)	Total de las columnas 1 a 4 (5)	Renta Personal disponible (6)	% de la columna 5 sobre la columna 6 (7)
1938.....	560 *	682	495	233	1.970 *	4.675	42 %
1946.....	1.423	785	1.910	643	4.762	7.569	63
1951.....	1.675	1.216	1.902	917	5.710	10.389	55
1954.....	1.862	1.649	1.746	992	6.249	12.644	49
1958.....	2.255	2.369	1.666	1.155	7.444	16.334	46
	%	%	%	%	%	%	%
Cambio en %:							
1938-46..	154 *	15	286	176	142 *	62	
1946-58..	58	202	13	80	56	116	
1938-58..	303 *	247	237	396	278 *	249	

* La cifra correspondiente a los depósitos personales netos en los Bancos de compensación de Londres para el año 1938, es una estimación basada en los cambios, en los totales de los depósitos y de los préstamos.

La columna (1) son medias de las cifras correspondientes a la mitad del año; la columna (2) son medias de las cifras a fin de año; las columnas (3) y (4) son medias mensuales.

De acuerdo con estos datos, la disminución de la liquidez en el sector personal desde 1946 ha sido espectacular e incluso desde 1951; pero la "liquidez" sigue estando todavía por encima del nivel

de 1938. Además ha habido un aumento anormalmente grande de los totales de Certificados de Ahorro Nacional y billetes y moneda en circulación en manos del público (es decir, fuera de los Bancos). Algunos Certificados de Reserva de Impuestos en poder del público también son "casi dinero". No obstante, estos hechos no pueden ser más que indicativos y no hay posibilidad de relacionar un activo con otro; la suma del conjunto de las cuatro columnas, a fin de obtener la quinta, es una suma de elementos que no son del todo homogéneos. Ni siquiera podemos considerar que un determinado activo contribuya a la liquidez en la misma medida que lo hacía antes de la guerra; las acciones de las Compañías inmobiliarias, por ejemplo, no cabe duda de que se consideran en la actualidad con un mayor grado de liquidez que antes. No existe, en absoluto, una base firme para llegar a la conclusión de que la liquidez en el sector personal está al mismo o inferior nivel que antes de la guerra; lo único que podemos decir con cierta seguridad es que una gran parte del aumento de la liquidez en la posguerra se ha desvanecido.

479. Carecemos de información acerca del sector empresarial que nos permita cualquier comparación convincente con la situación anterior a la guerra; pero, como consecuencia de la Ley de Sociedades de 1948, les ha sido posible al Instituto Nacional de Investigación Económica y Social y al Ministerio de Comercio hacer algunas comparaciones para los años 1949-57. Un artículo de Mr. S. J. Prais, resumiendo los resultados y comentando una encuesta realizada sobre 3.000 grandes Empresas públicas, apareció en el número de "The Banker" de agosto de 1958. El cuadro que figura a continuación se copia de dicho artículo (con las cifras de 1956 y 1957 revisadas de acuerdo con la información más reciente):

CAMBIOS EN LA LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS

Empresas con acciones cotizadas en Bolsa en los sectores de manufacturas, construcción y distribución (en millones de libras).

	Media 1949-53	1953	1954	1955	1956	1957
Caja	53	131	— 1	— 118	— 74	— 10
Certificados de reserva de impuestos	7	47	63	— 59	— 20	— 20
Valores cotizables	13	28	— 19	115	— 5	20
<i>Total</i>	73	206	43	— 62	— 99	10
Menos descubiertos (1)	— 16	43	— 22	— 58	— 72	— 35
Activos líquidos netos	57	249	21	— 120	— 171	— 25
Menos impuestos pendientes	— 42	— 15	1	— 29	— 71	— 35
Menos dividendos e intereses pendientes	— 9	— 22	— 25	— 16	— 6	
"Excedentes" activos líquidos	6	212	— 3	— 165	— 248	— 60

(1) Los aumentos aparecen con signo menos, las disminuciones con signo más.

Aun cuando carecemos de información estadística segura, es sabido que la mayoría de las Empresas incluidas en este grupo (Empresas cotizadas en manufacturas, construcción y distribución, operando principalmente en el Reino Unido) empezaron el período de la postguerra con un alto grado de liquidez que querían utilizar lo antes posible, y parece probable que grandes beneficios, restricciones en los dividendos y escaseces materiales de equipo hicieron que conservasen un grado de liquidez superior a sus deseos en el período 1949-53. En este supuesto, sugiere Mr. Prais, la gran disminución de la liquidez en los años 1955-56 "puede no haber hecho más que aproximarles a un nivel de liquidez de acuerdo con sus intenciones a largo plazo". Hasta qué punto una importante proporción de estas Empresas había llegado en 1957 a una situación en la que su insuficiente liquidez les hacía sentirse incómodos es una cuestión que sólo podría contestarse con datos que abarcasen un período mucho más largo que el de los que disponemos.

480. Hay, sin embargo, otro enfoque acerca de los beneficios de las Empresas que puede arrojar alguna luz en cuanto a su vul-

nerabilidad a las medidas restrictivas. Es el de investigar acerca de la financiación del aumento de los activos netos de las Empresas en proceso de crecimiento; ha sido emprendida una investigación en este sentido por el Dr. R. F. Henderson, basada en la misma encuesta del Instituto Nacional, y un resumen de sus principales resultados ha aparecido en su artículo en el número de la revista "Lloyds Bank Review" del mes de enero de 1959. Su estudio se refiere únicamente al período más anterior, año 1949-53, pero teniendo en cuenta que sus conclusiones se refieren a los años en que se creía que, en general, el grado de liquidez de las empresas era elevado, son lo bastante sorprendentes como para llamar la atención. Si bien él encuentra pruebas, de dos tipos, que confirman la opinión general de que las empresas que han crecido muy de prisa (el 25 por 100 del total) no sufrieron dificultades financieras en los años 1949-53, también ha encontrado que evitaron dificultades mediante una estrecha dependencia de nuevas emisiones de capital. Casi la mitad de la inversión neta fué financiada mediante tales emisiones, divididas en partes casi iguales entre acciones ordinarias y otros valores. Aquellas empresas que tuvieron un "rápido crecimiento" a secas (un 19 por 100 de las empresas objeto de la encuesta) se financiaron en mucha mayor proporción a partir de sus beneficios, pero incluso estas empresas obtuvieron un tercio de los recursos financieros suplementarios que necesitaron en el mercado de nuevas emisiones. Todo esto sucedió en una época en que la liquidez de las empresas era, en general, excepcionalmente elevada, y parece implicar que en 1957, cuando en conjunto la liquidez de dichas empresas era mucho menor, el crecimiento (que implica demanda de recursos reales) debe haber dependido mucho menos de la financiación interna, y mucho más del mercado, de lo que con frecuencia se ha supuesto. Hay motivos para suponer que la inversión industrial británica es mucho más sensible que antes de 1957 a cualquier medida que afecte a las condiciones del mercado de nuevas emisiones.

481. Una de las conclusiones importantes que se deducen del estudio del doctor HENDERSON es que, como podía esperarse, son las empresas de muy rápido crecimiento las que se ven más afectadas por la situación de los mercados financieros. Esto nos hace recordar que las medidas restrictivas puestas en práctica a través

de los mercados financieros están llamadas a perjudicar más a aquellos sectores de la industria británica de más rápido crecimiento, es decir, a un grupo que probablemente incluye a muchos de sus elementos "progresivos". En 1949-53 los sectores de "crecimiento lento" apenas si tuvieron que recurrir al mercado para la obtención de fondos con fines de expansión; los beneficios no repartidos, o fondos de reserva, y su situación de liquidez, les hicieron prácticamente independientes de los mercados financieros.

482. Se observará que los estudios sobre la situación financiera de las empresas a que acabamos de hacer referencia son los primeros realizados en su género, y están basados en la contabilidad prevista en la Ley de Sociedades de 1948. Nuevos estudios sobre dichos beneficios serían evidentemente de un gran valor a efectos de informarnos acerca de la eficacia de las medidas monetarias y de otras medidas de política económica; es ésta una cuestión a la que volveremos en el capítulo X.

483. Ya hemos indicado en el capítulo IV que las instituciones financieras, y en especial los bancos, han perdido parte de la anormal liquidez de que gozaron en la postguerra. Conservan, no obstante, todavía, un alto grado de liquidez, que es preciso tener en cuenta al juzgar acerca de la eficacia de las medidas monetarias en el futuro.

484. Al discutir con testigos el impacto de las medidas monetarias restrictivas se nos ha recordado constantemente que, en comparación con las décadas anteriores, las restricciones tienen, ahora que los Gobiernos están siempre comprometidos a mantener políticas de pleno empleo, un aspecto mucho menos temible. La confianza en que no habrá de permitirse que se produzca un colapso general de la actividad económica se ha fortalecido, y al hacer sus planes, el hombre de negocios se siente dispuesto a confiar en una creciente demanda para el futuro. No vemos ninguna razón para suponer que este estado de cosas haya de ser objeto de ningún cambio substancial.

485. No se deduce de esto que los beneficios (y por consiguiente las posibilidades de autofinanciación) vayan automáticamente

a continuar siendo en el futuro tan altos como lo han sido en la etapa de la postguerra. El nivel general de beneficios es el resultado de un conjunto de fuerzas, entre las cuales figura el movimiento de los salarios, tanto en el Reino Unido como en el extranjero. Parece probable que algunas de estas fuerzas continúen actuando; otras (y pensamos especialmente aquí en el análisis de la inflación realizado por el profesor J. R. Hicks) (7) pueden haber perdido gran parte de su eficacia. Pero es esta una cuestión muy discutible, y no encontramos base firme en la que basar ninguna conclusión.

486. A la luz de estas consideraciones hemos decidido suponer que la economía del Reino Unido en la década del 60 será, en sus principales aspectos, más parecida a la del 50 que a la de cualquier otro período anterior. Nuestras principales dudas son las siguientes:

a) Hasta qué punto la prosperidad mundial se mantendrá a un nivel tan elevado como en la etapa comprendida hasta el año 1957.

b) En qué medida la demanda de capital del sector privado se mantendrá con la misma fuerza y regularidad; y

c) Hasta qué punto el sector privado en general, y especialmente aquellos sectores de más rápido crecimiento, podrán mantener su relativa independencia de las condiciones financieras.

LAS POSIBILIDADES DE UTILIZACION DE LA ACCION MONETARIA EN LA DECADA DEL 60

487. Habiendo considerado, dadas las características del sistema económico, cómo es probable que actúen las medidas monetarias; cómo parecen haber actuado en la década del 50; y en qué medida cabe suponer que su marco de actuación sea distinto en la del 60, vamos a discutir ahora la aplicación que de las medidas monetarias podrá hacerse en los años futuros. Tenemos en el Reino Unido un conjunto de instituciones financieras, en parte altamente desarrolladas ya, y en parte en curso de desarrollo, y nuestras

(7) *¿Una inflación mundial?*, en "Ensayos sobre la Economía mundial" (Oxford University Press, 1959).

investigaciones han puesto de relieve la mayor importancia de influir sobre sus actitudes, en comparación con los medios de acción directa sobre los prestatarios. Y es tal la facilidad con que puede recurrirse a fuentes alternativas de financiación, que la influencia sobre las instituciones financieras ha de ser muy general y extendida si se pretende que tengan una razonable eficacia. Se ha puesto en evidencia que, tal como el sistema funciona en la actualidad, sólo muy excepcionalmente ejercen los cambios del tipo de interés efectos directos sobre el nivel de la demanda, y su principal influencia reside en sus repercusiones sobre la conducta de las instituciones financieras. Las circunstancias que en la postguerra han acentuado la falta de sensibilidad a los cambios de los tipos de interés parece probable que persistan, con la sola excepción de que la disminución del grado de liquidez de algunas instituciones financieras durante la última década contribuirá más bien a aumentar la sensibilidad en aquella dirección.

488. Una respuesta al problema planteado por la resistencia que encuentra este instrumento podría ser el convertirle en un instrumento más poderoso; el aumentar drásticamente la amplitud de los cambios del tipo de interés. Si la presión inflacionista no resulta afectada por una elevación del uno o del dos por ciento, ¿por qué no aumentar los tipos de interés en un cuatro o en un cinco por ciento, o en lo que sea preciso para proporcionarles mordiente? Considerado desde el punto de vista de la inflación únicamente, el argumento en pro de una acción más drástica tiene gran fuerza, pero la experiencia de 1957-58 ha subrayado la posibilidad de que, incluso si no se necesita de un decidido estímulo, puede haber años en los cuales el restringir la expansión del equipo capital esté fuera de lugar. No habría que preocuparse demasiado en disminuir el tipo de interés cuando éste se encontrase al nivel del 5 por 100, en el cual apenas si ejerce alguna acción restrictiva cualesquiera que sean las circunstancias. Pero si el interés se elevase hasta, por ejemplo, un 7 ó un 8 por 100, a fin de que ejerciese una verdadera influencia sobre la demanda de capital, las razones para disminuirle bruscamente tan pronto como la demanda de capital escasease, serían abrumadoras. Si los tipos de interés han de ser elevados hasta niveles desconocidos a fin de cortar la inflación, las autoridades deben estar dispuestas a rebajarles de nuevo por

lo menos con la misma rapidez. El argumento en pro de un uso más eficaz del tipo de interés es un argumento en pro de tipos que fluctúen ampliamente, y no tan sólo en pro de movimientos en una sola dirección.

489. Si estas amplias fluctuaciones pudieran limitarse a los tipos a corto plazo, las razones en su favor serían muy poderosas. Pero hemos visto que los "stocks" de productos son sumamente insensibles a los tipos de interés y, en todo caso, son financiados con frecuencia con capital a largo plazo, y lo podrían ser aún mucho más si las empresas se encontrasen con que esto era mucho más barato. Es sobre el capital fijo sobre el que el tipo de interés debe de influir para que pueda ejercer un impacto directo, y para estos fines son los tipos a largo plazo los que cuentan; aunque parte de la formación de capital fijo es financiado mediante dinero a corto plazo, pronto sería financiado con capital a largo plazo si esto fuera mucho más barato. En realidad, teniendo en cuenta que prestamistas y prestatarios pueden desplazarse entre los extremos de los mercados a corto y a largo plazo, las expectativas de tipos a largo que fluctuasen requerirían mayores oscilaciones, incluso por parte de los tipos a corto. Debemos, por consiguiente, considerar hasta qué punto sería aconsejable aceptar oscilaciones en los tipos de interés mucho más amplias que las hasta ahora vigentes, teniendo en cuenta que esto implicaría oscilaciones aún mayores en los tipos a corto.

490. Esta solución nos parece apenas practicable, y desde luego tan desventajosa como para garantizar por nuestra parte su eliminación como instrumento de política. Las autoridades pueden elevar los tipos de interés sin dificultad, dado que el Banco de Inglaterra es la fuente de liquidez en última instancia, y puede fijar su propio precio para cualesquiera valores con los que quiera negociar. Puede, sin ningún peligro, vender más y más papel del Estado en el límite o extremo del mercado a largo plazo, hasta que la gente se convenza de que el tipo de interés va a subir a un nivel más alto del que estaba. Pero cuando quiera cambiar el sentido de la operación, debe estar preparado para cambiar dinero por valores (si el mercado no se mostrase dispuesto a creer que los tipos de interés van a bajar tan deprisa como desean las autorida-

des), y este exceso de liquidez es probable que constituya un serio "handicap" en el futuro, cuando un cambio en el clima económico haga que las restricciones y tipos altos sean de nuevo adecuados. Esta consecuencia sería tanto más acentuada cuanto más artificial pareciese la operación. No cabe duda de que en la actualidad la manipulación deliberada y en gran escala de los tipos de interés a largo plazo provocaría desconfianza, y sería considerada como una intromisión artificial en el mercado. Además, debido a que Londres está tan expuesto a la influencia del mundo exterior, la aparición de una ola de liquidez podría provocar un movimiento especulativo en contra de la esterlina que llegase a alcanzar enojosas proporciones.

491. Si las autoridades gozasen de una amplia confianza en cuanto a su política en el interior, y estuviesen en una posición más fuerte que la actual a efectos de ignorar los movimientos internacionales de capital a corto plazo, estos argumentos en contra de tipos de interés ampliamente fluctuantes perderían parte de la fuerza que actualmente tienen. Pero subsistiría una más poderosa y universal objeción en contra de tipos de interés de esta naturaleza. La complicada y desarrollada estructura de las instituciones financieras basa parte de su fuerza en la existencia de un gran volumen de valores del Estado fácilmente negociables, cuya cotización en el mercado se supone que goza de un considerable grado de estabilidad. Estas instituciones financieras son en su mayor parte sociedades por acciones de propiedad privada, que deben ajustarse en gran parte a las leyes y costumbres aplicables a las sociedades por acciones en general. Su capital y reservas podrían considerarse como gravemente debilitados si no dispusieran generalmente de importantes paquetes de obligaciones cuyo valor fuese razonablemente estable. Una de las fuentes de fortaleza en el desarrollo de las instituciones financieras británicas en el siglo XIX fué, sin duda, la existencia de una deuda nacional de absoluta garantía; parte de esta ventaja desaparecería si los valores en mercado del "papel" del Estado estuviesen sometidos a variaciones muy bruscas. Por estas razones rechazamos la sugerencia de que el tipo de interés deba convertirse en un instrumento más eficaz, mediante un uso del mismo mucho más violento del hasta ahora acostumbrado.

492. Si, por consiguiente, no es posible que las autoridades utilicen el tipo de interés con una gran eficacia, ¿podrían entonces ignorar su existencia, dejando que los tipos de interés fuesen determinados, como algunas veces se pide, por las "fuerzas del mercado"? En nuestra opinión, tal política de neutralidad queda descartada por el hecho de que, en nuestra actual economía, el Gobierno es el mayor prestatario, y ciertas formas de la deuda del Estado son medios de pago a los que se apela como último recurso. A lo largo de gran parte del siglo XIX, apenas si había deuda del Estado que no lo fuese en forma de Consolidados que no tenían fecha fija de vencimiento, y en este caso tal vez hubiera sido posible considerar adecuada la neutralidad respecto de los tipos de interés. En las actuales circunstancias—y en todas las previsibles—no es posible; las autoridades deben tener una política de los tipos de interés definida, porque las operaciones con la deuda son inevitables.

493. Dado que las autoridades están obligadas a adoptar una línea definida, y dado que fluctuaciones lo suficientemente amplias como para ejercer un efecto importante sobre el nivel de la demanda han de ser desechadas, resulta tentador el proponer una política de tipos de interés absolutamente estables. Esto sería evidentemente atractivo para las instituciones financieras, así como para los individuos, ya que esto proporcionaría estabilidad en el valor de mercado de las reservas en valores del Estado que ellos poseyesen. Esta garantizada estabilidad haría que los valores del Estado resultasen mucho más atractivos para la gente de lo que son en la actualidad, después de haber sufrido la depreciación de los mismos durante la década del 50, y por consiguiente el Gobierno podría esperar que el coste de la deuda resultase más barato.

494. Hay dos razones para rechazar una política de esta naturaleza. Una es que la estabilidad que constituiría un atractivo desde algunos puntos de vista, alteraría también el carácter de la deuda nacional hasta el punto de destruir todo control sobre la liquidez de la economía. Con la seguridad de precios fijos para todos los valores del Estado, la totalidad de la deuda negociable

pasaría a tener el mismo grado de liquidez que un depósito bancario. Todo el mundo tendría empeño en conseguir el máximo tipo de interés ofrecido por el Gobierno, cualquiera que fuese el vencimiento de la obligación considerada; el Gobierno estaría pagando intereses sin poder ejercer ningún control sobre la "monetización" de la deuda nacional. Los principios de tal situación pudieron verse en los Estados Unidos durante los años 1945-51, cuando los precios de la totalidad de los valores del Estado quedaron fijados como consecuencia de las operaciones de la Reserva Federal.

495. La segunda objeción es que, aunque todas las pruebas de que disponemos muestran que los cambios en los tipos de interés apenas si afectan a los planes de inversión durante períodos relativamente cortos, si son tenidos en cuenta, en cambio, en los planes de inversión a largo plazo. El tipo de interés influye, por consiguiente, sobre la distribución de recursos, en favor de aquellos proyectos que mejor aprovechan los recursos reales del país. Aquellos de quienes depende la planificación de los programas de inversión, especialmente si son de los del tipo más duradero y de poco riesgo, adoptan para los mismos un tipo de interés convencional, con frecuencia un 5 por 100. Este es el tipo de la "media marcha"; si los tipos se elevan a "marcha en directa", los planificadores pueden alterar sus disposiciones financieras transitoriamente, en un esfuerzo para evitar las consecuencias de los tipos de interés más altos en tanto que prosiguen con sus planes de expansión. Pero si los planificadores llegan a convencerse de que el nuevo nivel de los tipos de interés va a mantenerse, sus costumbres cambiarán gradualmente, y el margen conveniente de expansión del capital se adaptará al nuevo nivel de los tipos de interés. Análogamente, una baja de los tipos de interés que parezca que va a mantenerse permitirá de manera gradual una serie de inversiones que anteriormente no se habían considerado ventajosas. Debido a que estas reacciones son tan graduales, apenas si tienen algún interés desde el punto de vista de los rápidos cambios en la presión de la demanda que con frecuencia quieren imponer las autoridades; pero si mientras tanto se producen reacciones, es conveniente que los tipos de interés se muevan algo si la demanda para expansión de las inversiones muestra un persistente aumento o una persistente disminución. Sería perjudicial mantener los tipos

de interés estables frente a cambios importantes en el atractivo que presentan las inversiones; esto sería alentar unas presiones acumulativas, por exceso o por defecto, de la demanda, y un derroche en la distribución de los recursos de la comunidad.

496. Para esta finalidad de influir, de una manera lenta, sobre la demanda de capital, toda la gama de los tipos de interés es interesante. Un cambio en los tipos más a corto plazo, especialmente si se trata de una medida transitoria de reajuste, no producirá ningún efecto, incluso si llega a ser "un cambio de marcha". (Considerando el caso extremo, los cambios erráticos que se producen de pronto en el mercado monetario de Londres, a última hora de la jornada bursátil, no tienen la menor relevancia en cuanto al empleo de los recursos reales.) Por otra parte, si las autoridades creen que la presión de la demanda de capital está peligrosamente defasada y en desacuerdo con los recursos disponibles, y parece previsible que subsista tal situación, es esencial que, tanto de palabra como mediante la acción, provoquen un movimiento, tanto de los tipos a largo, como de los a corto plazo.

497. Nuestro razonamiento puede ilustrarse haciendo referencia a algunas experiencias de los últimos ocho años. Las medidas de 1951-52 no tenían por finalidad elevar los tipos a largo plazo, aunque forzosamente tenían que provocar algunos efectos incidentales de esta naturaleza. El énfasis recaía por completo sobre los tipos a corto plazo. Entonces se produjo el episodio de 1953-54. Es preciso admitir que el problema del diagnóstico era sumamente difícil, pero con la ventaja de la visión retrospectiva nos damos cuenta de que la caída en los tipos a corto que entonces se produjo, al no estar acompañada por ninguna medida para mantener elevados los tipos a largo plazo, estimuló la creencia de que estos movimientos de los tipos a corto en la posguerra eran movimientos de alza y baja meramente transitorios. Por consiguiente, cuando los tipos a corto fueron elevados en 1955, el efecto sobre los tipos a largo fué mínimo de nuevo, y realmente fué sólo en 1957, cuando la presión sobre la demanda estaba a punto de suavizarse, cuando se produjo un efecto sustancial al elevar los tipos a largo plazo y hacer que la gente dudase en cuanto a sus planes para el futuro. Si se hubiera considerado que la tarea de las autoridades monetarias

a principios de la década del 50 era la de elevar toda la estructura de los tipos de interés a un nivel más alto, consistente con, y justificado por, la prevista y continuada demanda para expansión de la inversión, el aumento de los tipos a largo podría haber sido estimulado, en lugar de desalentado (como lo fué por la acción en 1953-54). Desde este punto de vista, el nivel de los tipos a largo en 1958-59 podría claramente haber sido el adecuado a mediados del decenio del 50, y podría haberse mantenido bastante estable durante los años siguientes. Por otra parte, la presente pausa en el desarrollo económico no justificaría por sí misma una reducción de los tipos de interés, si nuestros puntos de vista (expuestos en otra parte) acerca de la probabilidad de una continuada presión subterránea sobre la demanda de capital tienen algunos visos de certidumbre.

498. Nuestras conclusiones acerca de la política del tipo de interés son, por consiguiente, que si bien no puede confiarse a este instrumento el papel de principal estabilizador a corto plazo de la demanda, las autoridades deberán considerar a los tipos de interés, especialmente los a largo plazo, como importantes desde el punto de vista de la situación económica interior. Las autoridades no deberán perseguir una completa estabilidad de los tipos de interés, pero deberán hacerse una idea de lo que la situación a largo plazo requiere, y estar preparadas con todos los medios a su alcance para influir sobre los mercados en la dirección requerida. Deben, por consiguiente, prestar atención, tanto a la situación a corto, como a la situación a largo plazo. Deben tener cuidado de no llevar una política a largo plazo de los tipos de interés demasiado lejos, en momentos en los que hay un decaimiento en la presión de la demanda total que ellos estiman ha de ser débil y de escasa duración (como lo fué en 1958-59); pero tampoco hay lugar a provocar una brusca caída de los tipos de interés en tal situación, cuando la disminución de la actividad habrá ya dado lugar a algún aumento de la liquidez. Si, por otra parte, las autoridades fuesen a adoptar el criterio de que una disminución en la demanda total era indicio de una disminución más duradera de la demanda de capital, serían convenientes medidas terminantes a fin de hacer que descendiese la estructura completa de los tipos de interés a

un nivel más bajo, en una magnitud equivalente a un "cambio de marcha".

499. Una política de este tipo representaría un contraste con la seguida a lo largo de gran parte de la etapa de la postguerra (aunque el contraste sería menos evidente con la política de los últimos dos años) en dos aspectos. En primer lugar, las autoridades deberían actuar más sobre los tipos a largo que sobre los tipos a corto plazo, y deberían usar su poder como gestores de la deuda nacional a fin de promover y reforzar una política de tipos de interés; en segundo lugar, deberán formular de manera explícita sus intenciones, desalentando así a los mercados que pudieran adoptar un punto de vista demasiado a corto plazo acerca de la situación. Es evidente que, no siempre las declaraciones de las autoridades conseguirán una general aceptación en los mercados, pero cabe esperar que un más completo entendimiento de sus intenciones dará lugar a una mejor y más extendida comprensión de la que hasta ahora había existido.

500. Continuaremos en el capítulo VII la discusión de las consecuencias de tal política para la gestión de la deuda. Como parte de dicha discusión, consideraremos qué política debería seguirse en relación con los tipos de interés a muy corto plazo. De momento nos limitaremos a expresar el punto de vista, basado en los testimonios recibidos, de que sería posible que los tipos a corto plazo oscilasen al alza y a la baja frecuentemente, sin que ejerciesen una influencia apreciable sobre la situación económica general. Pero si se pretende ejercer algún impacto sobre la presión de la demanda, las autoridades deberán tratar de que el movimiento de los tipos de interés llegue hasta el mercado a largo plazo, que su cambio suponga un "cambio de marcha", y que no se pretenda minimizar su importancia como si se tratase de un mero reajuste técnico.

501. Hicimos notar al principio de este capítulo que, desde el punto de vista teórico, la demanda de muchos materiales de construcción propios de las obras públicas puede ser considerada como relativamente sensible a los cambios en los tipos de interés, y que en el período de la postguerra una proporción considerable de la inversión en este sector ha sido realizada por las industrias nacio-

nalizadas, y por consiguiente ha pasado a ser objeto de decisión administrativa. Recibimos información de las corporaciones públicas más importantes relacionadas con esta cuestión, y aun cuando no existe una completa uniformidad en cuanto a las prácticas seguidas, parece que, en general, los tipos de interés que han servido de base para sus programas de inversión, sólo han reflejado parcialmente las condiciones del mercado, pero también que dichas corporaciones se han visto imposibilitadas (bien por escaseces materiales o por decisiones del Gobierno) para llevar a cabo de manera completa los referidos planes. En la medida en que los tipos de interés han sido tenidos en cuenta, han sido las rentabilidades de los valores de "canto dorado" con un adecuado plazo de amortización las que han ejercido influencia. Desde nuestro punto de vista, las prioridades que es preciso atribuir a estas importantes ramas del sector público deben quedar en último término sometidas a la decisión del Gobierno; pero la planificación preliminar debe estar basada en algunos tipos de interés, y el coste de los diversos proyectos puede ser valorado mejor si los tipos de interés en que están basados reflejan las condiciones normales.

502. La cuestión de los canales a través de los cuales deben obtener dichas corporaciones los recursos financieros para la expansión de su equipo, es un problema distinto, del que nos ocuparemos en el capítulo VII como parte del problema de la gestión de la deuda. Aquí sólo nos interesa la cuestión de las relaciones de los tipos de interés con los programas de inversión; es este un problema que depende del razonamiento en que esté basado el cambio deliberado de los tipos de interés. Pensamos que habrá circunstancias en las que las autoridades decidirán que la situación de las inversiones debe ser reflejada en algún cambio en los tipos de interés, y creemos que los recursos del país serán utilizados de la manera más eficaz, si se tiene en cuenta dicho cambio, tanto si es al alza como a la baja. Cuando el movimiento es al alza, es porque la demanda nacional, considerados conjuntamente los sectores público y privado, resulta demasiado grande para poder ser satisfecha por completo con los recursos disponibles, y en estas circunstancias es más importante que nunca que el coste de los diversos proyectos sea debidamente ponderado. Para poder conseguir esto, es preciso que por parte de todos aquellos que intervengan en la redacción

de planes de inversión sea tenido en cuenta el nuevo nivel de los tipos de interés; debemos no obstante subrayar que, llegado el momento de decidir lo que se va y lo que no se va a llevar a cabo, el Gobierno debe hacer que su elección refleje las prioridades sociales de los proyectos específicos del sector público.

503. La manera precisa en que habrán de ser fijados estos "tipos de interés para la planificación" es una cuestión para la que no hay una contestación evidente; la verdad es que podrá haber distintas contestaciones, según los casos. Muchos de los problemas relacionados con la expansión del equipo de estas industrias no son diferentes de los del sector privado; especialmente, existe el riesgo de que la expansión prevista resulte decepcionante. En el caso de gran número de proyectos, las consideraciones ordinarias de tipo comercial están llamadas a tener importancia, y sugerimos que la programación de dichos proyectos debería estar basada en tipos de interés que sean los apropiados a la situación del capital y del riesgo correspondiente. Pero seguirá siendo un deber del Gobierno el conceder prioridad a determinados proyectos de inversión siempre que lo requiera el interés público, siendo éste un tipo de prioridad que no se ha tenido suficientemente en cuenta en la etapa de la posguerra al establecer planes basados en tipos de interés preferenciales.

504. Hemos sostenido en los primeros párrafos de este capítulo que nuestras instituciones financieras están tan altamente desarrolladas, y están tan llamadas a continuar su desarrollo, que el control de "la oferta de dinero" —cualquiera que pueda ser el significado de esta expresión— no constituye en sí mismo una medida política segura, y que las autoridades deberán más bien tratar de influir sobre la liquidez general mediante actuación sobre los tipos de interés. Dado este enfoque, el control o reglamentación de los Bancos es necesario, no porque sean "creadores de dinero", sino porque son los mayores prestamistas en el extremo más a corto plazo (y más líquido) de la gama de los mercados de crédito. Es seguro que cualquier control riguroso restrictivo de sus operaciones habrá de resultar anulado, después de cierto tiempo, por el desarrollo y aparición de instituciones rivales; en el intermedio, la comunidad se habrá visto perjudicada como consecuencia de los

obstáculos interpuestos en los mecanismos de obtención de préstamos más eficaces. Por consiguiente, empezamos por sentir cierto recelo en contra del control discriminatorio de los Bancos, por lo menos en circunstancias normales.

505. Sin embargo, los depósitos bancarios son objeto de tal predilección por parte del público como activos con un alto grado de liquidez, y su volumen es tan relativamente grande, que los Bancos están en una posición excepcionalmente fuerte para anular, o en todo caso para obstaculizar, cualquier política de las autoridades que tienda a influir sobre los tipos de interés. Por esta razón debe haber ciertas restricciones a la actividad de los Bancos. Estas restricciones son en la actualidad las derivadas de las dos reglamentaciones relativas a la liquidez; el 8 por 100 en caja, y el 30 por 100 en activos líquidos (véase el capítulo IV), de los cuales el último es, en la práctica, el que tiene eficacia como control limitativo. Estas reglamentaciones son de hecho aceptadas por todos los Bancos; son los coeficientes o relaciones a los que más o menos han llegado los Bancos en la prosecución de sus objetivos comerciales, y permiten que los Bancos se dediquen a una provechosa actividad como prestamistas en la proporción de dos terceras partes de cada nuevo depósito. El argumento en pro del mantenimiento de estas restricciones parece abrumador. La regla del 8 por 100 en caja parece haber sido aceptada con una casi absoluta rigidez; la pequeña elasticidad que se permite en la práctica es el mínimo indispensable para que la regla no se convierta en una molestia intolerable. La regla del 30 por 100 no ha sido aceptada de forma tan absoluta por los Bancos, ni tampoco ha sido formulada en términos inequívocos por parte de las autoridades. Además, aun cuando los representantes del Comité de los Bancos de Compensación de Londres, al testimoniar ante nosotros y referirse a la regla del 30 por 100, la relacionaban con la prudencia bancaria, cuesta trabajo creer que los Bancos, si se les concediese libertad, no se adaptarían a un nivel mucho más bajo de activos líquidos. Por consiguiente, recomendamos que la regla del 30 por 100, así como la del 8 por 100 en caja, sean formuladas explícitamente, aun cuando esto no se haga en forma de ley.

506. Hasta ahora todos los razonamientos apuntan en un sentido: debe existir alguna restricción a la actividad de los bancos, y una restricción que esté de acuerdo con convenciones que ellos vinieron a adoptar en interés propio, no puede ser considerado como injusta. Pero hemos visto que los bancos tienen todavía, además de sus "activos líquidos" (en el sentido técnico del 30 por 100), un considerable colchón de valores del Estado a corto plazo; vendiendo estos valores pueden aumentar sus préstamos, a pesar de la restricción relativa a sus activos líquidos. En las circunstancias de la primavera de 1959, un cambio de esta naturaleza en el sentido de aumentar los préstamos no estaba en contradicción con la política del Gobierno de estimular la expansión; pero las circunstancias pueden cambiar, y se plantea la cuestión de si, dada la existencia del colchón de valores a corto plazo, no procedería suplementar la regla del 30 por 100 con alguna restricción adicional.

507. Aun cuando hace ya treinta años que los bancos vieron limitada su política de préstamos por consideraciones de liquidez, podría establecerse alguna restricción mediante elevación de los tipos de interés que impusiera pérdidas a los bancos si vendiesen sus bonos a corto plazo antes de su vencimiento o amortización. Pero la fuerza de esta medida se debilita por el hecho de que, como consecuencia de la aplicación general de tipos de interés, los bancos tendrán la posibilidad de cargar tipos más altos en sus préstamos, compensando en parte de esta manera las pérdidas derivadas de la venta antes de tiempo de sus bonos. En la medida en que puedan financiar la expansión de sus préstamos a partir de los fondos obtenidos de la amortización de bonos, los bancos podrán evitar totalmente el sufrir pérdidas. A menos que la estructura de la deuda nacional cambie por completo como consecuencia de la adopción de medidas radicales, los bancos siempre podrán estar en posesión de un volumen de bonos cuya amortización vaya a producirse próximamente, de manera que les permita contar con el producto de la misma a efectos de aumentar sus préstamos. Una vez que hayan hecho uso de esta posibilidad, si continúan su proceso de expansión podrán encontrarse bruscamente con que están sufriendo pérdidas; ningún banco se desprenderá por completo de los valores de próxima amortización, y una rápida y continuada

expansión de los préstamos implicará, por consiguiente, tener que recurrir a valores de su cartera, que son más vulnerables a la elevación de los tipos de interés. Este freno de los tipos de interés sobre la expansión de los créditos es, a corto plazo, de escaso efecto contra una expansión moderada, pero puede ser suficiente para que los bancos lo piensen dos veces antes de embarcarse en una rápida y prolongada expansión. Sin embargo, las autoridades pueden haber decidido, por otras razones, que no les conviene forzar los tipos de interés en sentido alcista.

508. Dado que este freno del tipo de interés sobre la expansión de los préstamos bancarios es de un uso tan limitado, ha habido propuestas de que se elevasen los requerimientos o exigencias de liquidez, o procedimientos análogos para restringir los préstamos de los bancos al sector privado. Una gran variedad de métodos nos fueron expuestos, tanto por parte del Banco de Inglaterra como por personas individuales. Al comparar estos diversos métodos, el Banco de Inglaterra insistió en la objeción de que algunos de ellos parecería como si canalizasen el crédito bancario directamente hacia el Gobierno, de manera que le fuese más fácil a éste gastar en momentos en que las restricciones impuestas a los bancos estaban basadas en el deseo de restringir el gasto del sector privado. Pero, dadas las políticas de pleno empleo, el objeto de restringir el gasto en el sector privado sería permitir que el sector público dispusiese de una parte adecuada de los recursos reales, ya que de no contar con dicha parte sería preciso imponer cortes arbitrarios en los planes del sector público (como ha sucedido algunas veces en el período de la postguerra). Rechazando este criterio de distinción entre los distintos procedimientos apenas si hay algo que les diferencia y, por consiguiente, nos inclinábamos por una clara facultad de elevar la exigencia de liquidez del 30 por 100 a un porcentaje más elevado. Cualquier exigencia de este tipo (una elevación del coeficiente de liquidez, "depósitos especiales" o Recibos de Depósitos del Tesoro) (8) habría de ser drástica para que pudiera influir sobre las operaciones de préstamo de los bancos, en oposición a invitarles a que llevasen a cabo reajustes compensatorios en sus carteras de valores del Estado. Nos resultaría difícil justificar una acción drás-

(8) "Treasury Deposit Receipts" en el original.

tica de esta naturaleza, a menos de que se acompañase de restricciones generales sobre toda clase de prestamistas, excepto en el caso a que nos hemos referido anteriormente (párrafos 524-28); en cualquier situación ordinaria no encontramos ventajas suficientes que justifiquen una acción discriminatoria en contra de los bancos. En todo caso, la evolución del sistema bancario durante los últimos doce meses está alterando las principales circunstancias de manera considerable; esta evolución y, especialmente, la composición de las carteras de inversión de los bancos, deberían ser observadas cuidadosamente, y la cuestión de los requerimientos o exigencias de liquidez revisada de nuevo a la luz de la experiencia durante los próximos años. El cambio de las circunstancias podría llevar a un cambio del 30 por 100 en un sentido o en otro.

509. Si a la luz de la futura experiencia resultase aconsejable reforzar las facultades de las autoridades mediante una elevación de los coeficientes mínimos de liquidez de los bancos en proporción considerable respecto de sus niveles actuales, la posibilidad de imponer restricciones equivalentes sobre otros grupos de instituciones financieras debería ser considerada. En tanto que las reglamentaciones no sean más restrictivas que las convenciones o fórmulas a que los bancos habían llegado por sí mismos espontáneamente, no existe problema de equidad en cuanto a ellos y otros intermediarios financieros que requiera seria atención; pero si hubieran de imponerse niveles mucho más altos, entonces sí habría razones para que las restricciones fuesen generales. El objeto de esta generalidad sería el limitar el acceso a fuentes alternativas de financiación, por ejemplo para compra de viviendas, ampliación de propiedades y gasto en bienes duraderos. Son grupos importantes que habrían de ser considerados a efectos de la imposición de restricciones equivalentes, las sociedades inmobiliarias, las de financiación de compras a plazos, y probablemente las compañías de seguros. Sería preciso identificar a los diversos grupos de instituciones; a estos efectos las autoridades deberían disponer de un completo y adecuado registro de instituciones financieras. A las compañías de seguros ya se les requiere para que se inscriban en el Ministerio de Comercio, y a las compañías inmobiliarias en el Registro de Sociedades Benéficas (9). Los bancos comerciales están

(9) "Registrar of Friendly Societies" en el original.

comprendidos en grupos bien definidos y son conocidos los miembros que constituyen cada grupo. Pero sería preciso establecer algún sistema de registro que comprendiese a los nuevos grupos de instituciones: las sociedades de financiación de compras a plazos y los banqueros industriales, y (si las restricciones hubiesen de llevarse lejos) los fondos de pensiones y "trusts" o sociedades de inversión. Puede haber otras, todavía inexistentes, que será preciso añadir a éstas.

510. Un control tan amplio de las instituciones de crédito habría que basarse en facultades reglamentarias de dirección aplicables a los diversos grupos de instituciones a que nos hemos referido. La facultad de dirigir a los bancos, de que goza el Banco de Inglaterra de acuerdo con la Sección 4 (3) de la Ley del Banco de Inglaterra de 1946 (aunque nunca ha tenido ocasión de usarla), tendría que ser extendida de manera que permitiese a las autoridades dar instrucciones a todos o a alguno de dichos grupos de instituciones. Si las facultades hubiesen de extenderse de la manera indicada, sería especialmente conveniente que el Ministerio de Hacienda tuviese de manera clara el derecho de empezar a establecer dichas normas (suprimiendo de esta manera una ambigüedad que existe en la Ley del Banco de Inglaterra); por otra parte, sería conveniente definir los asuntos o casos en los que podrían formularse instrucciones, y el límite de las facultades correspondientes de manera que se garantizase que las normas o instrucciones sólo podrían darse a la totalidad de las instituciones de cada grupo (y no a una institución aislada).

511. Puesto que pensamos que el uso de las medidas monetarias en circunstancias normales sólo habrá de desempeñar un papel secundario como guía en la evolución de la economía, no consideramos que una detallada extensión de las facultades a que hemos hecho referencia esté justificada en las presentes circunstancias. Creemos que en situaciones de emergencia la tosca justicia de las duras medidas propuestas por nosotros en los párrafos 524 al 528 sería adecuada. Pero no es imposible que pueda haber largos períodos, que no lleguen a ser considerados como de emergencia, en los cuales una excesiva y persistente liquidez dificulte la dirección

de la política económica por parte de las autoridades. En tales circunstancias, una extensión del control directo sobre la concesión de créditos a otros grupos de instituciones financieras además de los bancos, reforzaría la eficacia de las restricciones impuestas a éstos, al propio tiempo que constituiría una medida de equidad, y sería por consiguiente necesario aceptar el grado de interferencia en los negocios, resultantes, y superar las dificultades prácticas que un esquema tan amplio de registros y controles habría de implicar.

512. De nuestra discusión acerca de su eficacia en el período de la postguerra, se deduce que no consideramos el control de las emisiones de capital como una medida significativa a efectos de influir sobre la presión de la demanda total. Su efecto principal —con independencia del aspecto del cambio exterior— ha sido el de forzar a la gente a modificar los acuerdos financieros que de otra manera habría adoptado. Nosotros no consideramos que los reajustes financieros carezcan por completo de importancia desde el punto de vista de la demanda de recursos reales, pero cuando el control es del tipo del ejercido desde la guerra, su influencia será muy breve, y, a menos que otras medidas más enérgicas se hayan adoptado simultáneamente, es muy dudoso que los efectos producidos justifiquen el detallado trabajo que requieren. En situaciones que puedan ser calificadas como “de emergencia”, puede haber lugar para un más severo control de las emisiones de capital; volveremos a tratar de esta posibilidad en los párrafos 524 al 528.

513. Nuestro criterio acerca del uso de los controles de las compras a plazos puede deducirse de nuestra discusión acerca de sus efectos durante este decenio. Estos controles tienen la ventaja de garantizar un rápido y apreciable impacto sobre la demanda total; pero es este un efecto que se produce de una vez, y que tiende a desaparecer rápidamente. Pueden ser fácilmente evitados (aunque no eludidos), aumentando esta posibilidad si los controles son mantenidos durante considerable tiempo, y no podríamos recomendar un intento de control general sobre el crédito mercantil, que parece sería la única manera lógica de impedir que aquello sucediese. Pero, sobre todo, estos controles tienen importantes

efectos "direccionales" que pueden llegar a ser perjudiciales para el progreso económico. En algunos casos puede ser conveniente que se produzcan estos efectos; si en una situación de demanda excesiva sucediese que las industrias más afectadas por estos controles figuraban entre las que tienen carnets de pedidos más repletos y cuya actividad es, en cierto modo, excesiva, no cabe duda que sería claramente ventajosa la imposición de controles de las compras a plazos, en tanto que otras medidas restrictivas, de efecto más lento, entraban en vigor. Puede haber, por consiguiente, ocasiones en las que sería justificado por parte de las autoridades la utilización de controles de las compras a plazos a fin de conseguir un rápido efecto en tanto que otras medidas empezaban a actuar; pero, aparte de casos especiales de este tipo, deberán mostrarse reacias a usar estos controles para actuar sobre la situación económica general.

514. Se verá que nuestra revista de las medidas monetarias no nos ha conducido a ninguna recomendación positiva y sencilla. Ningún método, nuevo o viejo, nos proporciona una solución para todos nuestros problemas. Nosotros no encontramos ninguna solución al problema de influir sobre la demanda total mediante una acción más violenta sobre los tipos de interés; estimamos que el control de la oferta de dinero no es más que un aspecto importante de la gestión de la deuda; no podemos recomendar ningún cambio sustancial en las reglas de acuerdo con las cuales actúan los bancos; no consideramos que el control de las emisiones de capital sea útil en circunstancias ordinarias; y creemos que hay estrechos límites a la eficacia de los controles de las compras a plazos. Por otra parte, creemos que las autoridades podrían hacer un uso más cuidadoso de los tipos de interés. El nivel de éstos es importante para el funcionamiento del sistema económico y, aunque muchos efectos de los cambios en los mismos actúan lentamente, hay algunos que actúan bastante rápidamente a través de las perturbaciones en la liquidez motivadas por dichos cambios. En el capítulo VII exponemos con mayor amplitud nuestros puntos de vista acerca de las posibilidades técnicas que tienen las autoridades de influir sobre los tipos de interés mediante su gestión de la deuda nacional. Pero cuando se ha dicho todo acerca de las posibilidades de la acción

monetaria y de su probable eficacia, nuestra conclusión es que no se puede confiar en que las medidas monetarias, por sí solas, mantengan en un equilibrio adecuado a una economía sometida a grandes presiones, tanto del exterior como del interior. Las medidas monetarias pueden ayudar, pero nada más.

515. En qué medida se les deberá pedir ayuda depende no solamente de sus propios méritos y deméritos, sino también del resultado de la comparación de estos con las ventajas y desventajas de otros medios de influir sobre la presión de la demanda total. Nuestros términos de referencia no nos permiten valorar las ventajas y desventajas de los controles directos y de las medidas fiscales, o considerar hasta qué punto podrían ser utilizados para suplementar o sustituir a la acción monetaria. Los controles directos fueron desde luego usados extensa y eficazmente durante la guerra y primeros años de la postguerra a fin de reducir la demanda total, así como algunas demandas determinadas. A medida que las escaseces de la guerra y del inmediato periodo de la postguerra fueron siendo gradualmente superadas, el radio de acción de los controles directos se fué reduciendo progresivamente, y su efectividad para mantener bajo control la demanda total disminuyó paralelamente. El volver ahora a un sistema extensivo de controles directos implicaría el establecimiento de una complicada estructura administrativa. Además, la experiencia ha demostrado que el poder adquisitivo reprimido por la acción de determinados controles se verterá inevitablemente sobre otros mercados en los que puedan comprarse bienes y servicios sin ningún control. Por otra parte, es necesario recordar en esta cuestión, que los controles de la postguerra dependieron en gran parte de la aceptación de las gentes. Si puede demostrarse que hay buenas y suficientes razones desde el punto de vista del interés público en virtud de las cuales deben imponerse controles, éstos pueden ser eficaces durante un corto periodo de tiempo, sin necesidad de una complicada estructura administrativa. Además, hay determinados controles selectivos que podrían restringir la demanda en puntos tan vitales, que serían útiles a efectos de influir sobre la situación de la economía en conjunto. De estos controles, el de la construcción parece merecer especial atención. A pesar de las desventajas comunes a

todas las medidas coercitivas, puede ser ejercido razonablemente mediante la adopción de sencillas disposiciones complementarias en los mecanismos de los gobiernos central y local, y puede limitarse a las transacciones de mayor importancia, de manera que ejerzan un verdadero impacto sobre la presión de la demanda total. En algunas circunstancias, el restablecimiento de un control de este tipo puede ser preferible a confiar exclusivamente en las medidas monetarias.

516. El efecto de las medidas fiscales sobre la presión total de la demanda depende en primer lugar del equilibrio del presupuesto; de hasta qué punto el Gobierno gasta, y por consiguiente devuelve a la economía menos que, tanto como, o más de lo que retira de la misma mediante los impuestos. También pueden conseguirse importantes efectos secundarios mediante la selección de las medidas presupuestarias, ya que éstas pueden tener por objeto influir rápidamente sobre las decisiones de las empresas en cuanto a su gasto en equipo capital, o sobre las decisiones de los individuos en cuanto a su ahorro y gasto. La importancia atribuida al uso de las medidas fiscales, especialmente al equilibrio presupuestario, ha sido una de las innovaciones fundamentales del período de la postguerra. Se deduce de los testimonios que nos han sido facilitados por el Ministerio de Hacienda que, por lo menos desde 1948, para la regulación de las características y volumen total de la demanda efectiva han confiado principalmente en las medidas fiscales, habiendo solamente atribuido a las medidas monetarias un papel de sostén. Las razones para confiar en las medidas fiscales más bien que en las monetarias ha sido enérgicamente defendido ante nosotros por algunos testigos (especialmente los señores LITTLE, NEILD y ROSS). Las medidas fiscales tienen sobre las monetarias la ventaja de ejercer un impacto más directo y seguro; esta ventaja es tanto más importante cuanto más drástico sea el cambio requerido. Debe recordarse, por otra parte, que esta mayor certeza se deriva de la compulsión propia de las medidas fiscales, y que los efectos últimos sobre la demanda son mucho menos seguros de lo que parece a primera vista. Además, los efectos de algunas de las medidas fiscales—bonificaciones a la inversión, por ejemplo—no son en sí mismos más previsibles que los de muchas medidas mo-

netarias, y los testimonios recibidos de los sectores industriales sugieren que, en definitiva, hay poca diferencia entre estas medidas y los estímulos monetarios más convencionales destinados a influir sobre la demanda de bienes de equipo.

517. Consideradas como medio de actuar sobre el nivel de la demanda, el más serio "handicap" de las medidas fiscales es que las modificaciones de impuestos concretos, diferenciados del presupuesto total, tienen que vencer oposición en distintos aspectos que nada tienen que ver con la situación económica general. Su cronología se encuentra también perjudicada por su dependencia de los programas parlamentarios; y desde el punto de vista administrativo, es verdaderamente difícil introducir cambios frecuentes en los tipos de muchos impuestos. Estas dificultades fueron discutidas por nosotros con testigos del Ministerio de Hacienda, y es evidente que no pueden ser ignoradas a la ligera. Aunque es posible, con grandes dificultades, reducir los tipos del impuesto sobre la renta durante el año, es prácticamente imposible aumentarlos; y la base anual de nuestra contabilidad tiene unas raíces demasiado profundas en nuestra economía para que el impuesto pueda tener una base que no sea la anual. Hay, sin embargo, algunos cambios que podrían ser útiles a efectos de influir sobre la demanda total, y que podrían introducirse bastante fácilmente. Es factible introducir cambios en algunos otros impuestos entre dos presupuestos consecutivos—ha habido cambios de este tipo durante los últimos años—y algunas veces tal vez pudieran realizarse sin que se discutiesen más de una vez al año, tanto los gastos de los departamentos ministeriales, como la justa distribución de los impuestos. El profesor MEADE ha llamado directamente la atención acerca de la posibilidad de más frecuentes cambios en las contribuciones de los seguros nacionales. Cuanto más flexibles puedan ser los instrumentos fiscales, tanto menos necesario será confiar en las medidas monetarias. Por otra parte, si las autoridades no son capaces de manipular los impuestos con flexibilidad suficiente, tendrá que confiarse más en las medidas monetarias.

518. Nosotros nos damos perfecta cuenta de que los temas tratados en los tres últimos párrafos son complejos y profundos. No nos hemos considerado llamados, teniendo en cuenta los términos

de la misión que nos fué encomendada, a ocuparnos de ellos ampliamente, sino que hemos tratado únicamente de poner de manifiesto la importancia de los mismos en relación con el uso que vaya a hacerse de las medidas monetarias.

519. Parece que nuestro país tiene que decidirse a utilizar combinadamente, y probablemente con variable intensidad, tres grupos de medidas, cada uno de los cuales presenta considerables inconvenientes. La importancia del inconveniente—o, por el contrario, de la ventaja—puede cambiar en distinta proporción para los tres grupos de medidas, y esto puede justificar que el acento se desplace de unos a otros. Uno de los grandes inconvenientes de las medidas monetarias es que, cuanto menos criticables son en otros aspectos, tanto más lentas son en alcanzar sus fines. Si el diagnóstico económico—especialmente el problema de estimar en qué sentido evoluciona la demanda total—fuese más rápido y más preciso, podría confiarse más en las medidas monetarias. Probablemente la fase de más difícil diagnóstico durante el período de la postguerra fué la de los años 1953-54; si hubiera habido una visión más clara de la evolución que iba a producirse en 1954-55, las medidas monetarias podrían haberse introducido a tiempo de producir efectos más útiles y de mayor magnitud que cualesquiera otros que hubiéramos podido prever. Se han hecho grandes esfuerzos por parte de las autoridades en el período de la postguerra a fin de aumentar la información necesaria, y hacer más preciso el uso de la misma en el diagnóstico de los acontecimientos económicos. Volveremos a tratar de este tema en el capítulo X; aquí nos limitaremos a subrayar su importancia desde el punto de vista de la confianza que nuestro país puede depositar en las medidas monetarias, dentro del conjunto de las demás medidas, a efectos de alcanzar los objetivos de la política económica.

Medidas de urgencia.

520. En la sección precedente nos hemos ocupado de la utilidad de las medidas monetarias a efectos de influir sobre las circunstancias económicas en momentos en que la economía, aun necesitando ser en parte dirigida, no está evidentemente sometida al peligro de una catástrofe. Tenemos que considerar ahora una cues-

ción bastante distinta; hasta qué punto entre las medidas monetarias hay alguna que deba ser incluida entre las que podrían evitar la pérdida completa del control sobre la economía. Nos limitaremos a las circunstancias propias de tiempo de paz, incluyendo entre ellas las de la "guerra fría"; en el marco de una economía de guerra se admite generalmente que los controles monetarios son los mejores auxiliares de las medidas más directas que en esos casos se consideran adecuadas. En tiempo de paz, las circunstancias a considerar son, por una parte, una depresión catastrófica, y, por otra, una inflación que amenace convertirse en galopante.

521. En el caso de una depresión catastrófica, se deduce de lo que ya se ha dicho acerca de los efectos de las medidas monetarias, que no puede esperarse de ellas una acción suficientemente rápida, o que por sí solas den lugar a una lenta pero completa recuperación. Los tipos de interés pueden ser presionados a la baja lo suficiente para garantizar que las instituciones financieras gocen, en general, de completa liquidez, pero no pueden hacer nada para vencer su escepticismo en cuanto a la existencia de salidas seguras para sus préstamos. Todo control importante de los créditos al consumo puede ser suprimido, y esto puede proporcionar algún rápido estímulo en determinadas direcciones, pero una expansión de este tipo de crédito depende en definitiva de la confianza en los sueldos y salarios. Por otra parte, la experiencia demuestra la facultad de los tipos de interés en baja para estimular la construcción de viviendas, especialmente si la población está aumentando o se producen desplazamientos; pero es este un efecto que se produce con mayor lentitud de la que en la actualidad se considera adecuada. En general, las posibilidades de la política monetaria por sí sola frente a una severa depresión, están gráficamente descritas en el refrán que dice que se puede llevar a un caballo al río, pero que no se le puede hacer beber. Creemos que, en estas circunstancias, el Gobierno debe confiar principalmente en otras medidas. Puede hacerse que la situación monetaria sea propicia, pero eso es todo. Un intento de extremarlas, inundando los mercados de crédito, es probable que cree estorbos en el futuro sin llegar a dar una solución razonablemente rápida para la depresión.

522. El peligro opuesto es el de inflación galopante. Incluso la amenaza de tal situación debe ser considerada como una "emer-

gencia”, y debemos estudiar las medidas monetarias que serían adecuadas en tal caso. Creemos que una firme y explícita intención de recurrir a tales medidas, tendría también la importante ventaja de apuntalar la confianza, tanto en el interior como en el extranjero, en una razonable estabilidad del valor de la libra. Durante muchas décadas con posterioridad a 1844, esta seguridad se basaba en las restricciones reglamentariamente impuestas a la emisión de billetes. Cuando estas restricciones fueron introducidas, se las consideraba como una limitación directa de la oferta monetaria: posteriormente, al admitirse que otros instrumentos, aparte de los billetes, podían ser también considerados como dinero, las reglamentaciones de la Ley de 1844 fueron consideradas como una limitación indirecta de la oferta monetaria. La idea de que las disposiciones de 1844 proporcionaban un mecanismo automático satisfactorio para el control diario fué rápidamente abandonada, pero la Ley continuó en vigor porque el techo que fijaba había llegado a ser considerado como una garantía contra cualquier derrumbamiento del valor de la libra. Por esta razón, la legislación de 1844, a pesar de sus insuficiencias, fué uno de los pilares del sistema monetario inglés, y ha dejado su huella en reglamentaciones posteriores hasta tiempos bastante recientes. Estamos en efecto tratando de encontrar en 1959 algún heredero de esta tradicional limitación a la emisión de billetes; alguna garantía reglamentaria, consistente con nuestro punto de vista acerca del funcionamiento del sistema monetario, de que no se permitirá que un derrumbamiento del valor de la libra se produzca.

523. Se sugiere con frecuencia (y algunos testigos han expuesto este punto de vista ante nosotros) que la solución debe buscarse en alguna estrecha analogía actual con la limitación de la emisión de billetes; alguna manera de restringir reglamentariamente la oferta monetaria. Se argumenta, por ejemplo, bastantes veces, que el total de los depósitos bancarios debe identificarse con la oferta monetaria y que, puesto que esta cantidad ha venido a depender de la oferta de “Treasury Bills”, se propone que los préstamos que obtenga el Gobierno con garantía de “Treasury Bills” sean objeto —de la misma manera que sus préstamos con garantía de “Ways and Means Advances” (10)— de restricciones reglamentarias

(10) “Ways and Means Advances”; parte de la deuda flotante inglesa.

Por razones basadas en el análisis que hemos realizado en la primera sección de este capítulo, no nos es posible admitir que la mencionada propuesta constituya una respuesta adecuada a nuestra pregunta. En un sistema financiero altamente desarrollado, las dificultades teóricas inherentes a la identificación de "la oferta de dinero" no pueden ser ignoradas a la ligera. Incluso cuando no son tenidas en cuenta, toda la imprecisión de las relaciones entre la oferta de dinero y el nivel de la demanda total subsisten; la imprecisión inherente a la imposibilidad de limitar la velocidad de circulación. Además de la adaptabilidad de las costumbres financieras del sector privado, no podemos presuponer falta de habilidad en un Gobierno que esté decidido a gastar, pero que encuentre limitadas sus posibilidades de obtener créditos. El deseo por parte del país de que aumentasen los activos reales del sector público haría que resultase inútil cualquier "techo" impuesto reglamentariamente a la deuda nacional; e incluso si la obtención de préstamos, a corto plazo por parte del Gobierno se restringiese, y expectativas inflacionistas hiciesen que los valores ordinarios a largo plazo no fuesen negociables, los "index bonds" podían encontrar mercado. Lamentándolo, no podemos señalar ninguna cantidad cuya limitación reglamentaria pudiese resolver el problema, y consideramos que la vigente limitación de la emisión de billetes es superflua.

524. Nos vemos por consiguiente obligados a adoptar un enfoque distinto, un enfoque que no tenga ninguna semejanza con los adoptados por nuestros precursores. Consideramos que debe confiarse en la habilidad de las autoridades para reconocer el desarrollo de una situación peligrosamente inflacionista (situación en la cual habrá de otorgarse una decisiva prioridad al mantenimiento del valor del dinero), y que se habrán previsto las medidas monetarias que podrán contribuir de manera sustancial al control de dicha situación. Rechazando entre dichas medidas toda aquella que suponga una limitación de "la oferta monetaria", propugnamos medidas que actúen más directa y rápidamente sobre la liquidez de los que gastan. Consideramos que una combinación de controles de las emisiones de capital, créditos bancarios y créditos al consumo serían el medio más adecuado de conseguir esta finalidad. Son todas estas, medidas contra cuyo uso hay, como ya hemos comentado anteriormente, objeciones en virtud de las cuales habrá de

restringirse fuertemente el uso de las mismas en circunstancias normales, pero en situaciones de emergencia, su eficacia justificará el que transitoriamente sean ignoradas dichas objeciones.

525. Hemos dicho que eran tres los sectores que habrían de ser objeto de control en casos de emergencia, dando por descontado al propio tiempo que ninguna medida monetaria podrá impedir que la gente gaste o utilice el crédito de que ya dispone, pero insistiendo en que dichos tres sectores—crédito bancario, emisiones de capital y crédito al consumo—eran las fuentes de crédito más importantes y eficaces para aquellos que querían obtener fondos suplementarios. Y es precisamente porque estas tres fuentes son tan eficaces—razón por la que deberán mantenerse tan libres como sea posible en circunstancias ordinarias—, por lo que las hemos seleccionado como objeto de la acción gubernamental en situaciones de emergencia. Subrayamos que es mediante una acción conjunta de las mismas, mediante la que confiamos que dichas medidas produzcan rápidos y sustanciales efectos. Los recientes estudios realizados por el National Institute of Economic and Social Research, así como la información puesta a nuestra disposición, indican que para las empresas embarcadas en programas de gastos, el crédito bancario es una alternativa de las emisiones de capital, y que sólo mediante una restricción simultánea de ambas fuentes pueden conseguirse cambios drásticos. Una restricción del crédito al consumo, generalmente criticable debido a sus efectos “direccionales”, tiene importancia, ya que impone una inmediata disminución en el producto de las ventas de los fabricantes, precisamente en el momento en que se encontrarían con graves dificultades en la obtención de créditos. Es un efecto “de una sola vez”, pero es adecuado para la finalidad que nos ocupa.

526. Para ser útil, un control de las emisiones de capital habría de ser cuantitativo, y no del ineficaz tipo cualitativo utilizado en el período de la postguerra. No sería suficiente que se demostrase que una emisión era necesaria para alguna finalidad ya aprobada. En vez de esto, sería necesario que las autoridades fijasen un techo para el volumen total de emisiones del sector privado que habría de permitirse a lo largo de un período de, por ejemplo, tres meses. Sería probablemente conveniente que se estableciesen prioridades para algunas industrias o grupos de industrias, pero

una vez que se hubiera alcanzado el tope, cualesquiera solicitantes, y cualquiera que fuese su procedencia, serían informados de que habrían de esperar hasta el próximo trimestre o, en su caso, hasta que el control fuese suprimido. El mecanismo del control de las emisiones de capital en el período de la postguerra sería por completo inadecuado para un control riguroso de este tipo. La responsabilidad de las decisiones habría de recaer de hecho, como ya ha recaído en principio, en algún organismo del Gobierno, pero esto debería indicarse de manera más explícita, y el carácter meramente consultivo de cualquier institución ajena al Gobierno habría de ser subrayado. Es probable también que no se tolerase la no publicación de las razones que motivasen las decisiones, tratándose de un control cuyo impacto sobre los presuntos prestatarios habría de ser decididamente penoso.

527. La forma más drástica de control de los préstamos bancarios es el establecimiento de un tope en el volumen total de préstamos de cada banco, o del conjunto de los bancos, en el caso de que éstos estableciesen un acuerdo mutuo en cuanto a la fórmula de su distribución entre los mismos. Este ha sido el sistema en vigor en 1957-58 y, en forma menos rigurosa, durante los dos años precedentes. Sugerimos como alternativa, que supondría una menor restricción de la competencia entre los bancos, una restricción en la relación entre créditos y depósitos, definiendo los créditos de manera tal que se incluyesen todos los préstamos del sector privado. La relación sería uniforme para todos los bancos incluidos dentro de un mismo grupo (por ejemplo, los bancos de compensación de Londres), pero no sería necesariamente la misma para los diversos grupos (por ejemplo, los bancos escoceses podrían tener un máximo distinto del de los bancos de compensación de Londres). De acuerdo con este sistema, cualquier banco podría todavía aumentar su volumen de negocio, caso de que pudiese, mediante un servicio más eficaz, atraer depósitos procedentes de otros bancos. En el tipo de período a corto plazo en que pensamos para esta acción de urgencia, la diferencia entre un tope proporcional y un tope absoluto no sería grande, sin embargo, y no propugnamos el sistema proporcional como decididamente superior al sistema absoluto. Lo que importa es que la acción se dirija a los créditos bancarios; es por ser ésta una modalidad tan eficaz y extendida por lo que el Gobierno deberá apuntar a los bancos. Si la crisis se

prolongase, podría ser necesario imponer restricciones equivalentes a otras instituciones financieras (véase párrafos 509 al 511).

528. Todas las medidas de urgencia que hemos estado discutiendo apuntarían a la concesión de créditos y, por consiguiente, al gasto del sector privado. Sería superfluo actuar de esta manera sobre el gasto privado si se dejase en libertad al gasto público. Repetimos que no conseguimos encontrar ninguna regla automática para imponer restricciones a un Gobierno que esté decidido a gastar. Consideramos, sin embargo, que podría imponerse un alto, mediante el establecimiento de una convención—a la que se podría dar o no forma legal—según la cual la entrada en vigor de los controles de urgencia a que nos hemos referido para el sector privado, habrían de ser motivo de debate en el parlamento. En tal debate, el Gobierno haría una revisión crítica del nivel de gastos en el sector público, tanto “corrientes” como de inversión.

529. Del tono de los cinco últimos párrafos podría deducirse que pensamos que, de vez en cuando, el Gobierno impondría súbitamente una serie de enérgicas medidas deflacionistas que habrían de sumir a la economía en una calamitosa depresión con extenso paró y sus males consiguientes. Esto sería tergiversar nuestras sugerencias. Sólo estamos considerando la posibilidad, remota si la economía está razonablemente dirigida, con el apoyo de un pueblo comprensivo bien informado, de que una auténtica amenaza de inflación galopante pueda presentarse. En tales circunstancias, algún cambio en las prioridades de la política sería ampliamente aceptado. Debemos no obstante confiar que se evite la ocasión de restricciones drásticas mediante la adopción a tiempo de medidas más moderadas, mientras que la existencia de poderes de urgencia habrá de hacer más firme la confianza en una razonable estabilidad de la unidad monetaria. Pero, ni la existencia de restricciones reglamentarias, ni la de un mecanismo permanente, pueden constituir una auténtica protección; la única base segura de confianza radica en una opinión pública comprensiva e informada que apoye a un Gobierno que mantenga un equilibrio entre los diversos objetivos de que tratamos en el capítulo II.

CAPITULO XII

CONCLUSION

978. Hemos decidido no terminar nuestro Informe con un resumen de recomendaciones como las que algunas veces figuran en estos casos. El hacerlo no habría estado de acuerdo con el hecho de que una gran parte de lo que hemos escrito está, por propio designio, consagrada por completo a exposición y análisis, aportaciones que en este campo tienen valor en sí mismas. Cuando formulamos recomendaciones, están con frecuencia estrechamente ligadas al contexto en que aparecen, y creemos probable que sean mejor apreciadas si leídas a la luz de dicho contexto. Una lista de recomendaciones enumeradas separadamente no haría justicia a las ideas que nosotros tratamos de transmitir, y en algunos casos sería necesario formularlas con tal extensión y sometidas a tantas distinciones, que prácticamente estaríamos escribiendo de nuevo partes de algunos capítulos.

979. Por consiguiente, nuestro Informe no debe ser considerado como si se tratase de un juicio en el que se emitía veredicto sobre la utilización de las medidas monetarias en nuestro país. Tampoco debe buscarse en él la revelación de nuevos o mejores procedimientos, con prescripciones para su uso que, si son aplicadas, producirán resultados seguros y satisfactorios en el futuro. Entre las complejas dificultades de la economía de la post-guerra hemos observado algunas cosas que podrían haberse hecho mejor de otra manera; cuando así ha sido, lo hemos dicho. Hemos observado otros casos en los que las cosas deberían hacerse de distinta manera en el futuro, y así lo hemos hecho notar. Hemos dicho sin reparos, en varios puntos del Informe, que es esencial disponer de un conocimiento mucho más amplio y sistemático de los elementos que constituyen el sistema monetario y de sus movimientos relativos. Pero una vez dichas estas cosas, el uso satisfactorio y eficaz de la política monetaria depende en último término de una clara percepción de unos cuantos conceptos básicos, que son esenciales en las condiciones financieras de la economía moderna.

980. Nos proponemos por consiguiente terminar nuestro Informe poniendo de manifiesto las principales ideas que creemos se derivan de nuestro estudio. Nos parece que este criterio ha de ser más útil para el lector que la enumeración de una mera lista de recomendaciones. En primer lugar, existen limitaciones que no deben ser ignoradas ni soslayadas. Los fines de la política económica con que se relaciona la acción monetaria son complejos: pueden encontrarse directamente en pugna entre sí a corto plazo, y sólo mediante reajustes pueden mantenerse en equilibrio a largo plazo. No existe por consiguiente un único y simple objetivo en torno al cual pueda estructurarse toda la política monetaria. Paralelamente a esta complejidad de los fines nos encontramos con su parcial e incompleta eficacia. Las medidas monetarias apuntan al nivel de la demanda, pero son por naturaleza incapaces de ejercer por sí solas un efecto lo suficientemente rápido y extenso para conseguir dicha finalidad, a menos de que sean aplicadas con una intensidad tal que sea a su vez causa de una situación grave. Más que una política en sí mismas, son parte de una política económica general que incluye entre sus instrumentos medidas fiscales y monetarias, así como controles físicos directos. No hay prescripción que permita determinar en cada época la proporción en que deben combinarse éstas medidas.

981. En segundo lugar, el factor que la política monetaria deberá tratar de influir o controlar, es algo más amplio de lo que se conoce por el nombre de "oferta monetaria". Es nada menos que el estado de liquidez de toda la economía. El comportamiento de nuestra economía—especialmente la moderación o presión ejercida de vez en cuando por la demanda—está influido por la relativa liquidez de los "gastadores" potenciales en cada momento y, por consiguiente, por la liquidez de aquellos que pueden actuar como prestamistas suyos o suscritores de sus fondos o acciones. Nos ha sido imposible considerar a ningún grupo de instituciones como excepcionalmente importante desde este punto de vista, o como lo suficientemente importante en comparación con los demás como para justificar que éstos fuesen ignorados. Nos hemos encontrado con que las instituciones financieras de este país compiten en un mercado del crédito único, si bien existen en algunos puntos de este mercado lagunas estructurales que no pueden ser cruzadas por

nadie sin gasto de esfuerzo y dinero, o incluso que no pueden ser cruzadas en absoluto. Tanto estas instituciones como el funcionamiento de las mismas dan lugar a costumbres y preferencias. Sólo por esta razón, e incluso cuando la excepcional liquidez que ha caracterizado a los años de la postguerra haya sido finalmente absorbida por completo, no existirá "una vuelta a la normalidad" en la que se pueda confiar como situación "tipo" para una futura política.

982. En tercer lugar, la política monetaria debe considerar su influencia sobre la estructura de los tipos de interés como su verdadero medio de influir sobre las condiciones financieras y, en su caso, a través de ellas, sobre el nivel de la demanda. No cabe duda de que puede —y ya lo ha hecho— ejercer esta influencia a través de la gestión y manipulación de la deuda nacional, lo cual, aunque supone una carga para las autoridades en otros aspectos, pone a su disposición un instrumento de singular potencia. En nuestra opinión, la gestión de la deuda se ha convertido en la misión principal del banco central. No les es dado a las autoridades monetarias permanecer neutrales en el ejercicio de esta misión. Deben tener, y ejercer de una manera consciente, una política positiva en relación con los tipos de interés, tanto a largo como a corto plazo, y con la estructura relativa de los mismos.

983. En cuarto lugar, aunque atribuimos a las operaciones sobre la estructura de los tipos de interés una amplia influencia sobre la liquidez y una influencia más lenta y más parcial sobre la demanda de capital, creemos importante que los responsables eviten partidismos al defender los méritos de cualquier forma de control a expensas de otra. Lo que se necesita no son preferencias doctrinales, sino un profundo y continuo diagnóstico del estado de la economía, que hace las veces de paciente, y una clara percepción de los probables efectos, tanto directos como indirectos, de cualquier medida determinada. Sería, por tanto, un error tratar de encontrar en nuestro informe un orden fijo de preferencias.

984. Aparte de los tipos de interés y de los coeficientes fijados en cuanto a la distribución de activos, sólo hay tres "reguladores" monetarios que, como consecuencia de nuestro estudio, han sido

retenidos por considerar merecen especial atención en situaciones que no lleguen a ser calificadas como de verdadera urgencia: el control de los movimientos internacionales de capital, el control de las condiciones para la concesión de créditos para compras a plazos y el control de los préstamos realizados por las instituciones financieras no bancarias, con el fin, por ejemplo, de financiar la compra de viviendas o ampliación de fincas. Y, a pesar de su inmediata eficacia, el control de los créditos para compras a plazos tiene tales desventajas en su impacto sobre el conjunto relativamente pequeño de empresas afectadas, que aconsejamos dicho control sea mantenido, en cierto modo, como medida de reserva. Por otra parte, si en cualquier momento pareciese existir un grave peligro de que se perdiese el control de la situación, nosotros propondríamos una combinación de medidas que pueden actuar rápida y enérgicamente sobre los puntos claves del sistema financiero: limitación de los créditos bancarios, de las nuevas emisiones de capital y del crédito para compras a plazos.

985. En quinto lugar, los activos y pasivos exteriores del Reino Unido son una parte integrante de su economía y de su sistema financiero. Sus movimientos ejercen una directa influencia sobre su estado de liquidez y los problemas que engendran no son tanto un conjunto de problemas distintos como un aspecto diferente del problema total. No cabe duda de que, en una forma u otra, el Reino Unido necesita unas reservas internacionales de mayor cuantía, a fin de conseguir una mayor libertad en la prosecución de uno o varios de sus objetivos nacionales. Pero son precisas dos importantes aclaraciones en cuanto a los posibles métodos mediante los cuales puede tratar de conseguir esta mayor libertad. Una de ellas es que no se halla en condiciones de poder abdicar, por decisión propia, de sus responsabilidades como centro financiero del área de la libra, o de decidir el uso que se vaya a hacer de la libra como medio de pago internacional. Incluso si se encontrase en una posición distinta, la libra es una parte demasiado importante del volumen total de la liquidez internacional como para que pudiese ser un objetivo admisible por parte del Reino Unido la limitación o reducción de su uso. La segunda aclaración es que tenemos el compromiso de actuar como miembros responsables de la comunidad

e las naciones; no podemos, por tanto, considerar un aumento unilateral de nuestras reservas internacionales como el primer o principal método de conseguir una mayor libertad en este aspecto. Debemos confiar principalmente en un aumento de los recursos, consiguiente aumento de facilidades, de los organismos internacionales creados para la concesión de créditos.