

ESTUDIOS Y DOCUMENTOS DE ECONOMIA EXTRANJERA

EL INFORME DEL COMITE RADCLIFFE PARA EL ESTUDIO DEL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA MONETARIO

NOTA DE INTRODUCCIÓN

En mayo de 1957 el Gobierno inglés decidió nombrar un Comité con la misión “de estudiar el sistema monetario y crediticio y de formular recomendaciones”.

Desde el informe del Comité Macmillan en el año 1931, no se había vuelto a realizar ningún estudio completo, de carácter oficial, sobre el funcionamiento del sistema monetario británico. Los importantes cambios ocurridos desde entonces en las instituciones, las circunstancias y las ideas eran evidentes. Baste recordar que la “Teoría General” se publicó en 1936; que el paro de millón y medio de obreros era aceptado con un casi resignado fatalismo en la Inglaterra de los años 30; y que en tanto los Gobiernos en tiempos del Comité Macmillan se tenían que enfrentar con la depresión y la existencia de importantes recursos ociosos, tanto humanos como materiales, los Gobiernos de la segunda postguerra mundial han tenido que luchar principalmente contra la inflación y una presión excesiva de la demanda sobre los recursos reales del país.

El Comité nombrado en 1957 ha estado constituido por nueve miembros. Presidido por lord Radcliffe —especialista en Comités

(1)— los ocho miembros restantes se distribuían entre dos banqueros, dos empresarios, dos dirigentes sindicales y dos economistas universitarios— el profesor Sayers, de la London School of Economics, destacado especialista en economía monetaria y bancaria, y el profesor Cairncross, de la Universidad de Glasgow.

Ha terminado sus tareas el Comité en 1960, y la labor realizada ha sido verdaderamente monumental. Las reuniones celebradas han sido 88, en 59 de las cuales se han entrevistado con 219 personas, entre las que figuraban representantes de los Ministerios de Hacienda y Comercio, Banco de Inglaterra y de unas 30 asociaciones, representativas de los principales sectores de la actividad financiera, mercantil e industrial del país; han recibido asimismo una abundantísima información escrita, entre la que figuran artículos y comentarios de algunos de los más prestigiosos economistas ingleses. Esta ingente tarea se refleja en los cinco volúmenes publicados, dedicado el primero al Informe propiamente dicho, y los cuatro restantes —uno de ellos con cerca de 1.000 páginas— a recoger lo esencial de la información, tanto oral como escrita, recibida. Es evidente que la planificación, organización y digestión de dicha información constituyen, por sí solas, un auténtico "tour de force".

Tal vez se esperase demasiado del Comité Radcliffe. Las revistas profesionales anglosajonas —inglesas principalmente, como es lógico—, han dedicado al objeto de su estudio, antes y después de la aparición del Informe, docenas de artículos. Transcurrido ya un año desde su publicación, las opiniones empiezan a sedimentarse; de manera muy breve, vamos a hacer referencia a algunas de las más destacadas.

Preciso es reconocer que la acogida dispensada no ha sido todo lo favorable que "a priori" podría haberse esperado; por el contrario, el tono general ha sido de desilusión y desacuerdo. Robert V. Roosa, el prestigioso vicepresidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, refiriéndose a la reacción ante el Informe y comentarios acerca del mismo, de los asistentes a las reuniones del Banco Internacional y del Fondo Monetario en 1959, dice tex-

(1) En números recientes de esta Revista se ha publicado un resumen del que ha sido autor José María Lozano sobre el Informe del Comité, también presidido por Lord Radcliffe, consagrado al estudio de diversos aspectos del sistema fiscal inglés.

tualmente: "Pero, al parecer, la impresión dominante era que nadie se mostraba plenamente entusiasmado, y muchos, de tendencias y formación diversas, parecían desilusionados" (2).

Posiblemente uno de los motivos que han contribuido a la imprecisión e inconsistencia de algunos de los razonamientos del Informe —señalados por bastantes de sus críticos— así como a la ausencia de recomendaciones concretas, haya sido el criterio del Comité de presentar un Informe suscrito por unanimidad absoluta por todos sus miembros. Las razones expuestas en el párrafo 15 del mismo para justificar este criterio son plausibles. Sin embargo, cabe suponer que en algunos casos el precio pagado por esta probablemente forzada unanimidad, hayan sido las imprecisiones e inconsistencias aludidas.

Entre las críticas concretas formuladas contra el enfoque teórico del Comité, destacaremos dos de las más fundamentales. Se refiere la primera y principal al énfasis del Comité —excesivo a juicio de sus críticos (3)— en la actuación sobre la liquidez total del sistema, frente a una casi completa ignorancia de la oferta monetaria y de las correspondientes variaciones del crédito bancario. La segunda, de menor entidad que la anterior, hace referencia a la poca confianza del Comité en el concepto de "velocidad de circulación" del dinero como instrumento de análisis.

En relación con la primera de dichas cuestiones, destaca Roosa en su citado artículo cuánto mejor habría sido si, en lugar de la formulación del Comité: "Es sobre la liquidez de la economía, y no sobre la "oferta de dinero", sobre la que las autoridades deben tratar de actuar mediante el uso de las medidas monetarias", la formulación —que en algún momento parecía el Comité próximo a admitir— hubiera sido la siguiente: "No sólo deberán las autoridades controlar la oferta de dinero, sino también tratar de influir más ampliamente sobre la liquidez de la economía."

El profesor Robertson se muestra también en desacuerdo con el Comité en este tema, especialmente en el enfoque del control

(2) "The Radcliffe Report", de ROBERT V. ROOSA, en *Lloyds Bank Review*, de octubre de 1959.

(3) ROBERT V. ROOSA, *op. cit.* pág. 2.

del crédito bancario (4). Entiende el Comité que el control de los bancos tiene importancia porque son "prestamistas clave", no porque sean "creadores de dinero". A juicio de Robertson esta opinión es equivocada: es porque pueden crear el objeto de sus préstamos —cosa que no sucede con los demás prestamistas— por lo que los bancos son precisamente "prestamistas clave".

Al rechazar el concepto de "velocidad de circulación" como instrumento de análisis, el Comité da dos razones: no contiene ninguna alusión a la motivación; puede crecer hasta infinito. Comenta Robertson en el artículo citado que, efectivamente, la primera

afirmación es cierta; pero siendo $V = \frac{D}{M}$ ($D =$ demanda total; $M =$ cantidad de dinero; $V =$ velocidad de circulación) resulta que el inverso de V es $\frac{M}{D}$, o sea, la relación del *stock* de dinero

a la renta monetaria, concepto clave en la teoría monetaria inglesa, cargado de motivación; el deseo de liquidez. En cuanto a la segunda razón —la velocidad de circulación puede crecer hasta infinito— estima Robertson que no hay la menor posibilidad de que esa circunstancia se dé hoy día en Inglaterra. Y lamenta Robertson que el Comité no utilizase la oportunidad que se le ofrecía de vulgarizar las relaciones entre los conceptos de liquidez y velocidad, como ya lo hacía un libro de texto publicado hace treinta años.

Aunque no nos dice Robertson el título ni el autor del libro, es evidente que se trata de su ya clásico manual "Dinero", publicado en los Cambridge Economic Handbooks. No vamos a tener la osadía de discutir sus opiniones —y mucho menos en cuestiones monetarias—, pero tampoco está de más recordar la opinión expuesta en otro Manual, más reciente que el suyo, que, en su género, lleva ya camino de convertirse también en clásico. Nos referimos al de Samuelson, que al tratar de la velocidad de circulación, dice: "¿De qué nos sirve la introducción de este concepto? Los viejos economistas, que eran "cuantitativistas" a ultranza, creían que de mucho. Hoy, aquellos de sus filas que todavía viven,

(4) "A Squeak from Aunt Sally", de Sir DENNIS ROBERTSON, en *The Banker*, diciembre, 1959.

no están tan seguros; y la nueva generación de economistas tiende a creer que el concepto de velocidad es de una utilidad muy limitada, y que en la mayor parte de las situaciones de "boom" o de depresión, tanto puede perjudicar como hacer bien" (5).

Al tratar de las aportaciones positivas del Informe, parece haber unanimidad en señalar como fundamental su insistencia en la necesidad de más y mejores estadísticas financieras. Es ésta una conclusión interesante, pero no podemos decir que constituye un descubrimiento. El profesor Sayers, uno de los miembros más destacados del Comité, en conferencia pronunciada después de la publicación del Informe (6) terminaba subrayando la necesidad de nuevas y mucho más sistemáticas investigaciones. Después de los dos años de trabajo, y del ingente acopio de datos e información llevado a cabo durante los mismos, tampoco podemos decir que la conclusión del profesor Sayers sea muy optimista.

Pero los comentarios anteriores no deben llevarnos a un juicio demasiado negativo sobre la importancia del Informe Radcliffe. Pese a sus deficiencias, será siempre un documento clave para el estudio de la política monetaria y de sus perspectivas en los comienzos de la segunda mitad de nuestro siglo.

Al decidir la inclusión del Informe Radcliffe en la "Sección de Estudios y Documentos de Economía Extranjera" de nuestra Revista, se nos planteaba el problema de la forma y extensión que habría de darse a dicha inclusión. La solución que habría permitido una absoluta fidelidad respecto del original —en la medida que puede conseguirse en una traducción— habría sido su publicación completa, pero esto habría exigido dedicar íntegramente un número de la Revista a dicho fin, o subdividirle entre bastantes números, soluciones ambas no plenamente satisfactorias dadas las características de la Sección. El ofrecer un resumen completo del Informe entrañaba el peligro de que la fidelidad saliese mal parada, máxime teniendo en cuenta que sus autores consideraron impropio resumir sus conclusiones y recomendaciones al final del Informe, ya que esto no habría permitido expresar suficientemente

(5) "Economics", de PAUL A. SAMUELSON, 4.ª edición, pág. 282.

(6) "Monetary Thought and Monetary Policy in England", discurso presidencial pronunciado en 2-IX-1969, ante la Sección F (Economía) de la British Association.

ideas consideradas por ellos como esenciales o, en el caso de recomendaciones, habrían aparecido indebidamente desgajadas del marco que les sirvió de base, a menos de repetir partes enteras de algunos capítulos.

Hemos llegado en definitiva a la conclusión de que la solución menos mala sería la de reproducir íntegramente los capítulos fundamentales. Nos parece evidente, coincidiendo con varios comentarios, que lo esencial de la doctrina del Comité Radcliffe se encuentra en el Capítulo VI, "La influencia de las medidas monetarias". Como antecedente casi indispensable de éste hemos incluido también los capítulos I, "El marco de la política monetaria en la posguerra", y II, "Los objetivos de la política monetaria". Hemos incluido, asimismo, el capítulo final, en el que se resumen —si bien de la manera incompleta que hemos señalado— las principales ideas que se deducen del Informe. Aun así, y para evitar una longitud excesiva, dividimos dichos capítulos en dos partes, publicando en este número la primera.

José MIRA RODRIGUEZ

INFORME DEL COMITE PARA EL ESTUDIO DEL FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA MONETARIO (*)

A los Lores Delegados de la Hacienda de Su Majestad:
Señores Lores:

1. Este vuestro Comité fué creado por Orden del Ministerio de Hacienda de fecha 3 de mayo de 1957 "para investigar acerca del funcionamiento del sistema monetario y crediticio, y formular recomendaciones". Tenemos ahora el honor de someteros nuestro Informe.

2. Hemos celebrado 88 reuniones, en 59 de las cuales hemos escuchado testimonios verbales. Después de nuestra primera reunión el 14 de mayo de 1957, invitamos al Ministro de Hacienda, al Banco de Inglaterra y al Ministerio de Comercio, a que nos facilitasen información verbal y por escrito; hemos invitado también a unas 30 asociaciones representativas de los principales sectores de la actividad financiera, industrial y comercial del país, a que nos facilitasen información por escrito, sugiriéndoles en cada caso que dicha información debería incluir una descripción del papel y funciones desempeñados en el sistema monetario por las instituciones a las que la asociación representa, comentarios sobre dicho sistema, y sobre el uso y eficacia de las medidas monetarias durante los últimos años desde el punto de vista de las referidas instituciones, y sugerencias para el mejoramiento del sistema. La mayor parte de las mencionadas asociaciones suple-

(*) La traducción del original inglés ha sido realizada por J. MIBA RODRÍGUEZ.

mentaron más adelante su información escrita con información verbal. Posteriormente invitamos a varios economistas a que nos sometiesen sus opiniones por escrito, y en algunos casos verbalmente, sobre el tema general de nuestra investigación ó sobre aspectos parciales del mismo; y hemos requerido la opinión de otras personas cuyos especiales conocimientos podían contribuir a aumentar la información y opiniones a nuestra disposición. También formulamos una invitación de carácter general para que nos fuese facilitada información, en contestación a la cual recibimos numerosas comunicaciones de instituciones y personas interesadas en diversos aspectos de nuestra encuesta. En los apéndices del Informe damos una lista completa de las organizaciones y personas de las cuales hemos recibido información o comunicaciones por escrito, y una lista por orden alfabético de las 219 personas que nos han facilitado información verbalmente.

3. Nos pareció conveniente que a la terminación de nuestra investigación, toda la información y testimonios en que estaba basado nuestro Informe, estuviese a la disposición del público. Decidimos, por tanto, al principio de nuestra actuación, que no consideraríamos nada en calidad de información o testimonio, tanto verbal como escrito, del que no pudiera disponerse posteriormente para su publicación. Pero ha sido tal el volumen de información que nos ha sido facilitada, que no ha sido posible publicar todas las comunicaciones recibidas; no obstante, hemos reunido en tres volúmenes aquellas que nos han sido especialmente útiles, y dichos volúmenes, así como una completa relación de la información verbal, están siendo publicados por la imprenta de Su Majestad. Como regla general no hemos incluido en este Informe referencias detalladas y precisas a la información y testimonios recibidos, aunque insertamos en el primer apéndice referencias a la información incluida en los volúmenes publicados. El haber publicado en cada punto del Informe la información o testimonios en que nos habíamos basado para el mismo, incluso en aquellos casos en que hacemos referencia explícita a ellos, habría dado lugar a una publicación muy voluminosa y no habría contribuído a facilitar la lectura del Informe.

4. Nos damos cuenta de que la preparación de la información y testimonios puestos a nuestra disposición ha requerido mucho tiem-

po y trabajo por parte de sus autores, y querriamos expresar nuestra gratitud por la ayuda que nos han proporcionado. También debemos dar las gracias a los representantes de los Bancos centrales de la Commonwealth y de algunos países extranjeros que a petición nuestra nos han facilitado datos e informes; en particular queremos hacer constar nuestra deuda hacia el señor M. H. de Kock, gobernador del Banco de la Reserva Sudafricano; al doctor M. W. Holtrop, presidente del Banco de Holanda, y al señor Winfield W. Riefler, ayudante del presidente del Consejo de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, todos los cuales vinieron a Londres a informarnos verbalmente. También debemos mucho a todas aquellas instituciones bancarias y financieras que se han ocupado de la toma de los datos precisos para la elaboración del material estadístico incluido en el apéndice al Tomo 2 del Memorándum de Datos y Testimonios publicado. Queremos expresar, por último, nuestro reconocimiento para con el Ministerio de Hacienda y el Banco de Inglaterra. Su ayuda ha sido muy valiosa y nos ha sido facilitada sin restricciones a lo largo de nuestra encuesta: no sólo ha consistido en proporcionarnos un considerable volumen de información y testimonios, tanto orales como escritos, sino que también ha supuesto mucho trabajo en la recogida y compilación de material estadístico.

5. En abril de 1957, cuando el entonces Ministro de Hacienda anunció la decisión de constituir este Comité, el problema que requería más urgentemente su atención era el del control de la inflación. En los dos años anteriores se habían adoptado un cierto número de medidas a fin de frenar la rápida expansión que había sido una de las características más destacadas de la economía desde el año 1954. La persistencia de la presión inflacionista a pesar de dichas medidas, había alentado los temores de que la inflación no fuese únicamente un desajuste temporal susceptible de corrección a su debido tiempo, sino que se tratase de una característica fundamental, y tal vez inseparable, de las circunstancias económicas y estado de opinión surgidos a la terminación de la guerra. En 1957 había síntomas de que la falta de confianza en la moneda que se había observado de cuando en cuando en la Bolsa y el mercado de divisas, empezaba a extenderse con mayor generalidad. Existía la impresión de que las medidas adoptadas no estaban consiguiendo los resultados que habrían justificado las grandes dificultades a que

daban lugar en el funcionamiento de la máquina monetaria. De hecho, antes de que este Comité hubiera tenido apenas tiempo de empezar su investigación, el tipo de interés bancario había sido elevado de un golpe desde el 5 al 7 por 100 (un aumento excepcionalmente grande a un nivel excepcionalmente elevado) y la acción de las otras medidas restrictivas fué intensificada, a fin de contener la salida de oro y reservas de dólares que se había producido como consecuencia de los temores en el interior y en el extranjero acerca del futuro valor de cambio de la libra.

6. Este era, pues, el marco en que iniciamos nuestra investigación, y en el que recogimos gran parte de nuestra información y datos, e inevitablemente nuestra encuesta se ha dirigido más bien hacia la eficacia de las restricciones monetarias que hacia el estímulo monetario. Sin embargo, en septiembre de 1957 el nivel de producción interior no había aumentado desde hacía más de un año y los primeros signos de recesión en la demanda exterior empezaban a notarse; en julio de 1958 el tipo de interés bancario volvió al nivel en que se encontraba cuando fuimos nombrados y, a partir de entonces, las restricciones monetarias, que en mayor o menor grado habían estado en vigor desde 1939, fueron suavizándose progresivamente, siendo, por último, suprimidas como parte de una política deliberada de estímulo de la demanda. Es todavía demasiado pronto para juzgar la eficacia de esta política, aunque ya hay algunos síntomas de vuelta a un mayor nivel de actividad cuando escribimos. Pero los cambios y circunstancias de los dos años durante los cuales hemos trabajado nos han recordado que las medidas monetarias no siempre han servido para finalidades restrictivas.

7. Trataremos más adelante con detalle en nuestro Informe sobre los acontecimientos de los últimos años, especialmente en los capítulos VI, VII y VIII. Hacemos alusión ahora a ellos no solamente a fin de explicar el contenido principal de la mayor parte de la información y testimonios recibidos, sino también porque son importantes a efectos de comprender la estructura de nuestro Informe.

8. Nos pareció que el pasar revista al funcionamiento del sistema monetario carecería de interés, a menos de tener en cuenta

las circunstancias económicas y el estado de opinión que sirven de marco al mismo. Hubimos de considerar la evolución de las circunstancias económicas durante los últimos años, a fin de determinar en qué medida dicha evolución había afectado al sistema monetario y hasta qué punto había modificado las posibilidades de las autoridades para influir sobre el sistema mediante medios monetarios. Antes de seguir adelante en nuestro estudio detallado del sistema, nos ha parecido, no obstante, conveniente, ofrecer en el capítulo I (párrafos 17 al 51) una exposición resumida de las, a nuestro juicio, características y condiciones principales de la economía del Reino Unido en la actualidad, llamando la atención sobre los cambios de mayor importancia ocurridos desde 1931, cuando se realizó por última vez una investigación de carácter análogo, fijándonos principalmente en los que se habían producido a partir de la segunda guerra mundial. En el capítulo II (párrafos 52 al 72) ofrecemos una exposición similar acerca del estado de opinión en torno a los objetivos de política económica que el Gobierno debe tratar de alcanzar mediante el uso de métodos reguladores, tanto monetarios como de otra naturaleza, dirigiendo nuevamente la atención hacia la evolución de la opinión a partir del año 1931.

9. Dedicamos los tres capítulos siguientes a la descripción del sistema monetario y a su funcionamiento en la actualidad. Al anunciar el entonces Ministro de Hacienda su decisión de constituir el Comité, indicó que la investigación habría de tener especialmente en cuenta la gran influencia ejercida en la actualidad por las finanzas públicas sobre el funcionamiento del sistema. Es éste uno de los mayores cambios ocurridos en la situación respecto de la existente con anterioridad a la guerra, y hemos creído necesario hacer en el capítulo III (párrafos 73 al 123) una exposición de las necesidades financieras del Gobierno central, de las autoridades locales y de las Empresas nacionalizadas (cuyo conjunto constituye el "sector público"), así como de los métodos que utilizan para la obtención de recursos financieros. En el capítulo IV (párrafos 124 al 320) describimos con el detalle que requieren nuestros fines los principales grupos de instituciones financieras privadas que disponen de activos financieros y conceden créditos, así como los procedimientos de financiación seguidos por los prestatarios del "sector privado". En el capítulo V (párrafos 321 al 380) tratamos del funcionamiento

del Banco de Inglaterra como lazo de unión entre el sector público y el privado, así como de su actuación como principal órgano ejecutor de la política monetaria del Gobierno.

10. En los tres capítulos siguientes pasamos a considerar las posibilidades de que el Gobierno influya sobre el curso de la economía mediante medidas que actúen a través del sistema monetario. En el capítulo VI (párrafos 381 al 529) exponemos nuestras razones para llegar a la conclusión de que es sobre la liquidez de la economía, más bien que sobre la "oferta de dinero", sobre la que las autoridades deben tratar de influir mediante el uso de medidas monetarias; después pasamos revista al uso y eficacia de las medidas monetarias durante los últimos años, y discutimos los posibles cambios en las circunstancias económicas durante el próximo decenio; y a la vista de este examen del pasado y discusión del futuro llegamos a ciertas conclusiones acerca del uso que debe hacerse de las medidas técnicas monetarias en el porvenir. En el capítulo VII (párrafos 530 al 603) discutimos los problemas con que se enfrentan las autoridades en su gestión de la Deuda Nacional, poniendo de manifiesto que dicha gestión es un elemento integrante de la gestión monetaria, tanto interior como exterior. En el capítulo VIII (párrafos 604 al 750) examinamos cómo los problemas y responsabilidades económicas exteriores del Reino Unido han limitado el uso de las medidas monetarias en la regulación de la economía interna, y varios medios mediante los cuales estas limitaciones podrían suprimirse, o sus efectos restrictivos atenuarse.

11. Habiendo llegado así a nuestras conclusiones en cuanto al uso de las técnicas monetarias como reguladoras de la economía, consideramos en el capítulo IX (párrafos 751 al 787) las implicaciones de estas conclusiones para la posición y organización del Banco de Inglaterra, y en particular para las relaciones del Banco con el Ministerio de Hacienda. En este capítulo hemos tenido en cuenta los extremos señalados en el Informe del Tribunal Parker (1).

(1) Informe del Tribunal nombrado para investigar acerca de las acusaciones sobre revelación indebida de información relativa a la elevación del tipo de interés bancario.

12. En el curso de nuestra actuación nos ha sido necesario obtener ciertas informaciones estadísticas inexistentes con anterioridad, a fin de establecer los fundamentos de hecho de nuestra investigación y conclusiones. Así, pues, nuestra experiencia ha demostrado la necesidad de una mayor información estadística, tanto financiera como monetaria, para un adecuado entendimiento del sistema monetario, y ha reforzado nuestra convicción de que la publicación regular de completas estadísticas financieras y económicas es de la mayor importancia, tanto para las autoridades que deben adoptar decisiones, como para la opinión pública, que debe encontrarse en situación de comprender y enjuiciar las decisiones adoptadas. En el capítulo X (párrafos 788 al 865) examinamos, por consiguiente, las deficiencias existentes en las estadísticas relativas al sistema monetario actualmente disponibles (tanto las que son publicadas como las que tienen a su disposición las autoridades, sin que hasta el presente se hagan públicas) y formulamos propuestas para subsanar estas deficiencias.

13. En el capítulo XI (párrafos 866 al 977) discutimos los problemas especiales relativos a la financiación de las exportaciones y de la agricultura, y consideramos algunas otras propuestas relativas a la creación de nuevas instituciones o a la modificación de las existentes en el sistema monetario.

14. Por las razones que exponemos en el capítulo XII (párrafos 978 al 986) no hemos intentado resumir todas nuestras conclusiones y recomendaciones; pero en dicho capítulo hemos destacado un cierto número de puntos que a lo largo de nuestra investigación nos han parecido de especial interés o importancia y que, por consiguiente, merecían una especial mención en la sección final.

15. El Informe que presentamos es unánime y ha sido firmado por cada uno de nosotros sin reservas. A fin de ser leales para con nosotros mismos queremos explicar claramente cuál ha sido nuestro criterio en relación con esta cuestión. No cabe esperar que, en un Informe del volumen y complejidad del presente, todo cuanto se dice en concepto de sugerencia habría sido dicho necesariamente por cada uno de los miembros del Comité, si hubiese informado por su parte aisladamente, en lugar de formar parte de un equipo

de nueve colegas, o que, de haber actuado de aquella manera, no habría añadido algunas cosas o dicho otras de manera bastante diferente. Nuestro criterio ha sido que, cuando a varias personas se les ha encomendado la responsabilidad de redactar un informe conjunto sobre temas que son de gran complejidad y amplitud, el criterio correcto es el de que algunas veces las opiniones y preferencias individuales deben ser modificadas o abandonadas en aras de una formulación que pueda exponerse como el mejor punto de vista colectivo del Comité considerado en su conjunto. Se da por descontado que los reajustes de este tipo deben circunscribirse a temas en los que no se ventila ninguna cuestión de principio importante. Caso de haber surgido entre nosotros divergencias en torno a cuestiones de tal naturaleza, se habrían formulado las necesarias reservas.

* * *

16. Quedan por aclarar en esta introducción algunas cuestiones de terminología:

a) En la literatura de nuestro tema ha llegado a ser corriente el describir como "las autoridades" a aquellos órganos del Gobierno que formulan la política y realizan las operaciones en el campo monetario. Nosotros hemos usado este término para describir a uno o más de "los posibles poderes", cuando no es necesario para la finalidad del razonamiento distinguir entre los varios órganos del Gobierno relacionados con las actividades de que se está tratando. En otros casos nos hemos referido a los órganos específicos del Gobierno por su propio nombre; también hemos usado el término "autoridades monetarias" cuando queremos referirnos exclusivamente al Ministerio de Hacienda y al Banco de Inglaterra.

b) Hemos usado la expresión "Bancos de compensación" (1) para referirnos a los once Bancos que son miembros del Centro de Compensación de los Banqueros de Londres (2) (véase capítulo IV, párrafo 126). Al hablar de "Bancos de acciones" (3) nos referimos

(1) "Clearing banks", en el original.

(2) "London Bankers' Clearing House", en el original.

(3) "Joint stock banks", en el original.

a los Bancos de depósito cuya actividad radica exclusiva o principalmente en el Reino Unido (los Bancos de compensación, los Bancos escoceses, los Bancos de Irlanda del Norte y los restantes Bancos nacionales que son miembros de la Asociación Británica de Banqueros). Al hablar de "Bancos mercantiles" nos referimos a aquellos Bancos, la mayor parte de ellos Compañías o Sociedades, cuyo negocio consiste principalmente en la aceptación de efectos comerciales y en la financiación del comercio; las "casas de aceptación" (1) hacen referencia a aquellos Bancos mercantiles cuya aceptación de una letra es condición necesaria para que la misma sea susceptible de redescuento en el Banco de Inglaterra, y que son miembros del Comité de Casas de Aceptación (2) (véase el capítulo IV, párrafo 185). Al tratar de los "Bancos extranjeros y de ultramar" (3) nos referimos a las oficinas en este país de aquellos Bancos cuyo principal volumen de negocio se realiza en el exterior, tanto si sus oficinas centrales o sedes radican en la Commonwealth (Bancos británicos de ultramar) como si radican en países extranjeros (Bancos extranjeros). En las pocas ocasiones en que hemos utilizado el término "Bancos comerciales" nos referimos a todos estos grupos.

c) Hemos utilizado el término de valores de "canto dorado" (4) (o del Gobierno u obligaciones) para referirnos a aquellos valores emitidos por el Gobierno de Su Majestad (o por las industrias nacionalizadas y garantizadas por el Gobierno de Su Majestad) que son cotizados en la Bolsa de Londres; este término no incluye los "Treasury Bills" (5). Los "Shorts bonds" u ocasionalmente "Shorts" son aquellos valores de "canto dorado" cuyo plazo de vencimiento es inferior a los cinco años. Los "Consols" son valores consolidados del año 1921 o posteriores, al 2,5 por 100. Los "Bonds" (o bonos) comprenden tanto valores del Estado como obligaciones.

d) Como hemos explicado anteriormente, hemos usado la ex-

(1) "Accepting houses", en el original.

(2) "Accepting Houses Committee", en el original.

(3) "Overseas and foreign banks", en el original.

(4) "Gilt-edged", en el original; en general, sinónimo también de valores muy seguros.

(5) *Nota del traductor*.—Valores a corto plazo del Estado emitidos por primera vez en 1877 y que constituyen la parte más importante de la deuda flotante.

presión "sector público" para referirnos al conjunto del Gobierno central, las autoridades locales, industrias nacionalizadas y otras corporaciones públicas; el "sector privado" es el conjunto de los otros elementos de la economía que no son organismos o instituciones de los Gobiernos central o locales y, por consiguiente, incluye el sector empresarial y el personal.

e) Hemos usado el término "Deuda nacional" para referirnos a la deuda neta del sector público; es decir, las obligaciones del sector público, excluyendo las deudas internas dentro de dicho sector.

f) En nuestros cuadros estadísticos, el símbolo .. significa no disponible, y el símbolo — significa nada, o menos de la última cifra indicada. En cuadros en los cuales la última cifra de las cantidades ha sido redondeada, puede haber alguna aparente ligera discrepancia entre la suma de las cantidades y el resultado total que figura.

CAPÍTULO I

EL MARCO DE LA POLÍTICA MONETARIA DE LA POSTGUERRA

17. La política monetaria está forzosamente moldeada por el mundo en el cual se desarrolla. El campo de su aplicación no es invariable; las finalidades que trata de servir, la decisión con que se aplica, y las técnicas utilizadas al efecto, están todas ellas condicionadas por las circunstancias de la situación económica y las ideas propias de la época. El mundo de 1959 está muy lejos, tanto desde el punto de vista del clima económico como desde el de la atmósfera intelectual, del existente cuando el Comité Macmillan redactó su informe hace treinta años. Nos ha parecido conveniente, al tratar del funcionamiento del sistema monetario, pasar revista a los cambios que se han producido desde la aparición de aquel informe.

18. El mayor cambio ocurrido ha sido en el nivel de empleo. El período entre las dos guerras se caracterizó por un paro importante y persistente; incluso en los años relativamente prósperos de 1927 a 1929, el paro entre los obreros asegurados ascendía a una media del 10 por 100, y a lo largo de los años 30 casi nunca descendió por bajo de 1.500.000. Este paro estaba fuertemente localizado en las viejas zonas industriales del país y en las industrias de exportación. En algunas industrias hubo ocasiones en que más de la mitad de los obreros estaban parados, y muchos de ellos habían estado ininterrumpidamente sin trabajo durante varios años. Poblaciones enteras habían perdido su principal medio de vida, sin que hubiese esperanza de encontrar nada en sustitución. Un paro en esta escala y de esta duración no se había conocido hasta entonces en Gran Bretaña; sin embargo, a pesar de su coste en obligada ociosidad y pobreza, había llegado a ser considerado en gran parte con un cierto fatalismo. Se expresaban dudas acerca de la capacidad de la economía inglesa para llevar a cabo los reajustes estructurales impuestos por la posición internacional de Gran Bretaña y por la rapidez del progreso técnico. Existían también dudas acerca de la probabilidad de una reactivación de la demanda mundial, y acerca de la posición competitiva de las exportaciones inglesas en los mercados mundiales, incluso en caso de expansión de dichos mercados. Las reservas oro en 1932, cuando la economía había llegado a su punto más bajo, ascendían solamente a 200 millones de libras, si bien aumentaron después. La balanza de pagos se mantuvo en déficit año tras año, con la excepción de 1933 y 1935. Parecían existir pocas posibilidades de actuar independientemente a fin de aumentar la demanda interior, y no había certidumbre de que el paro pudiera dar lugar rápidamente a una política expansionista.

19. En el período de la postguerra, aunque algunas de estas dudas subsistieron, el curso de los acontecimientos proporcionó sólidos motivos de confianza. Desde 1945 en adelante el nivel de paro permaneció siempre por debajo del 3 por 100 que había parecido en algún momento como la previsión más optimista en que podía basarse la planificación de la postguerra, y nunca, hasta fecha muy reciente, llegó a ser superior al medio millón, excepto durante un mes o dos, a pesar del gran aumento del número de personas encuadradas en el plan nacional de seguro. El paro localizado que

PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y FUERZA DE TRABAJO EN EL REINO UNIDO

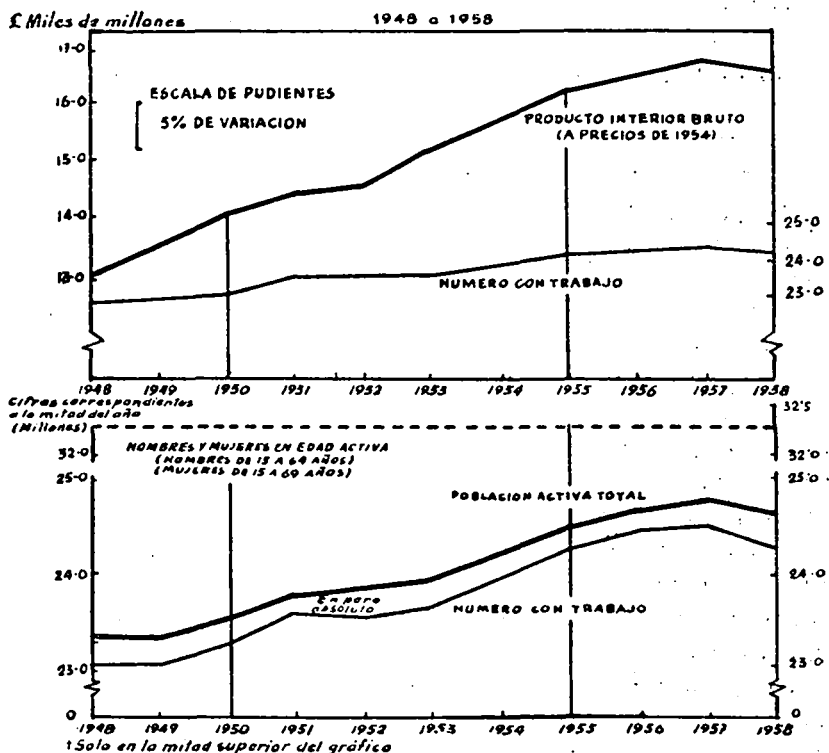


GRÁFICO A

ha existido, excepto en Irlanda del Norte y unas pocas zonas aisladas, ha sido siempre en menor escala que el de las zonas más prósperas del país antes de la guerra. Pocas industrias se vieron obligadas a reducir su escala y a dar lugar, por tanto, a un excedente de trabajadores. Por el contrario, el volumen de empleo continuó creciendo año tras año hasta 1957. Entre 1948 y 1958, como muestra el gráfico anterior, en tanto que la población activa permaneció prácticamente estacionaria, una cifra no inferior a un millón y cuarto de obreros fueron llamados al trabajo. Además, la vigencia sistemática del régimen de horas extraordinarias pasó a sustituir al igualmente sistemático funcionamiento del régimen de jornada reducida en vigor durante los años anteriores a la guerra; la media

de horas trabajadas en la industria manufacturera, a pesar de la reducción de la semana nominal de trabajo, mostró una tendencia a aumentar, tanto en relación con los años anteriores a la guerra, como en relación con los inmediatamente siguientes a la misma.

20. El cambio en el nivel de empleo en la industria manufacturera fué especialmente notable. Las industrias mecánicas y metálgicas, que en la actualidad emplean a la mitad de los obreros de la industria manufacturera, experimentaron una gran expansión durante ambas guerras. Al final de la primera se enfrentaron con mercados en contracción tanto en el interior como en el exterior; a pesar de los importantes cambios que tuvieron lugar, con algunos sectores de las industrias mecánicas en vigorosa expansión, en tanto que otros experimentaban una progresiva contracción que se mantuvo hasta que el rearme estaba bien avanzado, existió a lo largo del período entre las dos guerras una gran reserva de capacidad no utilizada, y un grado considerable de subempleo o paro de la mano de obra en dichas industrias, que podría haber sido puesto en acción si hubiera habido una mayor presión de la inversión o de la demanda exterior. Por el contrario, después de 1945 las industrias mecánicas se vieron constantemente perturbadas por el volumen de sus carnets de pedidos y, lejos de reducir su escala, les fué necesario aumentar su capacidad productiva y su mano de obra. Hasta los últimos años apenas han tenido margen de reserva y, por el contrario, se han visto enfrentadas con engorrosos problemas de prioridades ante la competencia de las demandas para renovación y expansión del equipo industrial, pedidos para la exportación, el programa de rearme y los bienes de consumo duraderos.

21. En la mayor parte de las industrias manufactureras, el contraste ha sido análogo, aunque menos marcado. La industria manufacturera, en su conjunto, no sólo ha mantenido el máximo de expansión alcanzado en 1948, sino que ha absorbido con posterioridad otro millón de obreros. El crecimiento de la actividad manufacturera ha sido, con mucho, el principal elemento en la transformación en escasez del excedente de mano de obra.

22. La desaparición del persistente e importante paro ha sido acompañado, como muestra el gráfico del párrafo 19, de un segundo

cambio de importancia: el correspondiente aumento de la renta nacional. En 1958 el aumento en términos reales respecto del nivel máximo anterior a la guerra era del orden del 30 por 100 y había sido por término medio de un 2,5 por 100 anual a lo largo de la década precedente. Nunca se había registrado un aumento tan grande en relación con el nivel de renta anterior a 1914 en ninguno de los años del período entre las dos guerras, ni tampoco un período análogo de crecimiento prolongado e ininterrumpido. Los paralelos más próximos fueron las relativamente cortas expansiones entre 1924 y 1929, y entre 1933 y 1939. Pero el último fué un período de recuperación de una extrema depresión, y el primero, que constituyó el marco de gran parte de las consideraciones del Comité Macmillan, dejó la producción "per capita" a un nivel no mucho más alto del que había alcanzado al comienzo de la guerra de 1914.

23. Un tercer cambio de importancia fué la persistente elevación de los precios que hinchó el aumento de las rentas monetarias. Esta inflación representa un marcado contraste con la evolución del valor del dinero entre las dos guerras. En el Informe del Comité Macmillan, por ejemplo, fué el temor de una continuada deflación lo que atrajo la atención, y una inflación hasta alcanzar el nivel de precios existente con anterioridad fué recomendada como requisito previo para conseguir la recuperación. Cuando el Comité informó en 1931, los precios habían caído más o menos regularmente a lo largo de una década y no se confiaba en que dicha caída hubiera llegado a su fin. Sin embargo, no transcurrió mucho tiempo sin que un cambio empezase, y el aumento de los precios que se inició ha continuado de manera casi ininterrumpida a lo largo de un cuarto de siglo. El valor del dinero ha disminuído por lo menos en dos tercios, y la perspectiva de una disminución ininterrumpida resulta más probable de lo que ha sido nunca, en tiempo de paz, a lo largo de varios siglos.

24. La elevación de precios que se produjo antes y durante la guerra fué relativamente moderada. La guerra tiende a ir acompañada de inflación, y cuanto más altamente organizada y cara viene a ser, tanto más poderosas son las fuerzas inflacionistas que se desencadenan. A pesar de que estas fuerzas no fueron completamente frenadas durante los dos primeros años de la segunda guerra

mundial, el aumento del coste de vida subsiguiente fué relativamente pequeño. El éxito alcanzado mediante este esfuerzo de estabilización alentó, sin embargo, una actitud menos temerosa de una inflación continuada de lo que las circunstancias permitían.

25. La evolución de los precios en el período de la postguerra continuó con firmeza en sentido ascendente. Al principio su ritmo se vió limitado por diversos controles y convenios, y en 1949 la elevación parecía haberse atenuado. Entonces vino la devaluación de septiembre de 1949, y el comienzo de la guerra en Corea en junio de 1950; el coste de las importaciones aumentó en casi un 50 por 100 en dos años, y este rápido aumento contribuyó a elevar el coste de los productos terminados; directamente, a través de sus efectos sobre el precio de los materiales, e indirectamente, a través de la revisión de los convenios laborales subsiguientes al aumento del coste de la vida. En 1952 los precios eran entre un 20 y un 25 por 100 más altos que tres años antes. De nuevo el aumento pareció mostrar síntomas de debilitamiento, pero sólo para recuperar ímpetu después de 1954 al aumentar la demanda. En 1958 el coste de la vida era alrededor de una mitad más alto que diez años antes.

26. Estos cambios en las condiciones económicas no han estado, desde luego, circunscritos al Reino Unido; la disminución del paro industrial, el rápido crecimiento de la producción industrial, la elevación de los precios se han producido en todo el mundo. De hecho, el contraste es menos notable en el caso del Reino Unido que en el de muchos otros países industriales, siendo aún mayor la diferencia en los países productores de materias primas. Como muestra el gráfico que figura más adelante, ha habido una inflación de precios en todo el mundo, no solamente en el Reino Unido, en respuesta a la intensa presión de la demanda a lo largo de la etapa de la posguerra. Esta presión se ha transmitido desde los mercados nacionales a los mundiales, y ha transformado las perspectivas económicas de los países con importantes potenciales de exportación no utilizados.

27. La presión de la demanda extranjera representa un cuarto contraste de importancia respecto del período comprendido entre las dos guerras, y es responsable en medida considerable de la expansión de la producción industrial británica, a que ya hemos hecho

referencia. Los mercados mundiales han crecido muy rápidamente desde la guerra, y el comercio de manufacturas ha aumentado con especial rapidez. Al principio de la guerra, en 1939, el valor del comercio mundial de manufacturas mostraba un ligero avance respecto del nivel alcanzado en 1913; pero en 1950 era ya alrededor de un 50 por 100 mayor y continuó aumentando en casi un 7 por 100 anual hasta 1957. Así, pues, había demanda suficiente para sostener en Gran Bretaña un nivel de exportaciones muy superior al de la etapa entre las dos guerras, y la demanda era de productos para satisfacer cuya oferta la industria inglesa se hallaba bien capacitada. En tanto que entre las dos guerras había sido necesario dar marcha atrás en bastantes de los cambios en la estructura industrial motivados por la primera guerra mundial y por el "boom" que siguió a la misma, la estructura industrial que surgió de la segunda guerra

NUMEROS INDICES DE PRECIOS AL POR MENOR EN DETERMINADOS PAISES
1948-1958

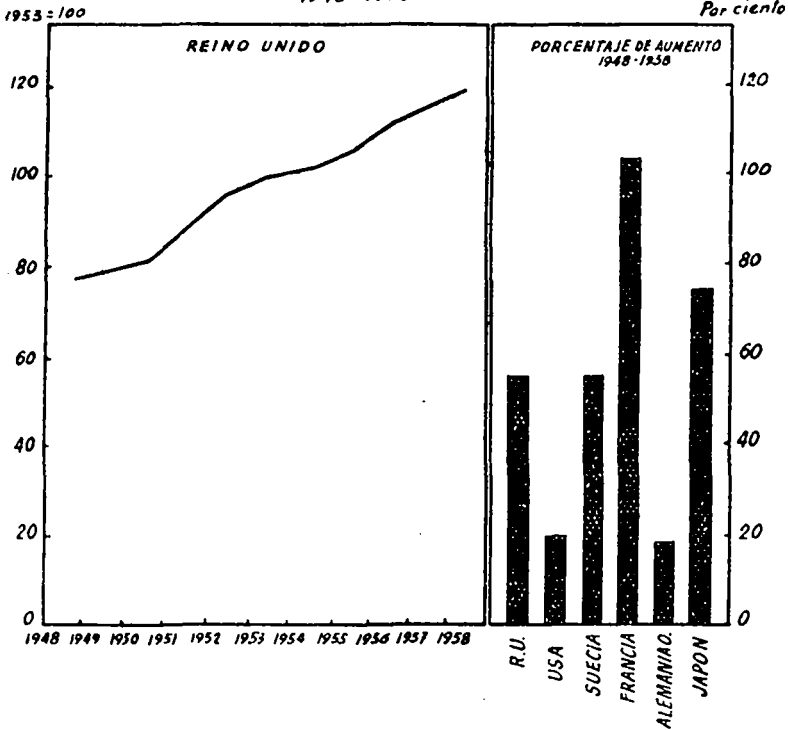


GRÁFICO B

mundial y de los años inmediatamente siguientes estaba bien adaptada a las tendencias de la demanda en la década inmediata.

28. Una vez realizada la formidable tarea de conseguir que las exportaciones equilibrasen a las importaciones, fué posible contemplar la situación exterior con bastante menos inquietud. La balanza de pagos, aunque nunca muy favorable, fué raramente adversa después de 1947. En ningún momento fué preciso restringir seriamente el nivel de actividad debido a una balanza de pagos adversa, aunque algunas restricciones podrían haber sido necesarias de no existir la ayuda americana. Todo esto contrastaba notablemente con la experiencia de la etapa entre las dos guerras. Había además mucha menos preocupación por la posición competitiva de las exportaciones británicas, tema al que el Comité Macmillan había dedicado mucha atención.

29. También fué posible hacer uso después de la guerra de instituciones financieras internacionales que no existían antes de ella: el Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea de Pagos estaban en condiciones de inyectar liquidez suplementaria al sistema, y de proporcionar créditos o establecer acuerdos de pagos aliviando la presión sobre las reservas nacionales. La cooperación económica internacional fué también mucho más estrecha; los Estados Unidos, como país acreedor más importante, no sólo proporcionó ayuda a través de las instituciones internacionales, sino que aceptó cierta responsabilidad directa en el mantenimiento del equilibrio de los pagos internacionales.

30. La posición del Reino Unido, a pesar de su elevado volumen de exportaciones y de la ayuda internacional, era sin embargo sumamente precaria. Grandes deudas exteriores se habían acumulado durante y después de la guerra; y a corto plazo las deudas en libras del país eran muy superiores a las reservas de oro y divisas, las cuales eran sumamente bajas. Además, a pesar de que la balanza de pagos gozaba generalmente de un excedente, éste era insuficiente para proporcionar el capital que la Commonwealth y otros países deseaban obtener prestado en Londres, y para constituir al propio tiempo unas mayores reservas. Cuando la confianza en la libra disminuyó, o cuando la balanza de pagos fué transito-

riamente desfavorable, la sangría de las reservas alcanzó rápidamente un peligroso nivel.

31. La presión de la demanda en los mercados mundiales estaba íntimamente ligada con un quinto cambio de importancia, la escasez mundial de capital. Esta escasez alentaba fuertes inversiones en nuevo equipo capital sin el correspondiente aumento del ahorro necesario para financiar su producción sin inflación. Al final de la guerra, tanto los Gobiernos como los consumidores y los productores, se encontraron con grandes necesidades insatisfechas, estando todos dispuestos a gastar a fin de satisfacer las mismas. Las responsabilidades de los Gobiernos habían aumentado; aparte del crecimiento del sector público mediante las nacionalizaciones, los Gobiernos tenían mayores compromisos a cuya financiación atender, bien en la defensa nacional o en los servicios sociales, y estos compromisos implicaban una mayor demanda de recursos reales de lo que había sido normal en la etapa entre las dos guerras. Los consumidores tenían mayores rentas, pero estaban menos dispuestos a ahorrarlas, bien como reacción frente a la austeridad del tiempo de guerra, o bien a fin de disfrutar de una amplia gama de nuevos productos. Los productores tenían motivos aún más poderosos para gastar fuertemente en equipo capital de todas clases. Antes de la guerra, la inversión en varias direcciones había sido muy reducida, y había además un gran retraso en gastos de conservación y depreciación a que hacer frente. La elevación del nivel de actividad económica ejerció presión sobre la capacidad disponible, y el progreso técnico convirtió en anticuada a parte de la misma.

32. Las fuerzas que dieron lugar a la escasez de capital y a la presión de la demanda no eran menos evidentes en el Reino Unido que en otras partes. Los ahorros personales se recuperaban con lentitud, y la necesidad de reequipar a la industria se sentía con urgencia. Aun teniendo en cuenta la existencia de capacidad inutilizada en los años de depresión anteriores a la guerra, y el gran número de fábricas construídas durante el conflicto, era claramente necesario un gran esfuerzo de inversión industrial a fin de aumentar la capacidad británica lo suficiente para estar a tono con el aumento de la producción industrial de un 75 a un 80 por 100 entre 1935 y 1957. Esto era válido tanto en cuanto a la cons-

trucción de fábricas como en relación con los servicios públicos, principalmente la energía y el transporte, que sirven de sostén a la producción industrial, y que absorben una proporción tan considerable de la inversión nacional. Los retrasos motivados por una larga guerra se veían agravados por los mayores requerimientos que pesaban sobre los servicios públicos, y por los inevitables defasajes entre el proyecto y la construcción de capacidad suplementaria. En vista de las muchas otras presiones ejercidas sobre los recursos nacionales, tanto de mano de obra como materiales o financieros, hubo un límite en el ritmo a que estos retrasos podían ser recuperados, y algún peligro, que resultó plenamente justificado, de que pudiesen aumentar. Pasaron bastantes años antes de que cesasen los cortes de energía y de que se pudiese empezar la renovación del sistema de transporte.

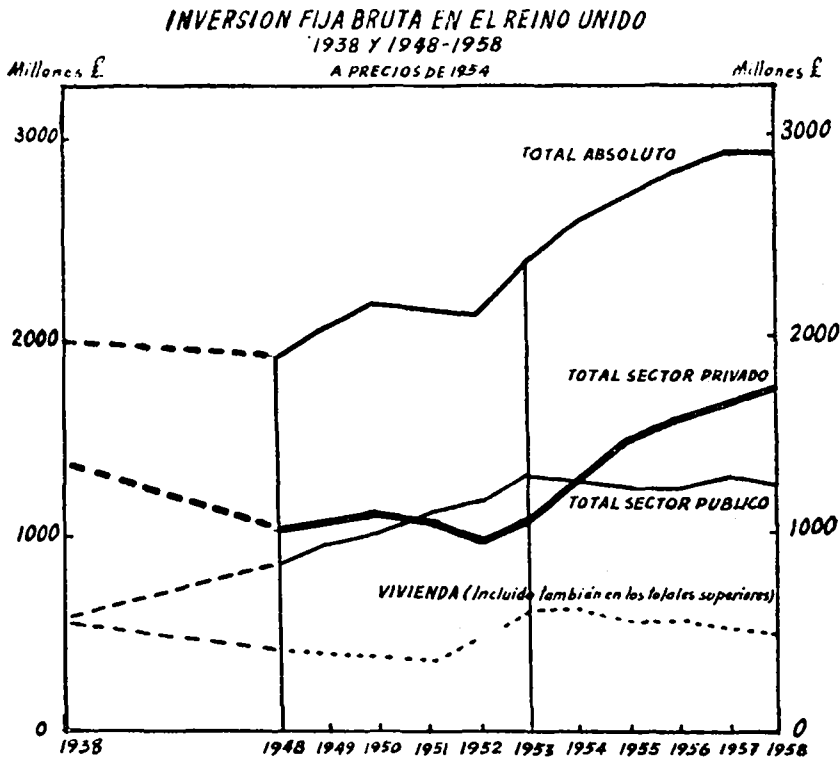


GRÁFICO C

33. También había una aguda escasez de viviendas. Su construcción se interrumpió tan pronto como empezó la guerra, y gran número de casas fueron deterioradas o destruidas en el curso de la misma. La escasez resultante se vió intensificada y prolongada por el rápido crecimiento en el número de hogares, ligados a matrimonios más tempranos por una parte, y a una elevación del nivel de vida por otra. La escasez no era nueva y había existido antes de la guerra; pero había, sin embargo, un marcado contraste entre el papel desempeñado por la vivienda después de la guerra y el que tenía entre las dos guerras. En dos años 1930, la construcción de viviendas era el elemento predominante en la inversión de capital fijo, pero no afectaba de manera uniforme a las diversas partes del país. Desde 1945 la construcción de viviendas ha representado una parte menor y más estable de la inversión total, y su influencia se ha difundido mucho más regularmente por toda la nación.

34. La expansión de la inversión en capital fijo empezó tan pronto como terminó la guerra y ha continuado, como muestra el gráfico anterior, hasta muy recientemente. Al principio se vió frenada por los controles destinados a conceder prioridad a las exportaciones, y más tarde por la competencia de los gastos de defensa. Pero desde 1953 en adelante, con el decidido estímulo de las autoridades, la inversión ha entrado en una nueva fase de expansión. Por entonces la mayor parte de los retrasos y de las destrucciones del tiempo de guerra habían sido subsanadas, y las escaseces de la capacidad productiva se iban superando gradualmente. Un gran esfuerzo de inversión era todavía, sin embargo, necesario a fin de poner el "stock" de capital a tono con el alto nivel de empleo y producción mantenido desde la guerra. Este esfuerzo fué, en cierto modo, de un carácter discontinuo, disminuyendo progresivamente y dando lugar, eventualmente, a un exceso de capacidad. Pero no era fácil, ni mucho menos, la distinción entre los elementos transitorios y permanentes que ejercían presión sobre la escasez de capital, ni el juzgar hasta qué punto habrían de surgir nuevas fuerzas que mantuviesen la demanda de capital, tanto en Gran Bretaña como en el resto del mundo.

35. El progreso técnico, por ejemplo, estaba ejerciendo una

creciente y decisiva influencia en el proceso de inversión. La mayor parte de las nuevas industrias de la postguerra parecían dar lugar a una fuerte demanda de capital. Esto era especialmente cierto en el grupo de la industria química, que incluía el refinado de petróleo y la petro-química, así como la industria química pesada, los productos farmacéuticos, colorantes y otros. En el ramo de la ingeniería, la tendencia había sido menos uniforme; pero con el desarrollo de la automación y de la electrónica, y con la necesidad de herramientas más complicadas características de los nuevos sectores industriales, las necesidades de capital están aumentando. En otras industrias, el utillaje está produciendo los mismos efectos.

36. El mejor ejemplo de la creciente necesidad de capital en comparación con los años de la anteguerra nos lo facilitan las industrias del combustible y la energía. El carbón y el gas, que eran las formas tradicionales de combustible, no eran objeto de grandes inversiones antes de la guerra, en tanto que el petróleo y la electricidad contribuían sólo en pequeña escala a la oferta total. A partir de la guerra no sólo ha sido necesario emprender grandes gastos en la modernización y desarrollo de las industrias del gas y minería de carbón, sino que se ha producido un decidido desplazamiento hacia el petróleo y la electricidad (que requieren una mayor intensidad de capital), y hacia la energía nuclear (la forma de energía que precisa mayor proporción de capital). Probablemente no existe ningún otro grupo de industrias en las que la escasez de capacidad haya sido tan persistente a partir de la guerra (tanto en el Reino Unido como en el extranjero), ni en las que el coste del capital por unidad producida sea tan alto. La combinación de estas circunstancias con la tendencia técnica hacia formas de combustible y energía más "capital-intensivas", ha sido una de las principales causas del aumento de las necesidades de capital.

37. Algunos de estos cambios técnicos se vieron acelerados por el elevado coste de los materiales importados. En 1951 el coste medio unitario de los materiales importados había aumentado cuatro veces respecto de la media en 1936-38, y para algunos materiales clave el aumento había sido incluso mayor. Este aumento del precio, desproporcionado respecto del aumento de otros cos-

tes, dió un indudable impulso a la introducción y ulterior desarrollo de nuevos materiales que podían ser manufacturados en fábricas británicas. El uso de tejidos sintéticos, detergentes, plásticos y otros materiales, aumentó rápidamente, en tanto que el uso de algodón, caucho, madera, etc., importados, se redujo o se impidió su aumento. Esta sustitución tendió a convertirse en acumulativa e irreversible, ya que tenía cuenta invertir no solamente en la explotación de los conocimientos técnicos existentes, sino también en aumentar dichos conocimientos, de manera que cada éxito proporcionaba el incentivo y los medios para un ulterior avance. Pero este proceso de sustitución sólo podía realizarse mediante un pródigo uso de capital, ya que casi todos los nuevos procesos eran "capital-intensivos" en alto grado. Así pues, el elevado coste de los materiales importados contribuyendo a estimular el proceso del progreso técnico, dió lugar a un aumento de la demanda de capital.

38. Antes de la guerra, cuando los materiales importados eran baratos y disminuían de precio, el incentivo para fomentar o hacer uso de los progresos técnicos susceptibles de ahorrar importaciones era mucho más débil. Además, los bajos precios tenían un importante corolario. Los países que suministraban a Gran Bretaña dichos materiales eran también sus principales mercados de exportación, de manera que cuando los precios eran bajos el volumen de las exportaciones disminuía paralelamente. Estos países, que estaban entonces obligados a limitar sus importaciones por falta de mercados favorables y tenían escasos incentivos para importar equipo capital a fin de incrementar su producción, se han encontrado en una situación excepcionalmente favorable a partir de la guerra para hacer pedidos a las industrias exportadoras británicas.

39. Lo que acabamos de decir acerca de las materias primas se aplica, aunque en menor escala, a los productos alimenticios. En este caso, los altos precios de la postguerra han actuado en el mismo sentido sobre la demanda de exportaciones inglesas, pero menos directamente sobre la inversión interior y las tendencias de la técnica. Sin embargo, los esfuerzos para desarrollar la agricultura británica, que fueron en parte una respuesta a la política del Gobierno (ejercida, por ejemplo, mediante subsidios), y en parte

a los altos precios mundiales, tuvo efectos sobre la demanda de capital no distintos de los derivados del alto coste de los materiales importados. Este desarrollo de la agricultura repercutió tanto en la fábrica como en la granja, y se tradujo principalmente en aumentos de los pedidos de maquinaria agrícola, principalmente tractores, así como de abonos fabricados.

40. En parte, por consiguiente, la historia de la postguerra ha sido la de la sustitución por equipo capital de tierra y primeras materias, mediante la aplicación de la técnica moderna; esta sustitución ha sido alentada por los cambios en los precios que han actuado en el sentido de mantener la inversión, tanto en Inglaterra como en el exterior, y que han fomentado en Gran Bretaña los esfuerzos destinados a restringir las importaciones de materias primas y productos alimenticios. Aun cuando han sido muchos e importantes los factores que han influido sobre las importaciones británicas, el hecho de que éstas apenas hayan alcanzado el nivel anterior a la guerra, en tanto que la renta nacional ha aumentado aproximadamente en un tercio (a precios constantes) respecto de su nivel anterior a la misma, sugiere claramente que la sustitución ha sido uno de los más importantes entre dichos factores; y parece haber tenido repercusiones favorables principal, aunque no exclusivamente, sobre la inversión pesada. La expansión de la actividad manufacturera que ya hemos destacado con anterioridad como una de las características dominantes del mundo de la postguerra, ha influido en el sentido de reducir las necesidades de importaciones, así como en el de mantener un alto nivel de exportaciones.

41. Nos hemos referido a la escasez de capital, como al principal elemento de la presión sobre la demanda que distingue al mundo de la postguerra respecto del anterior a la misma. No pretendemos, sin embargo, decir con esto que la escasez haya tenido una existencia física independiente de las decisiones de los individuos y de la política de los gobiernos, y por consiguiente no susceptible de ser regulada y controlada por parte de unos y otros. La escasez puede ser superada mediante cambios en la oferta de ahorro, tanto personal como público, mediante restricciones en las oportunidades de invertir en activos reales, y mediante cambios en las condiciones en que es posible obtener capital. En realidad,

es debido al hecho de que la escasez de capitales da lugar a una ininterrumpida presión sobre los recursos reales, por lo que dicha escasez ha venido a ser una de las principales preocupaciones de las autoridades monetarias.

42. Sin embargo, su tarea puede parecer sencilla y agradable en un período de escasez de capitales cuando se la compara con la tarea de dichas autoridades antes de la guerra, en un período de aparente saturación. No ha habido necesidad de considerar los medios y maneras de estimular la demanda efectiva; durante casi todo el período el peligro ha sido más bien de exceso que de insuficiencia. Puede haber habido motivos de descontento en cuanto al nivel de inversión; pero muy raramente hubo peligro de que el ahorro de la comunidad fuese demasiado grande en relación con las demandas que sobre él se ejercían, y de que diese lugar a paro y no utilización de recursos, en lugar de inversión productiva. Especialmente, después de la devaluación de 1949 no ha habido motivo para temer que los costes ingleses fuesen demasiado altos en comparación con los del extranjero, y no permitiesen el incremento de las exportaciones británicas. La evolución de la demanda y de los precios en el exterior ejercieron una presión inflacionista, no deflacionista, y dejaron a las autoridades ante un problema de controlar la expansión monetaria que parecía mucho más sencillo que el dilema de la anteguerra, de elegir entre una absoluta contracción de las rentas monetarias, o cambiar las condiciones de acceso a las divisas y al comercio.

43. Sin embargo, por razones de las que nos ocuparemos con mayor detalle en los siguientes capítulos, la tarea de las autoridades no era sencilla, ni mucho menos. En primer lugar, había resistencia a usar, en cualquier medida que fuese, las armas monetarias, y una convicción muy extendida de que las restricciones monetarias no eran ni necesarias ni eficaces. En los años 1930 el dinero barato había influido lentamente sobre la recuperación industrial, y la opinión se había vuelto hacia los instrumentos fiscales de regulación de la demanda. Durante la guerra, la demanda había sido mantenida bajo control mediante la acción administrativa (racionamiento principalmente), mediante los impuestos, y mediante la imposibilidad de comprar, a menos de gastar mucho

o, después de grandes molestias. Cuando la guerra hubo terminado no era evidente, ni mucho menos, que el control de la demanda hubiese de acentuarse, o que fuese aconsejable poner en juego la política monetaria a fin de sustituir o suplementar los controles existentes. Por el contrario, había el temor de que una depresión análoga a la que sobrevino a la terminación de la primera guerra mundial se produjese, y existían vacilaciones en cuanto a la adopción de una política de elevación de los tipos de interés que introdujese la incertidumbre en el mercado de "caños dorados", e imposibilitase cualquier posterior intento de reducir aún más los tipos de interés. Si una recesión de la demanda se encontraba tan sólo a unos años vista, parecía preferible mantener una política de dinero barato y usar mientras tanto la acción directa para mantener controlada la demanda.

44. Otras circunstancias contribuyeron también a la resistencia a emplear las armas monetarias. Dada la importancia de la deuda flotante en la postguerra, una elevación de los tipos de interés estaba llamada a aumentar los gastos presupuestarios, y este aumento había de ser considerado frente a la disminución de la presión de la demanda a que pudiesen dar lugar tipos de interés más altos. Análogamente, ya no era tan evidente, siendo el Reino Unido un importante deudor a corto plazo, que una elevación de los tipos de interés habría de producir un alivio sensible en la balanza de pagos; frente a cualquier reacción inmediata de la corriente internacional de capital había que tener en cuenta el pago de mayores intereses al extranjero.

45. En segundo lugar, había razones para suponer que nada, excepto una reforma completa del sistema monetario al estilo del continente, habría suprimido del sistema el exceso de liquidez creado por la guerra. Consumidores que habían ahorrado porque las cosas que descaban no eran objeto de venta libre; empresarios que habían ahorrado porque no tenían esperanza de que se les permitiese sustituir su equipo y, mucho menos, ampliar sus instalaciones en tiempo de guerra; comerciantes cuyos "stocks" habían descendido a niveles muy inferiores al óptimo; todos ellos rebo-saban liquidez, y era dudoso que, incluso un gran aumento de los tipos de interés, hubiese reprimido su evidente intención de des-

prenderse de dicho excedente. Por grande que fuese la escasez de capital en el sentido de ahorro corriente, no había una correspondiente escasez de fondos líquidos. El sector privado en su conjunto estaba ampliamente dotado de activos financieros, y en los primeros años de la postguerra apenas sintió necesidad de solicitar préstamos a fin de obtener fondos. No sólo era fácil la autofinanciación a partir del "stock" de reservas acumulado durante la guerra, sino que siguió siendo fácil en tanto continuó la prosperidad.

46. Esta limitación, como la primera, resultó tener una eficacia decreciente. Llegó un momento en que el "stock" inicial de activos líquidos se había agotado, y en que la liquidez dejó de ser un mero reflejo de escaseces. La oferta monetaria empezó a estar en una proporción más normal respecto de las transacciones en que el dinero cambia de mano, y respecto del nivel de renta correspondiente. En tanto que la relación de la oferta monetaria (entendiendo por tal los billetes y monedas en circulación, así como los depósitos bancarios) a la renta nacional era de un 68 por 100 en 1945 y se elevó inmediatamente después de la guerra hasta un 79 por 100 en 1947, había disminuido ya a un 62 por 100 en 1951, y la oferta monetaria continuó aumentando más lentamente que la renta nacional. Las limitaciones de la postguerra en la aplicación de la política monetaria se fueron debilitando gradualmente.

47. Hubo una importante dirección en la cual esto no fué cierto. La sostenida expansión del sector público de la economía a lo largo del último medio siglo, ha transformado el funcionamiento del sistema monetario al introducir métodos alternativos de regulación de la demanda, modificando al propio tiempo la reacción que puede esperarse al utilizar las armas monetarias. Nos ocupamos más adelante con detalle de las maneras en que el crecimiento del sector público ha afectado, y habrá de continuar afectando a la dirección de la política monetaria. Nos limitaremos por ahora a una breve indicación de algunos de los cambios más importantes.

48. En primer lugar, el volumen del presupuesto ha crecido en relación con la renta nacional, de manera que el Gobierno puede ejercer una presión más directa a través del mecanismo de sus

propios gastos, o a través de los métodos que adopte para la obtención de los fondos necesarios. En 1928 la relación de los gastos gubernamentales a la renta nacional era de un 18 por 100; en 1948 se había elevado a un 39 por 100, y en 1958 era todavía de un 33 por 100. Los gastos de defensa representan una parte considerable del aumento de los gastos gubernamentales; el resto es consecuencia del crecimiento del sector público.

49. El Gobierno ha aumentado su control sobre la economía a fin de regular el nivel de actividad, no sólo mediante el uso deliberado del presupuesto para esta finalidad, sino también mediante la acción administrativa. El racionamiento, la concesión de licencias y disposiciones similares, han sido utilizadas, aunque en menor escala, para mantener bajo control el gasto privado de empresarios y consumidores. La gama tradicional de medidas monetarias se ha extendido hasta incluir el control directo de las instituciones financieras y de las transacciones. Un control más o menos completo del comercio exterior ha estado en vigor desde 1939. Estas y otras medidas han sido empleadas a fin de influir sobre el volumen y el carácter de la demanda.

50. La extensión del sector público ha traído también consigo un cambio en la proporción entre inversión pública y privada. Casi la mitad del volumen total de inversiones es financiado en la actualidad por entidades públicas, incluyendo los organismos locales y las industrias nacionalizadas. Sin embargo, la inversión pública no reacciona ante las medidas monetarias de la misma manera que la inversión privada, y el desplazamiento de importantes industrias desde el sector privado al público ha disminuido el volumen de inversión susceptible de ser afectado por los cambios de los tipos de interés.

51. Por último, el crecimiento del sector público ha tenido repercusiones sobre las transacciones financieras como resultado del aumento de la deuda pública. La deuda nacional, aunque mucho mayor que antes de la guerra, no es mayor en relación con el volumen de la renta nacional; pero se han producido otros tres cambios, todos de gran importancia. El primero de ellos es el gran aumento de la deuda flotante; el segundo, la presencia del Go-

bierno como deudor neto habitual en tiempo de paz; el tercero y más importante (en gran parte consecuencia de los dos anteriores) es que la gestión de la deuda pública se ha convertido en un problema político de primer orden. En mucho mayor medida que en el período comprendido entre las dos guerras, los problemas monetarios y de gestión de la deuda se han convertido en inseparables.

CAPÍTULO II

LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

52. A pesar de que los cambios en las circunstancias económicas han sido grandes, los cambios en las opiniones durante las tres últimas décadas han sido aún más profundos. Como parte de esta reestructuración de las ideas, no sólo los objetivos de la política económica del Gobierno se han vuelto más complejos, sino que el grado de prioridad que es preciso atribuir a cada uno de ellos respecto de los demás, ha variado de una época a otra, según los cambios en las circunstancias económicas; no es ya, por consiguiente, adecuado encomendar a las autoridades económicas tareas inequívocas que pueden ser tajantemente diferenciadas de las otras acciones gubernamentales.

53. El principio de esta evolución apenas si puede observarse en el Informe del Comité Macmillan. Antes de 1914 el mantenimiento de la convertibilidad con un valor fijo en oro de la libra constituía una definición de la misión del Banco de Inglaterra: esto representaba, de acuerdo con el pensamiento contemporáneo, una garantía suficiente del poder adquisitivo de la libra, y se creía que el Banco podía alcanzar su objetivo a través de medios estimados aceptables y que se consideraba tenían algunas ventajas suplementarias. En aquel tiempo "apenas si había quien", según el Comité Macmillan, "considerase que el nivel de precios debía ser objeto de atención y preocupación, y mucho menos, un objetivo esencial de la política" de un banco central. Por su parte, al Co-

mité Macmillan le resultó imposible mantenerse en la línea de la antigua sencillez, pero tampoco se separó de ella. El Comité consideraba que la estabilidad del nivel internacional de precios era un objetivo importante, pero tuvo cuidado de añadir: "en la medida en que cae dentro de las posibilidades de este país, influir sobre el nivel internacional de precios". Cuando vino a enunciar los principales objetivos de la política monetaria—"el mantenimiento de la paridad de los cambios exteriores sin innecesaria perturbación de los asuntos internos, la evitación del ciclo crediticio, y la estabilidad del nivel de precios"—todavía situó la estabilidad de los cambios exteriores en primer lugar. Sólo más tarde enunció explícitamente como objetivo "la estabilidad de la producción y el empleo a un alto nivel", aunque esto estaba sin duda implícito en la anterior frase "la evitación del ciclo crediticio". Y lo que es aún más significativo, dió por supuesta la amplia compatibilidad de estos objetivos, desechando como transitorias y excepcionales cualesquiera divergencias entre los intereses de un país y los del resto del mundo.

54. En abril de 1957, el entonces ministro de Hacienda se hizo eco de la lista de objetivos del Comité Macmillan al anunciar su decisión de crear el presente Comité:

"Creo que hay una general unanimidad en cuanto a los objetivos de la política monetaria. El país está decidido a mantener un tipo de cambio fijo y estable. El primer requisito para esto es que seamos capaces y estemos decididos a evitar la inflación en el interior. También existe acuerdo general en cuanto a la política de evitar depresiones y fuerte paro, si de nuevo hubiésemos de enfrentarnos con estos peligros. Estos objetivos no son susceptibles de discusión."

55. La compatibilidad de estos objetivos, y consiguiente posibilidad de que constituyan una inequívoca norma de actuación, no se consideran ya axiomáticos. Su reconocimiento como objetivos independientes ha traído consigo la consideración de su importancia relativa, y el reconocimiento también de que cada uno de estos objetivos no es por sí solo inequívoco, ni mucho menos. Nos ha parecido por consiguiente necesario, antes de examinar las características y efectos de las medidas monetarias, exponer nues-

tros puntos de vista acerca de los objetivos que es preciso considerar comparativamente cuando se trata de aplicar dichas medidas.

56. El cambio más radical en las ideas se refiere a la responsabilidad del Gobierno respecto del volumen de empleo. Los esfuerzos gubernamentales para estimular el empleo entre las dos guerras estuvieron frenados por un cierto fatalismo, pero el cambio en el pensamiento económico ganó gradualmente influencia política, y cuando se formularon las políticas de reconstrucción para la postguerra, a principio de los años 1940, una nueva actitud quedó establecida con la publicación del "Libro Blanco sobre Política de Empleo", que empezaba con las siguientes palabras:

"El Gobierno considera como uno de sus fines y responsabilidades primordiales el mantenimiento de un alto y estable nivel de empleo después de la guerra."

A partir de la guerra, una diversidad de circunstancias, unida a la continuada presión de la demanda, ha hecho que fuese fácil para los sucesivos Gobiernos el cumplimiento de esta promesa, y como consecuencia de este éxito, la medida de lo que se considera un "alto nivel" parece haber aumentado. Indudablemente, el público espera ahora que se mantenga un nivel de empleo que habría sido considerado utópico hace una generación, y por un importante sector de la opinión profesional se estima que la presión de la demanda implícita en este extremadamente alto nivel de empleo compromete considerablemente los esfuerzos del Gobierno para mantener el valor externo e interno de la libra.

57. A pesar de este nuevo énfasis en el mantenimiento del empleo mediante un alto nivel de la demanda, nadie ha olvidado—en honor a la verdad nadie ha podido permitirse el olvidar—las desventajas de la inestabilidad del valor, tanto interno como externo, de la moneda. La elevación del coste de vida ha sido una preocupación constante para el Gobierno, y en 1957 la siniestra expresión "pérdida del valor del dinero" se usó con frecuencia. Los efectos distributivos de esta ininterrumpida caída del valor del dinero han sido perturbadores para instituciones sociales que la mayor parte de la gente desea conservar; las desigualdades entre individuos y sectores de la comunidad han constituido una continua amenaza para la paz industrial, y esta amenaza ha dado

lugar a su vez a aumentos de precios en espiral. Los efectos de esta continuada caída en el valor del dinero no son fácilmente reconocibles a corto plazo, pero a largo plazo su fuerza acumulativa puede ser muy grande. Creemos representar fielmente a la opinión cuando decimos que una razonable estabilidad en el valor del dinero debe todavía ser considerada como uno de los objetivos fundamentales de la política del Gobierno.

58. Durante los últimos años se ha venido haciendo mención cada vez más frecuentemente, tanto en la discusión pública como en las declaraciones del Gobierno, de la necesidad de fomentar el desarrollo económico y la elevación general del nivel de vida. Esto fué formulado explícitamente en el "Libro Blanco sobre las Consecuencias Económicas del Pleno Empleo", publicado en 1956:

"El Gobierno se compromete a fomentar las condiciones en las cuales la nación puede, si se lo propone, utilizar plenamente sus posibilidades de desarrollo en términos de producción y nivel de vida."

Considerado como amplio objetivo político, ni éste, ni el de un alto nivel de empleo son completamente nuevos: sería ridículo atribuir a los economistas victorianos falta de interés en el desarrollo económico. Pero constituye una novedad como objetivo explícito de los Gobiernos y, especialmente, es una novedad como justificación de medidas positivas en el amplio campo de la política financiera. Ha habido también un gran aumento del interés entre los economistas teóricos por el problema del desarrollo; aunque por ahora estos estudios apenas si permiten conclusiones provisionales, muchos prestigiosos pensadores creen que el ritmo de crecimiento económico está estrechamente relacionado con la naturaleza de las medidas monetarias que el Gobierno adopte para otras finalidades. Nuevamente aquí, a medida que los objetivos políticos se formulan de manera más explícita y se vuelven más complicados, las posibilidades de conflicto son mayores.

59. Además del desarrollo económico del Reino Unido, el desarrollo económico del mundo exterior—especialmente el de los países de la Commonwealth—se ha convertido en un objetivo consciente de la política británica. El deseo de contribuir al desarrollo económico del mundo en general, tiene sus raíces en una política

internacional de criterio amplio, pero también está basado en la creencia de que la prosperidad y desarrollo de la propia economía británica depende del firme y rápido progreso de las partes del mundo menos desarrolladas. Existe, por consiguiente, un general asentimiento de que la balanza de pagos del Reino Unido debe dejar un margen sustancial con destino a fondos de ayuda para el desarrollo colonial y préstamos a los países de la Commonwealth y, especialmente a través de organismos internacionales, a otras partes del mundo.

60. La estabilidad del valor exterior de la moneda propia continúa siendo un objetivo primordial. "El país está", decía el ministro en la declaración anteriormente citada, "firmemente decidido a mantener un tipo de cambio fijo y estable". Esto es una expresión más rotunda que el compromiso internacional contraído a través del Acuerdo del Fondo Monetario Internacional. Según este acuerdo, el Reino Unido se compromete a mantener un tipo de cambio fijo, sujeto, sin embargo, a la cualificación de que dicho cambio puede, de acuerdo con el Fondo, ser alterado a fin de corregir un "desequilibrio fundamental". Es esta una condición que se consideró se cumplía en 1949, y que podría cumplirse de nuevo; pero el interés del Reino Unido en la estabilidad del tipo de cambio es tan grande, que el recurso a esta cláusula de salvaguardia habrá de ser considerado como una decisión muy desagradable. 1949 no es un precedente que habrá de repetirse con facilidad; en aquella ocasión la devaluación resultó obligada por lo inadecuado de las reservas, y los que propugnaron aquella medida la consideraron como un último ajuste derivado del debilitamiento de la posición económica internacional del Reino Unido como consecuencia de la guerra. La experiencia desde 1949, especialmente desde el punto de vista de la reacción de la estructura de los precios interiores ante el reajuste del cambio, ha servido para subrayar las dificultades y peligros de una política de alteración de los tipos de cambio. Dicha experiencia subrayó también el hecho de que la estabilidad del cambio no es simplemente deseada como una política que favorece los negocios financieros internacionales de la City de Londres, sino que se debe fundamentalmente a la inmensa importancia del comercio internacional para el nivel de vida del pueblo británico, y a la consiguiente dependencia de la estructura

interna de los precios respecto de la situación del cambio exterior. Las fluctuaciones del tipo de cambio tienen todavía sus defensores, pero creemos que la mayoría de la opinión apoya decididamente el punto de vista de que la estabilidad del cambio debe ser considerada como un objetivo de mayor trascendencia de la que se deriva implícitamente de nuestras obligaciones internacionales.

61. La firmeza de este punto de vista queda demostrada por la atención dedicada por sucesivos Gobiernos al formular sus políticas económicas, a la necesidad de fortalecer la balanza de pagos a fin de proteger el valor exterior de la esterlina. Aunque la preocupación por la situación interior ha dado lugar a una continua corriente subterránea, una y otra vez un rápido cambio de la política ha sido provocado por el deseo de evitar que la debilidad de la esterlina culminase en una nueva devaluación, o incluso en una pérdida del control sobre el curso diario del tipo de cambio esterlina-dólar. Las causas de estos brotes de debilidad de la esterlina son complejas, y más adelante, en el capítulo VIII, nos ocupamos de la cuestión considerada en su totalidad. De momento llamamos aquí la atención sobre el hecho de que el deseo de encontrarse en situación de enfrentarse con ellos con mayor eficacia, ha dado lugar a que el Ministerio de Hacienda tratase de obtener algún incremento neto de nuestras reservas de oro y dólares. Es esta una finalidad que no puede perseguirse sin tener en cuenta sus repercusiones sobre otros países, pero constituye una razón suplementaria para mantener una balanza comercial fuertemente favorable.

62. Un representante del Ministerio de Hacienda habló en noviembre de 1957 de la necesidad de conseguir "un excedente en nuestro comercio internacional de 300 a 350 millones de libras"; en abril de 1959 dicho Ministerio consideró que la planificación económica a largo plazo debería basarse en el supuesto (entre otros) de "que deberían encontrarse recursos para conseguir un excedente medio en nuestros intercambios de unos 450 millones de libras al año al principio de los años 1960". Estas cifras, aunque no son en modo alguno sagradas, constituyen una indicación del orden de magnitud requerido para conseguir un fortalecimiento de las reservas compatible con una contribución importante al desarrollo económico del mundo exterior. Conseguir todo esto de manera que

sea compatible con un tipo de cambio fijo—y en parte a fin de facilitar el mantenimiento del tipo de cambio—es una finalidad que tal vez no ha sido tan ampliamente aceptada como los otros objetivos de que hemos tratado, pero creemos que dicha finalidad, o algo parecido a la misma, debe ser considerada como parte del complejo de objetivos económicos de cualquier Gobierno del Reino Unido durante los años futuros.

63. La posible incompatibilidad entre los principales objetivos, ha sido subrayada al reconocer las consecuencias de la revolución en la decisiva posición internacional de Londres. Hubo un tiempo en que una amenaza a la convertibilidad de la libra (el objetivo fundamental en aquel tiempo) podía ser superada mediante un rápido ajuste de los préstamos del Reino Unido en el extranjero (considerando los préstamos a corto y largo plazo en su conjunto), y esto dió lugar a un énfasis en los cambios de los tipos de interés como arma eficaz de las autoridades monetarias. Entre las dos guerras la opinión económica fomentó la idea de que los cambios de los tipos de interés eran también útiles para mantener a un nivel adecuado la presión de la demanda total, ya que regulaban el volumen de la inversión interior. Pero incluso en aquella época no se suponía que los tipos de interés fuesen poderosos reguladores de la inversión en la industria manufacturera; sin embargo, se aducían sólidas razones teóricas para confiar se obtendrían resultados en el ajuste de las inversiones a largo plazo en servicios públicos y vivienda. Como ya hemos indicado, a partir de la guerra una gran parte del conjunto de actividades sensible a las variaciones del interés se había desplazado del sector privado al público; esto había colocado en un primer plano la cuestión del tipo de inversión que deseábamos se reajustase a fin de conseguir la presión adecuada sobre la demanda total. ¿Queremos imponer variaciones en la inversión del sector público? ¿O queremos encontrar medios eficaces de regular la inversión en la industria manufacturera? ¿Y podemos permitirnos, cuando estamos tan interesados en el desarrollo económico, interferir precisamente en aquellas empresas que, debido a su rápido crecimiento, necesitan obtener más dinero?

64. La elección entre fines incompatibles no es una elección cla-

ra entre un efecto previsible y otro efecto igualmente previsible. Esto se pone de manifiesto en la incertidumbre sobre la inversión, a la que ya nos hemos referido. Evidentemente es imposible estimar en qué medida el progreso técnico se verá interrumpido por una cierta disminución de la inversión; sólo podemos estimar que puede resultar comprometido. También, y aun siendo muy poderoso el argumento en pro de la estabilidad del tipo de cambio, no es absolutamente exacto, ni son siempre iguales las consecuencias desfavorables en caso de fracaso, y pueden suponerse circunstancias (por ejemplo, paro muy importante) en las que el Gobierno puede creer que los riesgos de una devaluación son un mal menor comparados con los peligros derivados del mantenimiento de un tipo de cambio fijo. Lo mismo sucede con la elección entre un nivel de empleo muy alto y el ritmo de aumento del nivel general de precios. Algunas veces se argumenta que el ritmo de aumento del nivel de salarios está muy estrechamente ligado con los cambios en el porcentaje de paro. Pero también se nos ha argumentado con no menor autoridad e insistencia, que dentro de un amplio margen de las variaciones de la demanda de mano de obra, existe un "sector de indeterminación" dentro del cual el ritmo a que crecen los salarios y los precios depende de factores institucionales que, aunque variables de un año a otro, no tiene ninguna, o muy escasa relación, con la presión de la demanda en aquel año o en el anterior. Lo más que puede considerarse como opinión generalmente admitida es que, cuando nos aproximamos al pleno empleo absoluto, el riesgo de que aumente el ritmo de elevación de los precios se intensifica. Hasta qué punto este riesgo es importante en cualquier momento, cómo reaccionaría ante otras medidas, y hasta qué punto es preferible correr este riesgo en lugar de comprometer el empleo o el progreso técnico, son todas ellas cuestiones que dependen del punto de vista político, y no susceptibles de solución mediante ninguna regla de manipulación monetaria. Deben ser, en último término, resueltas por el Gobierno, y las respuestas que se den a las mismas en un determinado momento no son válidas para cualquier situación. La elección entre alternativas antagónicas es un proceso continuo, con el que es preciso enfrentarse de manera permanente.

65. Hay, sin embargo, momentos en los que las incompatibili-

dades de que nos hemos ocupado hasta ahora son de bastante menor cuantía; cuando, por ejemplo, todo parece indicar la necesidad de reducir (o por el contrario, aumentar) la presión de la demanda total. En muchos de los años de la posguerra ha sido por lo menos discutible que la presión de la demanda pudiera haberse reducido con ventaja para la estabilidad interna y externa de la libra, y sin comprometer un adecuado nivel de "pleno" empleo. Si un fuerte paro y precios decrecientes en este país coincidiesen con una depresión general en el mundo, podría emprenderse una expansión de la demanda total sin peligro para el tipo de cambio; o si existiese tal riesgo, podría ser fácilmente arrojado.

66. Pero decir que es preciso elevar (o reducir) el nivel de la demanda total no es suficiente para determinar las medidas monetarias. Porque desde la guerra los Gobiernos han estado dispuestos a utilizar para este fin otros dos tipos de instrumentos: los controles directos y las medidas fiscales. Estas medidas operan de manera bien distinta que las medidas monetarias; tienen sus ventajas e inconvenientes propios que no es preciso recordar aquí. A lo largo del período comprendido desde 1945 se ha recurrido con mayor frecuencia a estos otros dos tipos de instrumentos a efectos de influir sobre la demanda total de lo que se había recurrido con anterioridad a 1939. No vemos razón para suponer que vayan a ser excluidos en el futuro, ni tampoco pretendemos que así sea. Siempre subsistirá, no obstante, la cuestión de cuánta confianza debe depositarse en determinada situación en las medidas monetarias, y cuánta en aquellas otras medidas; y es posible que los Gobiernos deseen cambiar la utilidad relativa de las mismas, según las épocas. La especial naturaleza de una situación influirá, por consiguiente, de manera considerable en la elección a realizar; todo lo que queremos subrayar aquí es que siempre hay una elección, y que la existencia de esta elección impide que se diga por adelantado qué tarea específica propia de medidas monetarias está implícita en cualquier situación de demanda excesiva o insuficiente.

67. Existen además otras complicaciones inherentes al problema de la gestión de la deuda por parte del Ministerio de Hacienda. Un punto de conflicto surge del hecho de que, si se eleva el tipo de interés bancario, el coste de los intereses de la deuda flotante

se eleva inmediatamente, y eventualmente el coste de los intereses de la deuda a largo plazo puede elevarse también. En sus declaraciones, el Ministerio de Hacienda nos ha asegurado que durante los últimos años se ha enfrentado abiertamente con este dilema, y que el mayor coste de los intereses de la deuda nacional ha sido aceptado como parte del precio consiguiente a la prosecución mediante tipos de interés elevados de los objetivos asignados a la política monetaria.

68. Pero también puede presentarse otro más sutil dilema, relacionado con los cambios aludidos en los párrafos 50-51. A partir de la guerra el Ministerio de Hacienda ha tenido que enfrentarse con una continuada sucesión de vencimientos de deuda, y con la necesidad de financiar los programas de capitalización de las industrias nacionalizadas y de las autoridades locales, y la consiguiente masa de nueva deuda ha tenido que ser lanzada en un mercado de "cantos dorados", que a lo largo de numerosos años se iba dando cuenta gradualmente de que la inflación erosionaba todos los valores de renta fija. El mercado, crónicamente débil, se ha mostrado resistente, según las autoridades monetarias, a las ventas de importancia, no sólo a precios corrientes sino a cualquier precio, y esta dificultad ha dado lugar al mantenimiento—y algunas veces al aumento—del volumen de "Treasury Bills" y de otras formas de deuda a corto plazo, muy a pesar de las autoridades. A éstas les desagrada aumentar la deuda a corto plazo, porque constituye, en parte, una desventaja en caso de aplicación de medidas monetarias convencionales en el futuro; sólo han podido superar las dificultades presentes creándose a sí mismas dificultades en el porvenir. Hasta qué punto deben aceptar esta carga futura, o bien deben recurrir a tratamientos más radicales de un mercado de "cantos dorados" débil, es un problema para el que no hay solución prefabricada; la solución que se dé podrá, además, comprometer el pleno empleo o algún otro de los objetivos de la política del Gobierno. Volveremos a estas cuestiones en el Capítulo VII.

69. Podemos, en resumen, enunciar los objetivos en prosecución de los cuales pueden utilizarse medidas monetarias:

- 1) Un alto y estable nivel de empleo.

- 2) Una razonable estabilidad del poder adquisitivo interior del dinero.
- 3) Desarrollo económico sostenido y mejora del nivel de vida.
- 4) Alguna contribución, que implica un margen en la balanza de pagos, al desarrollo económico del mundo exterior.
- 5) Un fortalecimiento de las reservas internacionales de Londres, que implica otro margen adicional de la balanza de pagos.

70. Al enunciar estos cinco objetivos debemos reconocer que existen considerables posibilidades de incompatibilidad entre los mismos. La elección entre dichos objetivos, cuando sea precisa, es algo que el Gobierno tendrá que afrontar. La libertad de decisión del Gobierno no es absoluta. Está limitada por la importancia de cada uno de estos objetivos para el orden y continuidad de la vida social. La inmoderada prosecución de uno o varios de estos objetivos a expensas de otro podría imponer una intolerable tensión en el cuerpo político. La prosecución de los otros objetivos deseables, cualesquiera que fuese su precio en términos de paro; o el total sacrificio de la estabilidad del valor del dinero en un intento de alcanzar los restantes objetivos, son ejemplos de cómo la sociedad puede resultar trastornada.

71. Los Gobiernos tienen que hacer frente además al problema de la importancia relativa que es preciso atribuir a los controles directos, las medidas fiscales, y las medidas monetarias, que son sus tres principales instrumentos de política económica. Puede también haber circunstancias en que deban decidir hasta qué punto están dispuestos a comprometer su futura libertad de movimientos desde el punto de vista de la gestión de la deuda pública.

72. Este es el complejo de objetivos que tenemos presente al examinar en los Capítulos VI, VII y VIII la naturaleza, eficacia y limitaciones de las medidas monetarias. Mientras tanto, habiendo completado nuestra revista del marco y circunstancias económicas, así como del estado de la opinión, vamos a proceder a describir aquellos aspectos de la estructura institucional del sistema monetario que son interesantes desde el punto de vista de nuestra investigación.

.....

CAPÍTULO VI

LA INFLUENCIA DE LAS MEDIDAS MONETARIAS

OBJETO Y ALCANCE DE LA ACCIÓN MONETARIA.

381. Examinamos en este capítulo la naturaleza de las medidas monetarias, los usos a que se han aplicado durante la década de 1950, y las posibilidades que prevemos en cuanto al uso de las mismas en el porvenir. Nuestra discusión presupone que los objetivos finales son los enumerados en el capítulo II, y la mecánica de las instituciones es la descrita en los capítulos III, IV y V, salvo las excepciones a que hagamos referencia en este y en los siguientes capítulos.

382. El objeto de las medidas monetarias, conjuntamente con los otros instrumentos de política económica, es proseguir, en la proporción decidida por el Gobierno, los fines de la política de empleo, estabilidad del valor de la moneda en el interior y en el exterior, y desarrollo económico. El impacto de las medidas monetarias —su manera de actuar sobre la economía en la dirección deseada— se ejerce sobre la demanda total de bienes y servicios. En el caso más sencillo, cuando el paro está aumentando, los precios están bajando y el desarrollo económico se ha estacionado, la acción de las medidas monetarias debe dirigirse a aumentar la demanda total. En el caso opuesto —no tan fácil de diagnosticar—, cuando el mercado de trabajo está tenso, los precios están subiendo, los cambios están flojos y el desarrollo regular de la economía parece amenazado por trastornos especulativos, los instrumentos monetarios deben ser puestos en acción, a fin de disminuir la presión total de la demanda. Desgraciadamente la situación es generalmente más compleja que las dos que acabamos de describir; pero, por compleja que sea, las autoridades deben decidir en qué sentido quieren, en definitiva, que se ejerza la presión y, una vez decidido éste, deben tratar de que las medidas monetarias, juntamente con otras, actúen a fin de aumentar o disminuir la presión total de la demanda.

383. Subrayamos que es sobre la presión total de la demanda sobre la que debe esperarse que las medidas monetarias actúen en primer lugar. Si es estímulo lo que se necesita, la máquina monetaria debe adaptarse a fin de fomentar el aumento de la demanda total; es ésta su función fundamental y distingue a la acción monetaria de algunas otras medidas económicas cuya acción se dirige sobre industrias o grupos de industrias concretos. Es por esta razón por la que la acción monetaria se describe algunas veces como un instrumento de acción sobre el mercado en general y es comparada favorablemente con otras medidas económicas por aquellos cuyas preferencias están del lado de una máxima libertad de los mercados. Sin embargo, este impacto es general sólo en un sentido muy limitado. Las medidas monetarias actúan sobre la demanda total a través de medios que perturban a algunas instituciones y a algunas gentes más que a otras. Necesariamente producen más efecto sobre algunos sectores, y estos efectos "direccionales" o discriminatorios son en cierto modo inevitables. La acción monetaria se caracteriza porque estos efectos direccionales no se desean sino por su total efecto —efecto sobre la demanda total—, desde el punto de vista del cual los efectos direccionales son accesorios.

384. Sucede algunas veces que los efectos direccionales son deseados como tales, como cuando es necesario reducir las importaciones a fin de mejorar la balanza comercial, o cuando las restricciones sobre ciertos tipos de préstamos están destinadas a actuar sobre la especulación en un mercado de productos o de valores. Pero más frecuentemente los efectos direccionales —la perturbación concentrada en determinados sectores de la actividad económica— son desfavorables, como, por ejemplo, cuando la aplicación de restricciones monetarias de carácter general crea obstáculos a la innovación económica. Aun cuando la decisión fundamental estriba en utilizar o no el sistema monetario a efectos de aumentar o contraer la demanda total, es necesario dedicar alguna atención a los efectos direccionales, y a que la particular combinación de medidas monetarias adoptadas sea escogida de manera que cause el menor trastorno —o el máximo beneficio— en su manera de actuar sobre determinados sectores.

385. Dejando momentáneamente de lado cualesquiera preferen-

cias que puedan surgir de la consideración de estos efectos direccionales, podemos decir que las autoridades monetarias pueden teóricamente influir sobre la demanda total de dos maneras. En primer lugar, mediante un cambio en los tipos de interés, las autoridades monetarias pueden dar lugar a un cambio en el incentivo a comprar bienes de equipo (bien sean edificaciones, plantas industriales y maquinaria o "stocks" de bienes), que a su vez es causa de un cambio en el gasto en mano de obra y otros medios de producción de dichos bienes. Esto se ve con la mayor claridad en el caso de las empresas, en las que los costes tienen una influencia directa y decisiva; pero también los organismos gubernamentales pueden sentirse afectados y reaccionar ante cambios en el coste de los intereses, y teóricamente los consumidores también son sensibles al coste del interés al decidir cuánto van a aumentar o disminuir sus ahorros, o si van o no a pedir prestado para comprar bienes duraderos. En segundo lugar, las autoridades monetarias pueden provocar un cambio en las condiciones de liquidez de las instituciones financieras, empresas y público en general, de manera que aquellos que deseen dinero para gastar (bien sea para aumentar el equipo capital o para otros fines) se encontrarán con que les es más (o menos) difícil obtenerle que antes. Al primer efecto podemos llamarle efecto incentivo del interés, y al segundo, efecto general de liquidez. El contraste es, sin embargo, incompleto, ya que puede argumentarse que los cambios en el tipo de interés juegan un papel decisivo en los cambios en la liquidez.

386. El efecto incentivo del interés —el efecto sobre la demanda para poseer bienes o constituir "stocks"— es bien conocido en la literatura económica de los últimos treinta años. Hemos buscado, sin demasiado éxito, pruebas convincentes de su existencia durante los últimos años. El razonamiento es que el importe del interés es parte del coste de los "stocks" y tendrá, por consiguiente, influencia sobre la demanda de bienes destinados a la constitución de los mismos, tanto si se trata de productos intermedios como de bienes de equipo. Se argumenta que, cuando los comerciantes están obteniendo un pequeño margen de beneficio —o les está reportando escasa utilidad— el mantenimiento de "stocks", un aumento de los tipos de interés les inducirá a reducir el volumen de los mismos. Ellos sólo podrán hacer esto reduciendo relativamente el volumen

de sus compras respecto del de sus ventas, cambio que supone una disminución de la presión total de la demanda de bienes y servicios. Análogamente, el importe del interés puede ser una parte importante del coste de poscer capital fijo, tal como casas, fábricas, ferrocarriles, puertos, etc., y este coste del interés es preciso compararlo con los ingresos anuales derivados de dicho capital. Un aumento de los tipos de interés que afectan a la financiación del capital fijo (en general, los tipos de interés a largo plazo) dará lugar, se dice, a una disminución de la demanda de fabricación o construcción de nuevo capital, en tanto que una disminución de los tipos de interés la estimulará; el elemento "inversión" en la demanda resulta de este modo influenciado por los cambios del tipo de interés. Tanto si se trata de tipos a corto plazo y bienes de consumo, o de tipos a largo plazo y bienes de equipo, la fuerza del razonamiento depende de hasta qué punto son importantes los cambios del tipo de interés comparados con los demás factores, entre los cuales el riesgo es con frecuencia elemento decisivo. Desde este punto de vista, la reacción de la demanda al tipo de interés será máxima cuando el equipo capital sea muy duradero y exista la máxima certidumbre en cuanto a las ventajas derivadas de su posesión, y mínima cuando su vida útil sea corta y sumamente incierta. La demanda de construcción de viviendas y obras destinadas a numerosos servicios públicos figura desde este punto de vista teórico entre las más sensibles al tipo de interés. El traslado de las decisiones de invertir correspondientes a algunas de estas formas de capital desde el mercado a la esfera administrativa ha tendido evidentemente a reducir el efecto automático, propio del mercado, de los cambios del tipo de interés sobre la presión total de la demanda. Hemos investigado con algún detalle sobre la fuerza que en la práctica tienen estos argumentos teóricos; los resultados se discuten en los párrafos siguientes.

387. Aun cuando el coste de obtener dinero prestado sólo puede afectar de manera directa a la demanda total en la forma limitada a que nos hemos referido en el párrafo anterior, las autoridades monetarias pueden influir de otra manera que puede ser mucho más eficaz. Es esta la existencia de fondos a disposición de los prestatarios a través de determinadas fuentes. Un cambio en el tipo de interés será uno entre los varios factores a tener en cuenta cuando

se adopta una decisión de invertir, pero incluso un cambio importante en dicho factor puede ser fácilmente anulado por otros factores; pero si el dinero para la financiación del proyecto no puede obtenerse de ninguna manera, entonces es evidente que no hay nada que hacer.

388. Si, por otra parte, "ya" se dispone del dinero, la decisión no se verá frenada por las consideraciones financieras aludidas. La disponibilidad del dinero es evidentemente decisiva para la financiación de la construcción, incremento de los "stocks" u otros gastos no regulares; esta importancia de la disponibilidad de fondos desde el punto de vista de la presión de la demanda total es lo que, en definitiva, motiva la suprema importancia que con frecuencia se atribuye a "la oferta de dinero". El volumen de aquellos activos de personas y corporaciones considerados como "dinero", en el sentido de poder adquisitivo inmediatamente transferible, es considerado por los que mantienen estos puntos de vista como una cantidad que determina la demanda real de bienes y servicios, capaz de ser utilizada inmediatamente para financiar gastos, y, por consiguiente, susceptible de ejercer una poderosa presión sobre la demanda. Se considera que las cantidades que influyen directamente sobre la demanda son la corriente de rentas monetarias y la cantidad de "dinero", entendiéndose por "dinero" (en el caso británico) la suma de billetes más depósitos bancarios. Es por esta razón por la que algunos expertos consideran que la tarea primordial de las autoridades monetarias es mantener un estrecho control sobre la oferta de dinero. Se argumenta que si el Banco central tiene la voluntad y los medios de controlar la oferta monetaria, y la mantiene fija o sólo permite que aumente paralelamente a las crecientes necesidades de una economía en curso de desarrollo, todo marchará bien. En su forma extrema, dicha doctrina tal vez no goza de una amplia aceptación en este país, pero en sus versiones más moderadas, de acuerdo con las cuales el concepto de la oferta de dinero es el elemento decisivo, se oyen con frecuencia, y fueron expuestas ante nosotros en el curso de nuestra investigación.

389. Nuestro punto de vista es diferente. Aunque no consideramos que la oferta de dinero sea una cantidad sin importancia, estimamos que es sólo una parte de la amplia estructura de la li-

quidez en la economía. Es la situación total de liquidez la que influye sobre las decisiones de gastar, y nuestro interés en la oferta de dinero se debe a su significación en el esquema total de la liquidez. Una decisión de gastar no depende simplemente de si el presunto gastador dispone de dinero "contante" o dinero en el Banco, aun cuando esa máxima liquidez sea evidentemente el trampolín más favorable. Existe la alternativa de obtener fondos, bien mediante la venta de un activo, bien pidiendo prestado; y la perspectiva de una corriente de dinero "contante" o caja procedente de las futuras ventas de un producto, incita a comprometerse por un importe superior al de la caja inmediatamente disponible, y al propio tiempo hace que sea más fácil obtener préstamos. La facilidad con que pueda obtenerse dinero depende por una parte de los activos del que gasta y de su capacidad para conseguir préstamos, y, por otra, de los métodos, estado de ánimo y recursos de las instituciones financieras y de otras empresas que están dispuestas a financiar el gasto de los demás. Las decisiones de gastar en bienes y servicios—decisiones que determinan el nivel de la demanda total—están influenciadas por la liquidez de los que gastan, y es por esta razón por lo que, al pasar revista al sector privado en el Capítulo IV, hemos dedicado una especial atención a la liquidez de los diversos grupos de instituciones financieras y a su influencia sobre la liquidez de los demás. Nos hemos ocupado de la facilidad o dificultad que encuentran los que gastan en sus esfuerzos para conseguir dinero con la finalidad de gastarlo en bienes y servicios.

390. La decisión de gastar depende, por tanto, de la liquidez en un sentido amplio, no del inmediato acceso al dinero. Esto se ve con toda claridad en las grandes empresas industriales, que establecen planes para la ampliación de su equipo con dos, tres o cuatro años de anticipación respecto de la mayor parte del gasto efectivo correspondiente; pero este no es más que un caso extremo de lo que se viene haciendo siempre en toda la economía por parte de las unidades de gasto, tanto grandes como pequeñas. El gasto no está limitado por la cantidad de dinero existente; pero está relacionado con la cantidad de dinero de que la gente cree que puede disponer, bien se trate de ingresos con carácter de renta (por ejemplo, derivados de ventas), bien de la enajenación de activos o bien pidiendo prestado.

391. El hecho de que el gasto no esté limitado por la cantidad de dinero en existencia se relaciona algunas veces con la velocidad de circulación del dinero. Es posible, por ejemplo, demostrar estadísticamente que durante los últimos años el volumen del gasto ha aumentado considerablemente, en tanto que la cantidad de dinero apenas ha cambiado; la velocidad de circulación del dinero ha aumentado. No hemos hecho más uso de este concepto porque no encontramos ninguna razón para suponer, o ninguna experiencia en la historia monetaria que lo indique, que la velocidad de circulación tenga un límite. Es un concepto estadístico que no nos dice nada directamente acerca de los motivos que influyen sobre el nivel de la demanda total. En cambio, un análisis de la liquidez dirige la atención hacia la conducta y decisiones que influyen directamente sobre el nivel de la demanda total.

392. Hemos pasado, por consiguiente, revista a todos aquellos grupos de instituciones de cuya actuación parece depender en gran medida el volumen de liquidez, más bien que la cantidad de dinero únicamente, en la economía. Queremos, no obstante, subrayar que la cantidad de dinero, en el sentido de la suma de billetes y depósitos bancarios, tiene una considerable significación. Los otros tipos de activos líquidos—incluso los depósitos en los bancos de ahorro o las acciones de las empresas inmobiliarias—son inferiores, desde el punto de vista de la utilidad para sus poseedores, y esta inferioridad debe ser compensada mediante el pago de interés. Si existe menos dinero disponible, en comparación con los otros activos (tanto físicos como financieros), sólo será poseído o retenido por aquellos que estén dispuestos a hacer un mayor sacrificio por dicha posesión; es decir, los tipos de interés subirán (1). Pero a menos que se les ayude, no subirán mucho, porque en un sistema financiero altamente desarrollado (tal como el sistema del Reino Unido descrito en el Capítulo IV), hay muchos activos con un alto grado de liquidez que son próximos sustitutos del dinero, tan buenos como éste para ser retenidos, y sólo inferiores a él cuando llega

(1) Para aquellos que prefieren utilizar el concepto de velocidad de circulación diríamos que un aumento de la velocidad de circulación tiraría de los tipos de interés.

el momento de hacer un pago (2). La variación de los tipos de interés puede, no obstante, ser acénuada por el banco central, si lo desea, ya que puede alterar el tipo de interés bancario, que es el precio a que proporciona "caja" a cambio del activo que le sigue inmediatamente en grado de liquidez. Puede además influir directamente sobre la estructura de los tipos de interés mediante sus operaciones con otras formas de la Deuda Nacional; en el Capítulo VII nos ocuparemos de cuáles son sus posibilidades en este sentido.

393. Hemos visto en varios puntos del Capítulo IV que un movimiento de los tipos de interés, con independencia de cualquier efecto directo a que pueda dar lugar sobre la demanda de bienes de inversión, puede influir de manera apreciable sobre la conducta de diversas instituciones financieras. Con tal de que no esté confinado a un extremo del mercado, un movimiento de los tipos de interés implica cambios considerables en los valores de muchos activos poseídos por instituciones financieras. Una elevación en los tipos de interés pueda hacer que algunas de ellas se sientan menos dispuestas a prestar porque las cotizaciones han bajado, en tanto que otras reaccionarán de la misma manera, porque la estructura de su tipo de interés es rígida. Por otra parte, una caída del tipo de interés fortalece los balances y alienta a los prestamistas a buscar nuevos negocios. Es esta una conclusión importante desde el punto de vista político, ya que implica—dada la estructura financiera que hemos descrito—que los movimientos de los tipos de interés tienen un efecto independiente de cualquier influencia que puedan ejercer sobre el incentivo a poseer bienes de capital.

394. Esta conclusión tiene también una implicación negativa. Ya que si estamos en lo cierto al creer que el nivel de la demanda total está influenciado por la conducta como prestamistas de una extraordinaria variedad de instituciones financieras, y no solamente por la oferta de dinero, cabe suponer que deberíamos sustituir el tradicional control sobre la oferta de dinero por un conjunto de controles sobre las instituciones financieras citadas. Una perspec-

(2) Cuanto más eficaz la estructura financiera, tanto más puede aumentar la velocidad de circulación sin que dé lugar a inconvenientes de importancia.

tiva de tal naturaleza no sería bien recibida, a menos de pensar en ella como último recurso, no solamente debido a sus dificultades administrativas, sino porque la futura aparición de nuevas instituciones financieras daría lugar a la posibilidad de que la situación escapase continuamente del control de las autoridades. El hecho de que las operaciones sobre la estructura de los tipos de interés, por razones institucionales, den lugar a cambios en la liquidez de los organismos financieros que actúan sobre la economía, debería hacer posible que se evitase el conjunto de controles directos citados. También se deduce de nuestro razonamiento que, si por otras razones, las autoridades viesan coartada su intervención sobre los tipos de interés, tampoco podría esperarse gran cosa del control sobre la oferta de dinero. Es probable que las autoridades se inclinasen en este caso por el establecimiento de un conjunto de controles financieros, o que confiaran a medidas no monetarias la regulación de la demanda total.

395. Por consiguiente, estamos de acuerdo con el profesor Kahn, en el trabajo que nos ha presentado, en insistir sobre la estructura de los tipos de interés, en lugar de sobre el concepto de "oferta de dinero" como elemento central de la acción monetaria; esto no implica, sin embargo, que no estemos especialmente interesados en la actividad de los bancos. En la estructura de la liquidez tal como la hemos descrito, los bancos ocupan una especial posición, ya que para la mayor parte de los prestatarios y para la mayor parte de las operaciones a corto plazo, son institucionalmente la fuente de fondos más adecuada, y con frecuencia, la única fuente. Por consiguiente, las autoridades deben tener un especial cuidado, al establecer una determinada línea de acción, en sus efectos sobre los bancos; en situaciones de emergencia pueden decidir ejercer un control directo sobre sus operaciones de préstamo. Queremos subrayar que una preocupación de este tipo y medidas extremas de tal naturaleza, deben ser tratadas desde el punto de vista de considerar a los bancos como los principales prestamistas del sistema, y no como "creadores de dinero". Es el nivel de los préstamos de los bancos más bien que el nivel de los depósitos bancarios el objeto de este especial interés; el movimiento de dichos depósitos sólo tiene interés porque tiene alguna relación, junto con otras influencias, sobre la conducta de otros prestamistas.

396. Aun evitando un completo sistema de controles directos de la liquidez, las autoridades pueden, además de cualquier acción sobre los préstamos bancarios, apuntar a otros puntos vulnerables de la estructura de la liquidez; especialmente tratarán de hacer esto si se encuentran con dificultades para actuar sobre los tipos de interés. Ejemplo de estas particulares medidas, a las que las autoridades del Reino Unido han recurrido en la etapa de la postguerra, son el control de emisiones y el control de la financiación de las compras a plazos; la experiencia americana ha incluido controles sobre la especulación bursátil. Pero cuanto más se avanza en el uso de estos controles, tanto más imponen las autoridades efectos direccionales o discriminatorios concretos sobre la economía, y tanto menos generales son los efectos sobre el nivel de la demanda total. Estos efectos direccionales pueden ser, al menos en cierto grado, positivamente buscados; pero los efectos positivos y negativos deberán ser cuidadosamente contrapesados.

397. Las sucesivas etapas de nuestro razonamiento pueden resumirse de la siguiente manera:

a) El objeto inmediato de la acción monetaria es influir sobre la demanda total.

b) Aun cuando dirigida a la demanda total, cualquier medida monetaria tendrá efectos direccionales inevitables; estos efectos habrán de ser tenidos en cuenta cuando se proceda a la elección de las medidas monetarias, si bien en algunos casos podrán ser considerados como positivas ventajas.

c) En teoría, la acción monetaria puede actuar sobre la demanda total mediante cambios en el incentivo del interés; nosotros creemos que sólo se puede depositar una confianza muy limitada en este efecto.

d) Puede decirse con mayor certeza que la acción monetaria actúa sobre la demanda total al cambiar la situación de liquidez de las instituciones financieras, y de las empresas y personas que desean gastar en recursos reales; la oferta de dinero en sí no es el factor decisivo.

e) De aquí nuestro estudio del sector privado en el Capítulo IV, en el que encontramos que las fuentes de liquidez son muy diversas, y la facilidad de sustitución muy grande.

f) Podría suponerse que este razonamiento apunta hacia la necesidad de un sistema sumamente complejo de controles de la liquidez; pero el Capítulo IV nos ha mostrado también que los movimientos de los tipos de interés tienen considerables efectos sobre la estructura de la liquidez. Si las autoridades pudieran manipular sin restricciones los tipos de interés, podrían ejercer una poderosa influencia sobre la situación de la liquidez total.

g) Por consiguiente, las autoridades deben considerar los tipos de interés más bien que la oferta de dinero como la pieza clave del mecanismo monetario. Esto no quiere decir que la oferta de dinero carezca de importancia, sino que su control es correlativo a la política del tipo de interés.

h) Tampoco nos lleva nuestro razonamiento a la conclusión de que las autoridades no deban seguir con especial interés la conducta de los bancos. Por ser los prestamistas más asequibles, son especialmente importantes desde el punto de vista de la liquidez total, y una autoridad monetaria que se encontrase en una postura difícil podría muy bien decidirse a actuar directamente sobre los bancos. Esta acción debería no obstante ejercerse sobre los préstamos bancarios.

i) Las autoridades monetarias pueden también decidir en determinadas ocasiones, especialmente si se encuentran con restricciones en su manipulación de los tipos de interés, actuar directamente sobre otros puntos vulnerables de la estructura de la liquidez. Cualesquiera medidas de este tipo están llamadas a tener importantes efectos direccionales, cuya conveniencia habrá de ser objeto de consideración.

398. De acuerdo con esta interpretación de cómo funciona el mecanismo monetario vamos a pasar revista a los acontecimientos ocurridos desde 1951, considerando hasta qué punto la acción de las medidas monetarias en este período ha sido afectada por circunstancias que pueden haber sido transitorias, y a formular sugerencias acerca de su uso futuro.

EL USO DE LAS MEDIDAS MONETARIAS DESDE 1951: HISTORIA.

399. Al hacer un examen sistemático de la experiencia en el uso de las medidas monetarias, vamos a limitarnos a los años trans-

curridos a partir de 1951. Consideraciones prácticas evidentes—el tiempo limitado de que disponemos, la creciente escasez de estadísticas y el grado decreciente de confianza en las memorias a medida que uno se adentra en el pasado—nos impuso el establecimiento de dicho límite. Hemos escogido el año 1951 como línea divisoria, no porque entonces se produjese un cambio en el Gobierno, sino porque el período subsiguiente ha sido (según palabras del Ministerio de Hacienda), “un período de experimentación, durante el cual se ha tratado de reactivar los instrumentos monetarios, después de una larga etapa durante la cual apenas si se habían usado para influir sobre la economía”. No queremos que se supon-

PRECIOS Y COSTES EN EL REINO UNIDO

1948 a 1958

MEDIDAS ANUALES - 1948 = 100

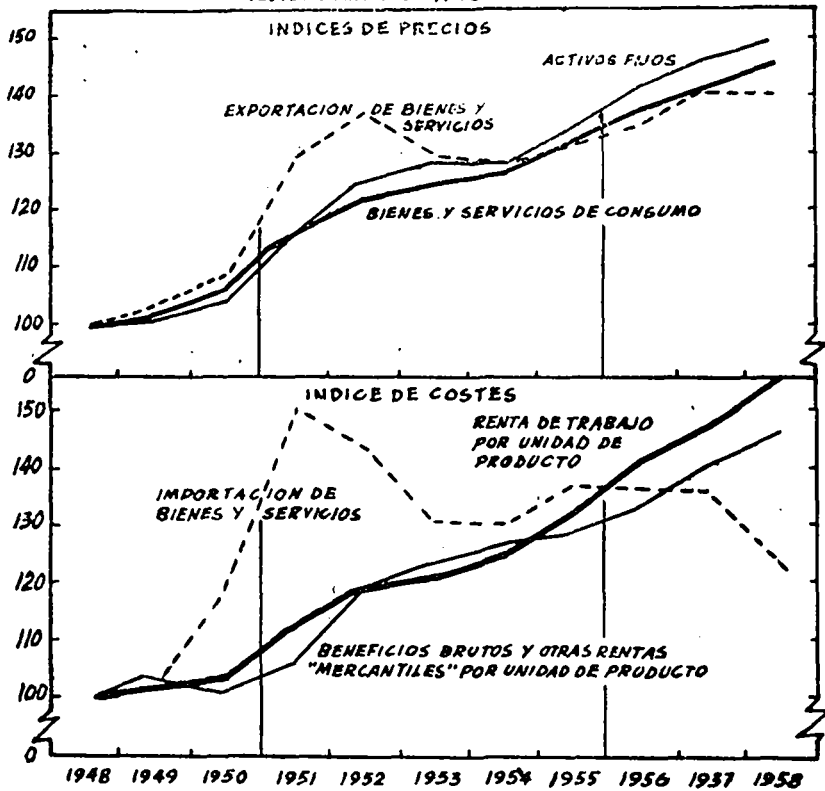


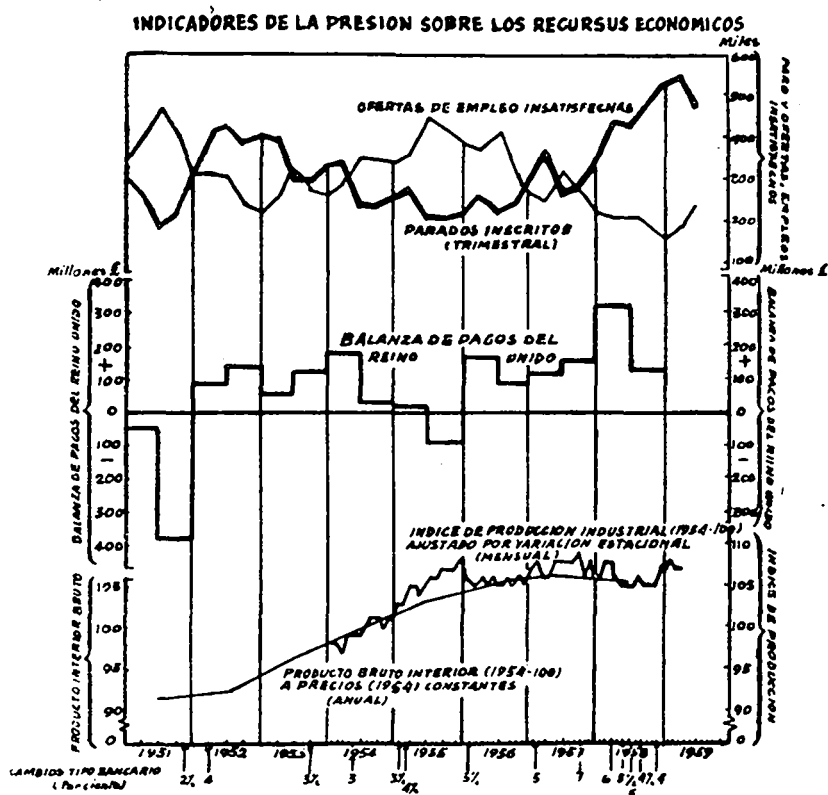
GRÁFICO D

ga, sin embargo, que un estudio de los años anteriores habría carecido de interés. Por el contrario, frecuentemente se han establecido en nuestras mentes comparaciones con los primeros años de la posguerra, y creemos que un estudio detenido de éstos habría sido instructivo. Confiamos que dicho estudio reciba toda clase de apoyo por parte de los círculos oficiales.

400. Pensamos esto con tanta mayor insistencia, ya que en muchos aspectos los acontecimientos de los primeros años de la posguerra constituyeron un marco o infraestructura para los años 1950 completamente distinto de las infraestructuras en cuyo ámbito las medidas monetarias habían actuado con anterioridad. Al final de la guerra, la necesidad de una reconstrucción masiva—de los servicios públicos del país, de sus viviendas, de su equipo productivo—era el objetivo fundamental de la política económica, y esto dió lugar a un deliberado abandono de las restricciones monetarias y a confiar en los controles directos y en las medidas fiscales. Tanto en calidad de instrumento de selección de los proyectos más urgentes, como en la de limitador del gasto, el tipo de interés fué considerado como un instrumento inadecuado. Además, un ministro de Hacienda que tenía que enfrentarse con una deuda nacional mucho más importante en relación con la renta nacional que la de 1959, tenía que sentir directamente la desventaja de los tipos de interés elevados. La política adoptada fué, por consiguiente, la de mantener los tipos de interés a un nivel muy bajo, en tanto que la tarea de distribuir y dirigir los recursos productivos fué encomendada a los controles directos y al presupuesto.

401. A medida que fueron pasando los años, una combinación de circunstancias—fundamentalmente las descritas en el Capítulo I—hicieron que las condiciones de finales de la década de 1940, y especialmente de principios de la de 1950, fuesen menos diferentes del período inmediato a la postguerra de lo que se había pensado. La crisis de la postguerra no se produjo; las necesidades de la reconstrucción ejercieron una profunda influencia sobre la economía, y nuevas fuentes de demanda de equipo capital aparecieron. Frente a esta intensa presión de la demanda, se hicieron esfuerzos destinados a “estirar” la mano de obra, que con tanta

frecuencia constituía el factor limitativo. Del compromiso general de no permitir que el paro llegase a ser importante en el país, se pasó al más positivo de utilizar totalmente la fuerza de trabajo disponible. En un mercado de mano de obra sometido a una alta



presión, la elevación del coste de los productos alimenticios importados, especialmente los derivados de la escasez mundial de los años 1945-47, la devaluación de 1949, y por último Corea, alentaron una continua serie de elevaciones de salarios. La inflación de precios asociada a la misma se desató sin encontrar barreras monetarias. Aunque de 1947 en adelante se permitió la elevación de los tipos de interés a largo plazo (de hecho se elevaron tan deprisa como en los primeros años de la década del 50), estaban todavía a un nivel

relativamente bajo, y la fuerte fiscalidad amortiguó la eficacia del interés. Además, gran parte de la anormal liquidez derivada de la guerra estaba todavía sin absorber, y dadas las condiciones generales existentes, era inevitable que las instituciones financieras se desarrollasen rápidamente, aumentando así la liquidez de la economía; las sociedades de compra a plazos y las compañías inmobiliarias en particular, estaban creciendo rápidamente. En estas circunstancias, las continuadas restricciones mediante el empleo de controles directos y austeros presupuestos eran inevitables. Hubo tiempo de sobra para que las desventajas de estas medidas se pusieran en evidencia, y era inevitable que más tarde o más temprano se dedicase nueva atención a la posibilidad de aplicar restricciones monetarias más enérgicas que las—muy suaves—que, con carácter auxiliar, se habían venido empleando en los primeros años de la posguerra.

402. Fué, sin embargo, la situación del comercio exterior, más bien que la presión interna, la que motivó el cambio hacia las medidas monetarias, si bien el marco de la inflación interior—y más especialmente la opinión exterior en torno a ella—constituyó parte de la historia. Superficialmente, la situación exterior era motivo de mucho menos ansiedad que en el período comprendido entre las dos guerras. Después de la tensión inmediata a la posguerra y de los crueles caprichos climáticos de 1947, la balanza de pagos corriente, aunque nunca muy sólida, fué raramente adversa; se mantenía un apretado freno sobre las importaciones, y el fabuloso crecimiento de las exportaciones británicas habría desconcertado a los planificadores de la reconstrucción de 1943-45, e incluso a los planificadores del Plan Marshall en 1947. Sin embargo, la situación continuaba siendo sumamente precaria. En conjunto, Gran Bretaña seguía siendo una nación acreedora, pero a corto plazo era, de manera abrumadora, un deudor neto. La balanza comercial no fué nunca lo suficientemente sólida para hacer frente a esta situación, y las reservas se mantuvieron a un nivel peligrosamente bajo. Siempre que bajó la confianza en la libra, o que la balanza de pagos se convirtió transitoriamente en negativa, una crisis del cambio exterior fué casi inevitable. Un grave ataque de este tipo obligó en 1949 a una devaluación que, en opinión de muchos economistas, ejerció una desfavorable influencia al dar un brusco empujón a la espiral inflacionista. La paridad entonces escogida

(2,80 dólares por libra) pudo bien haber sido—sin duda deliberadamente—demasiado baja en relación con los costes comparativos internacionales. Pero no creó en el extranjero una confianza en la libra suficiente para servir de garantía contra las dificultades de los años sucesivos. Durante la situación inflacionista de los años 1949-51, consecuencia en gran parte de la crisis de Corea, que culminó en una renovada debilidad de la esterlina, se temió una nueva devaluación.

403. Por la época en que fué preciso enfrentarse con esta situación, al final de 1951, el aumento de los precios había continuado durante tanto tiempo que se había extendido el temor de una continua caída del valor del dinero, habiéndose extendido asimismo la convicción de la relación existente entre el aumento de los precios en el interior y la debilidad de la libra en el exterior. Fueron estas circunstancias, así como una reconsideración de las otras armas de la política económica, lo que dió lugar a que muchos sectores se mostrasen nuevamente dispuestos a probar las armas monetarias, que habían estado durante tanto tiempo desprestigiadas.

404. Al considerar cómo podría darse nueva vida a la acción monetaria, y al desarrollarla durante los años siguientes, las autoridades se encontraron coartadas por las limitaciones derivadas de la gestión de la deuda pública, en un grado hasta entonces desconocido en tiempos de paz en el Reino Unido. En parte, esta situación fué una herencia de guerra. Aun cuando la gestión del déficit financiero en tiempo de guerra había sido muy hábil, había buscado de una manera bastante deliberada ventajas en tiempo de guerra a expensas de crear dificultades para las amortizaciones después de la misma. Miles de millones de libras se habían obtenido durante la guerra mediante la venta de bonos, cuyas fechas de amortización se habían fijado con la finalidad de atraer a prestamistas industriales y privados que esperaban comprar después de la guerra el equipo y otros bienes que les habían sido negados durante ésta. Los depósitos bancarios y otros activos líquidos en manos del público estaban, por las mismas razones, anormalmente hinchados. A su vez, los Bancos y otras instituciones financieras contaban para hacer frente a sus hinchados pasivos con un extraordinario volumen de valores del Estado a corto plazo, que les había parecido el único posible

sustituto de su normal actividad prestamista al sector privado. Los bancos tenían, entre sus valores del Estado, una importante cantidad de "Recibos de depósitos del Tesoro" (1), que siempre habían sido considerados como una solución de tiempo de guerra; su origen y características hicieron que resultase inadecuado el forzar a los bancos a cambiarlos por valores a largo plazo y fueron eventualmente sustituidos por "Treasury Bills", proporcionando a los Bancos un grado de liquidez, considerado éste desde el punto de vista de los criterios tradicionales, sumamente elevado.

405. Las autoridades tuvieron, por consiguiente, que enfrentarse en los años de la posguerra con una constante y muy considerable corriente de vencimientos, y con un sistema bancario cuyos haberes en "Treasury Bills" y valores a corto plazo le colocaba fuera del alcance de cualesquiera medidas restrictivas normales. Pero esto no era todo. Tanto las autoridades centrales como las locales se habían comprometido en grandes gastos de capital en viviendas y otros objetivos de la reconstrucción, y los programas de equipo de las empresas recientemente nacionalizadas habían de ser financiados mediante la emisión de nuevo papel del Estado. Dadas las prioridades sociales para la reconstrucción generalmente aceptadas, no cabía permitir que el sector público ocupase una posición residual en la economía, absorbiendo únicamente recursos reales en la medida de la fiscalidad que la gente fuese capaz de soportar. Había algunas costosas tareas que era preciso realizar, y el Gobierno estaba obligado a buscar los recursos financieros precisos. Así pues —y éste era, como ya habíamos observado en el capítulo I, uno de los mayores cambios que se habían producido desde los tiempos del Comité Macmillan—, el Gobierno se había convertido en un deudor neto habitual en tiempo de paz; la necesidad de vender nueva deuda, al propio tiempo que tenían que hacer frente a enormes vencimientos de las emisiones de tiempo de guerra, imponían muy serias limitaciones a la libertad de acción de las autoridades monetarias.

406. Cuando, por las razones subrayadas en los primeros párrafos, un nuevo Gobierno se volvió hacia la acción monetaria a

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

finales de 1951, esta liquidez y situación de la deuda limitaron y caracterizaron la acción que se emprendió. En tanto se cursaron instrucciones más restrictivas al Comité de Emisiones de Capital y se acentuaron los "ruegos" análogos a los bancos respecto de sus préstamos, la acción directa destinada a la elevación de los tipos de interés fué escasa. El tipo de interés bancario fué nominalmente elevado del 2 al 2,5 por 100; pero la simultánea introducción de un tipo especial de redescuento para los "Treasury Bills" significaba que el tipo efectivo para préstamos, como último recurso para el prestamista en el mercado de descuento, se reducía de hecho del 2,5 por 100 (es decir, un medio por ciento por encima del anterior tipo bancario) al 2 por 100 (es decir, un medio por ciento por debajo del nuevo tipo bancario). Al propio tiempo el Banco hacía saber que en el futuro ya no remediaría las escaseces del mercado actuando a través del comprador a los tipos de mercado vigentes; por consiguiente, el mercado volvió a encontrarse de nuevo ante el tradicional peligro de tener que satisfacer sus exigencias marginales mediante préstamos a un tipo excesivo. Mediante estas medidas se hizo saber al país que pronto podría adoptarse una política del tipo de interés más positiva. Se permitió que los tipos a largo plazo continuasen su marcha ascendente —la rentabilidad de los consolidados se elevó del 3,86 al 4,07 por 100 durante el último trimestre de 1951— y a los tipos vigentes en el mercado se les concedió una mayor relevancia cuando los tipos aplicados por el Consejo de Préstamos de Obras Públicas a las autoridades locales —que se habían mantenido fijos durante los cuatro años de rentabilidad del mercado en alza— fueron alineados con las rentabilidades del mercado. La única medida nueva —dirigida a la anormal liquidez que habría paralizado cualquier otra medida— fué la "consolidación forzosa" de 1.000 millones de libras en "Treasury Bills". A los poseedores de bonos se les ofreció, hasta un total de 1.000 millones de libras, el cambio por valores amortizables (Serial Funding Stocks) al 1,75 por 100, de los cuales 450 millones vencían en noviembre de 1952; 200 millones, en noviembre de 1953, y 350 millones, en noviembre de 1954. Se dió instrucciones a los bancos para comprar unos 500 millones del total; mediante este golpe se desplazaron 500 millones en los balances de los bancos de los "activos líquidos" a las "inversiones", con lo que el coeficiente de liqui-

dez de los activos se redujo del 39 al 32 por 100. Aun cuando los nuevos valores tenían una vida muy corta, las autoridades confiaban que la reducción del coeficiente de liquidez a un nivel más normal sería un incentivo para los bancos, de carácter convencional, para que siguiesen más estrictamente los requerimientos del Ministro de Hacienda en pro de una restricción selectiva de sus créditos.

407. Durante el invierno de 1951-52 diversas circunstancias apuntaron hacia nuevas y más concretas medidas monetarias. El cambio de la opinión en favor del tipo de interés como instrumento, alentado por las medidas de tanteo de noviembre de 1951, no fué exclusivo de Inglaterra, y tipos crecientes en el extranjero hicieron que el Banco de Inglaterra sintiese la necesidad de elevar los tipos en Londres si se quería evitar que las reservas sufriesen una nueva sangría. Las reservas eran demasiado pequeñas para que pudieran correrse riesgos y la balanza de pagos no parecía suficientemente sana. Existía también la idea (reflejada en el Economic Survey para 1952) de que tipos de interés más altos ejercerían generalmente una saludable restricción sobre la inversión y las presiones inflacionistas en el interior. Cuando el Ministro introdujo, en una fecha excepcionalmente temprana, su moderadamente restrictivo presupuesto para 1952, anunció una elevación del tipo bancario del 2,5 al 4 por 100, y el tipo de los "Treasury Bills" a un 2,75 aproximadamente. El conjunto de las propuestas del Ministro parecía marcar una nueva dirección de la política económica; un alejamiento de las exhortaciones e "insinuaciones de las alturas" que habían caracterizado al año 1951, y un movimiento hacia una mayor confianza en el tipo de interés. Pero las autoridades se mantuvieron al margen del mercado a largo plazo y no hicieron nada que pudiera interpretarse como un intento de controlarle. Solamente varios meses después el interés de los bonos de Defensa fué elevado del 3 al 3,5 por 100; no se introdujo ningún cambio en los otros valores de Ahorro Nacional (National Savings), y en otras direcciones las autoridades, de manera casi ostentosa, siguieron, más bien que dirigieron, al mercado. Apenas si fué sorprendente que la rentabilidad de los Consolidados, que bajo el impacto de los cambios presupuestarios se había elevado hasta el 4,5 por 100 (su punto más alto desde la guerra hasta 1955), cayese hasta un 4 por 100 en los

meses siguientes. Mientras tanto, los bancos continuaban —siguiendo las instrucciones formuladas al final de 1955— limitando sus préstamos de acuerdo con criterios bastante más rígidos acerca de lo que eran los objetivos principales. En febrero de 1952 se impusieron por primera vez restricciones en la compra a plazos de bienes duraderos.

408. El aumento del tipo bancario en marzo de 1952, como en la mayor parte de las ocasiones sucesivas, fué solamente una medida dentro de un conjunto de medidas destinadas a equilibrar la balanza de pagos y a impedir el aumento del volumen de inversión en capital fijo y en "stocks" reales. Sin embargo, otros factores, además de estas medidas gubernamentales, tendían a actuar en la misma dirección en aquel tiempo. Los préstamos bancarios disminuyeron grandemente durante el año. Hacia el final del mismo las reservas empezaron a aumentar. En la época en que el Ministro formuló su presupuesto para 1953 parecía que la situación del cambio exterior era lo suficientemente sana como para permitir la utilización productiva del margen de recursos no ocupados. El presupuesto de abril de 1953 incluía concesiones a los contribuyentes —tanto individuales como sociedades— y el restablecimiento de bonificaciones iniciales destinadas a estimular una reactivación de la inversión en capital fijo en la industria manufacturera. A partir de febrero de 1953 el interés de los "Treasury Bills" disminuyó, en expectativa de una reducción del tipo bancario; las autoridades no se opusieron a esta disminución, y dieron satisfacción a las expectativas del mercado al reducir en septiembre de 1953 el tipo bancario a un 3,5 por 100. Sin embargo, en este momento el tipo especial de redescuento de los "Treasury Bills" (el tipo a que el prestamista puede acogerse en última instancia), que había estado un medio por ciento por debajo del tipo bancario, fué fusionado con éste y, por consiguiente, no cambió; incluso para el mercado, la reducción del tipo bancario fué, por tanto, poco más que simbólica, como cumplimiento de las expectativas del mercado. El tipo de los "Treasury Bills" cayó en un 0,25 por 100, hasta un 2,1 por 100, y durante los seis meses siguientes osciló alrededor de este nivel; el tipo de los depósitos bancarios y el del dinero inmediatamente a la vista disminuyeron solamente en un 0,25 por 100. El cambio proporcionó un ligero

ímpetu al lento declinar de los tipos de los valores de "canto dorado" que había persistido desde junio de 1952; la rentabilidad de los Consolidados cayó del 4,14 por 100 a principios de septiembre de 1953, a 3,91 por 100 al final del mismo.

409. Al principio del año financiero 1954-55 la situación exterior parecía ser relativamente sana; en el interior había habido un considerable aumento de la producción y existía la perspectiva de que el consumo seguiría aumentando. Por otra parte, no parecía haber serio peligro de expansión excesiva que pudiera dar lugar a medidas restrictivas; de hecho hubo cierta ansiedad acerca del nivel de inversión en la industria manufacturera y todavía existía alguna incertidumbre en cuanto a que la recesión en Estados Unidos pudiera dar lugar a un retroceso en la producción industrial de nuestro país. Se deseaba, sobre todo, no estrangular el crecimiento de la economía característico de 1953. El presupuesto de abril de 1954 apuntó, por tanto, "a mantener el equilibrio existente entre el crecimiento de la oferta y la demanda"; pero un nuevo incentivo fué ofrecido a la inversión en el sector privado mediante la introducción de bonificaciones a la inversión. En mayo de 1954 el tipo bancario fué reducido hasta el 3 por 100, y el tipo de los "Treasury Bills", que había estado oscilando en torno al 2,1 por 100 desde septiembre anterior, bajó hasta un nivel de alrededor del 1,6 por 100. La rentabilidad de los Consolidados, que había disminuído lentamente desde septiembre de 1953 a marzo de 1954, descendió desde el 3,76 por 100 al final de marzo de 1954 hasta el 3,67 por 100 al final de junio.

410. Para el Ministerio de Hacienda fué, "de acuerdo con la estrategia general de expansión y estímulo de la inversión privada", con la que "el grado de presión sobre el sistema monetario se redujo en parte". Su decisión fué de "no oponerse a los movimientos del mercado en dirección a tipos de interés más bajos"; los cambios en el tipo bancario nos fueron descritos por parte de los representantes de dicho Ministerio como "siguiendo la tendencia a la baja del mercado". Para el Banco de Inglaterra el enfoque era bastante diferente. El Banco tenía, por una parte, conciencia de la necesidad de alinearse con la tendencia de los tipos de interés en el extranjero. Por otra parte, se daba cuenta de que "la situación

económica general no justificaba un general relajamiento de la política monetaria". Por consiguiente, confiaba en que el hecho de que el primer cambio —la fusión del tipo bancario con el tipo "especial" en septiembre de 1953— no representase ninguna modificación en el tipo de redescuento, animaría al mercado a abstenerse de considerar el movimiento a la baja como una vuelta al dinero barato. El segundo cambio estuvo, en parte, determinado por la tendencia de los tipos de interés en los centros bancarios del exterior y, en parte, por el deseo de flexibilidad. El Banco reconocía, no obstante, que el cambio estaba en línea con el estímulo oficial a la inversión.

411. A lo largo de este período los banqueros siguieron sometidos al requerimiento de limitar sus préstamos a las necesidades "esenciales"; a retirar los créditos destinados a la compra especulativa de valores, edificios o mercancías; y a limitar la financiación de las compras a plazos. Los bancos también habían sido requeridos para no prestar, en general, para fines de capitalización; aquellos que querían obtener préstamos de un banco para la financiación de un proyecto de capitalización, estaban obligados a solicitar el consentimiento del Ministerio de Hacienda a través del Comité de Emisiones de Capital. Dicho Comité no sólo estaba llamado a estudiar el proyecto, sino también las condiciones del préstamo; pero en diciembre de 1953 se decidió suprimir de las atribuciones del Comité el control de las condiciones de dichos préstamos, limitándolas únicamente a formular recomendaciones en cuanto a la finalidad. En julio de 1953 fué levantada a las sociedades y "trusts" de inversión la prohibición de lanzar nuevas emisiones. En septiembre de 1954, las restricciones a que estaban sometidas las sociedades de compras a plazos para obtener préstamos bancarios (que habían estado en vigor desde 1947), y el control de las condiciones del comercio a plazos, fueron suprimidos.

412. Poco después de estas medidas, las autoridades empezaron a darse cuenta de la existencia de síntomas de un incipiente "boom" inversionista; y de un empeoramiento en la situación de las reservas de oro y dólares, que empezaron a declinar en el tercer trimestre, después de haber estado aumentando de manera sostenida durante dos años. Estos síntomas fueron comentados en

discursos del Ministro de Hacienda y del Gobernador del Banco de Inglaterra en octubre de 1954, aunque no se adoptó ninguna medida restrictiva hasta enero de 1955.

413. Mirando retrospectivamente, y con la ventaja de conocer lo sucedido, es fácil decir que en 1954 las autoridades fueron demasiado lejos en el sentido de estimular la demanda, y que fueron demasiado lentas en cambiar de dirección cuando aparecieron los síntomas de inflación. Pero era una situación en la que el diagnóstico era evidentemente difícil. Después de la pausa de 1952, una cierta expansión de la demanda era previsible y también deseable; el nivel de la demanda interna se elevó fuertemente en 1953 y 1954 bajo el impacto de las medidas adoptadas con esta finalidad, como consecuencia de la supresión de mayor parte de los controles físicos todavía en vigor. Esto creó una situación de euforia económica que estuvo estimulada por las declaraciones públicas de los Ministros acerca de las perspectivas de desarrollo económico. Es imposible decir hasta qué punto la demanda adicional sería consecuencia de estas medidas, pero cabía esperar que la supresión de los controles directos y la reapertura de algunos de los principales mercados de productos habría de suponer una mayor carga sobre las medidas monetarias. Por otra parte, no se sabía hasta dónde llegaría la recesión en Estados Unidos, y en qué medida afectaría al nivel de actividad en el Reino Unido; con el recuerdo de las consecuencias de la recesión de 1949 en la memoria, las autoridades de este país habrían estado justificadas en esperar que las repercusiones fuesen más serias de lo que realmente fueron. Sin embargo, cuando discutimos con los representantes del Ministerio de Hacienda y del Banco de Inglaterra esta situación, ambos admitieron que habían subestimado la fuerza del incipiente "boom" inversionista; esto pone de manifiesto la necesidad por parte de las autoridades (y por parte del público) de contar con la máxima y más rápida información posible acerca de los planes de inversión y de su iniciación, y acerca de los niveles de pedidos en las industrias productoras de bienes de equipo. (Volveremos a tratar de este tema en el capítulo X.)

414. Durante los últimos meses de 1954 el Banco de Inglaterra se daba cuenta claramente de que, por sí solo, un brusco aumento

del tipo de interés bancario, si no se adoptaban otras medidas para restringir la demanda de inversión, era más susceptible de alarmar que de tranquilizar a la opinión extranjera, acentuando, por consiguiente la salida de divisas. Sin embargo, en las últimas semanas de 1954 se consideró que un movimiento en el sentido de hacer más restrictivas las medidas monetarias, era necesario; a partir de noviembre de 1954 el tipo de los "Treasury Bills" aumentó cada semana bajo la presión del Banco de Inglaterra, hasta que a finales de enero de 1955 hubo aumentado casi en un medio por ciento. La rentabilidad de los Consolidados aumentó en algo más de un medio por ciento durante el mismo período. En 27 de enero de 1955 el tipo bancario fué elevado en un medio por ciento con la esperanza de que esto "consolidaría los precios del mercado, sin dar lugar a que la opinión, tanto interior como exterior, creyese que se trataba de una medida propia de una crisis".

415. En aquella época la principal preocupación era la situación exterior. El descuento de esterlinas transferibles había aumentado a medida que la confianza extranjera en la libra disminuía al final de 1955, hasta el punto de que desviaciones de las corrientes comerciales habían llegado a ser rentables, y se practicaban en gran escala. A pesar del aumento del tipo bancario, en enero de 1955 la presión sobre el tipo de cambio oficial esterlina-dólar y sobre el tipo de transferencia continuó, y se vió "alentada por la nueva evidencia de movimientos desfavorables" en la balanza de pagos del Reino Unido. El 24 y 25 de febrero fué anunciado un conjunto de medidas; estas medidas estaban destinadas a disminuir la presión de la demanda de consumo e inversión, así como la presión sobre las reservas. El tipo bancario fué elevado al 4,5 por 100. Dado que en los préstamos bancarios el tipo normal para los clientes era superior en un 1 por 100 al tipo bancario, con un mínimo del 5 por 100, fué la primera vez desde la guerra en que los tipos cargados en dichos préstamos fueron alterados de acuerdo con este criterio como consecuencia de un cambio en el tipo bancario. El tipo de los "Treasury Bills" se elevó casi en un medio por ciento. Las restricciones en los préstamos de las sociedades de compras a plazos y el control sobre las condiciones de dichas compras, que había sido suprimido en septiembre de 1954, fué nuevamente esta-

blecido. Pero la medida más importante del conjunto de las adoptadas fué el anuncio poniendo de manifiesto que en el futuro las autoridades apoyarían el tipo de cambio de las libras transferibles. El efecto inmediato de estas medidas sobre el mercado de valores de "canto dorado" fué un cierto fortalecimiento de los precios de estos valores hasta mediados de abril, en que cayeron bruscamente al principio y más moderadamente después; la rentabilidad de los Consolidados, que había sido de un 3,98 por 100 con anterioridad al cambio del tipo bancario, se mantuvo firme alrededor de este nivel en abril, aumentado hasta el 4,23 por 100 a finales de junio.

416. En el primer trimestre de 1955, un importante excedente presupuestario y los ingresos en esterlinas de la Cuenta de Compensación del Ministerio de Hacienda (1), permitieron a las autoridades reducir en 373 millones de libras el total de "Treasury Bills" pendientes de vencimiento existentes en el mercado (de los cuales 350 millones estaban en las manos de los bancos de compensación). Esto dió lugar a que el coeficiente de activos líquidos de los bancos de compensación descendiese al 30 por 100 al final del trimestre. En el trimestre siguiente, aunque las autoridades hubieron de financiar un déficit presupuestario de 304 millones de libras, el volumen de "Treasury Bills" en poder de dichos bancos sólo aumentó en 41 millones de libras, y al final del trimestre su coeficiente de activos líquidos era todavía tan sólo un 30,1 por 100. Pero sus préstamos, que habían aumentado en 127 millones de libras durante el primer trimestre, aumentaron en 162 millones más durante el segundo; los bancos se vieron obligados a vender valores para financiar el aumento, pero pudieron hacerlo con pérdidas de escasa importancia porque (como las cifras que nos han sido facilitadas demuestran) estaban bien provistos de valores del Estado a corto plazo. Estas ventas fueron suplementarias de las de valores realizadas por las autoridades; durante el trimestre el mercado absorbió un volumen de hasta 300 millones de libras de valores de "canto dorado" procedentes de las autoridades y de los bancos.

417. En abril los bancos estaban de hecho actuando a fin de

(1) "Exchequer Equalisation Account" en el original.

revisar las facilidades concedidas en los casos de descubierto; el nivel de los préstamos aumentó porque los clientes estaban girando en gran cantidad, haciendo uso de las facilidades todavía vigentes. El aparente fracaso de la presión sobre la liquidez para impedir el aumento de los anticipos hizo que las autoridades atacasen el nivel de los mismos de manera directa; una carta del Presidente y Vicepresidente del Comité de los Banqueros de Compensación de Londres al "Times", de 30 de junio de 1955 llamando la atención sobre el desco oficial de una mayor restricción del crédito bancario, fué seguida a finales de julio por un requerimiento del Ministro de Hacienda a los banqueros en pro de "una positiva y significativa reducción de sus anticipos durante los próximos meses". Lo que hasta entonces había sido un control meramente cualitativo se convirtió en cuantitativo también.

418. Los aumentos del tipo de interés bancario, los requerimientos en pro de restricciones crediticias, y la presión sobre la liquidez bancaria durante la primera parte del año, contrastaron con un presupuesto en abril de 1955 que, "teniendo en cuenta los recursos de una flexible política monetaria", redujo la fiscalidad y previó un déficit total mayor que el del año anterior. "Los recursos de una flexible política monetaria" fracasaron en el intento de contener el aumento del nivel de la demanda, especialmente en cuanto a inversión en capital fijo y "stocks" (cuyo aumento no había sido previsto por las autoridades), o en cuanto a la balanza comercial desfavorable. En una declaración de fines de julio, el Ministro anunciaba un requerimiento a los banqueros en pro de "una positiva y significativa reducción" en el nivel de préstamos (véase el párrafo precedente), medidas para disminuir la inversión pública, y un aumento del depósito mínimo o cuota de entrada en la compra a plazos de bienes de consumo duradero. Esta declaración dió pie a renovados temores de inflación que motivaron que los precios en el mercado de valores de "canto dorado" cayesen; la rentabilidad de los Consolidados aumentó de un 4,23 por ciento a fines de junio a un 4,44 a fines de septiembre. Se ha sugerido que esta debilidad en el mencionado mercado estaba en gran parte relacionada con la presión de los bancos sobre sus clientes a fin de que vendiesen valores con objeto de saldar sus préstamos; pero las pruebas de que

disponemos no indican que fuese este un factor de importancia. Sin embargo, de acuerdo con las disposiciones entonces vigentes, hubo ocasión para que una importante emisión por parte de una de las industrias nacionalizadas absorbiese los anticipos bancarios; la escasa disposición del mercado para absorber dicha emisión contribuyó, sin duda, a la caída de los precios.

419. Estos acontecimientos en el Reino Unido, y los rumores (surgidos de los informes acerca de las reuniones de la Organización Europea de Cooperación Económica en París en torno al futuro de la Unión Europea de Pagos) de que los márgenes dentro de los cuales los tipos de cambio de la libra podían variar, iban a ser ampliados, dió lugar a una salida de capital a corto plazo que aumentó la tensión estacional de la balanza comercial (que era fuertemente adversa) sobre las reservas de dólares y oro. La presión sobre la libra había disminuído como consecuencia de la firme adhesión del Ministro al tipo de 2,80 dólares en la reunión anual del Fondo Monetario Internacional en septiembre, aunque el déficit del comercio exterior continuase. Un presupuesto especial en octubre, que incluía cambios en los impuestos sobre el consumo a fin de reducir el gasto de los consumidores, y cambios en los impuestos sobre beneficios a fin de moderar la inversión industrial, se combinaba con una limitación de los programas de inversión pública, y con el anuncio de que las restricciones crediticias serían mantenidas. En aquella época las entidades locales también tenían libertad para obtener dinero sobre hipotecas inferiores a siete años, pero se les denegó la posibilidad de recurrir al Comité para la concesión de préstamos para Obras Públicas, a menos que pudieran demostrar que les había sido imposible obtener el dinero que necesitaban a través del mercado; y a las entidades que obtenían préstamos de dicho Comité se les exigía pagar un tipo de interés comparable con la rentabilidad normal de las emisiones de valores de las referidas entidades, más bien que con la rentabilidad normal de los valores del Estado. Estos cambios reducían sustancialmente los gastos del Ministerio de Hacienda por debajo de la raya.

420. A principios de 1956 la situación exterior había empezado a mostrar ciertos síntomas de mejoría, pero en el interior la demanda continuaba presionando contra los límites de la capacidad

productiva, y las autoridades estimaron que la situación requería la aplicación de nuevas medidas para restringir la inversión pública y privada, y los gastos de consumo. Las medidas adoptadas incluían nuevas reducciones en los programas de inversión pública; la supre-

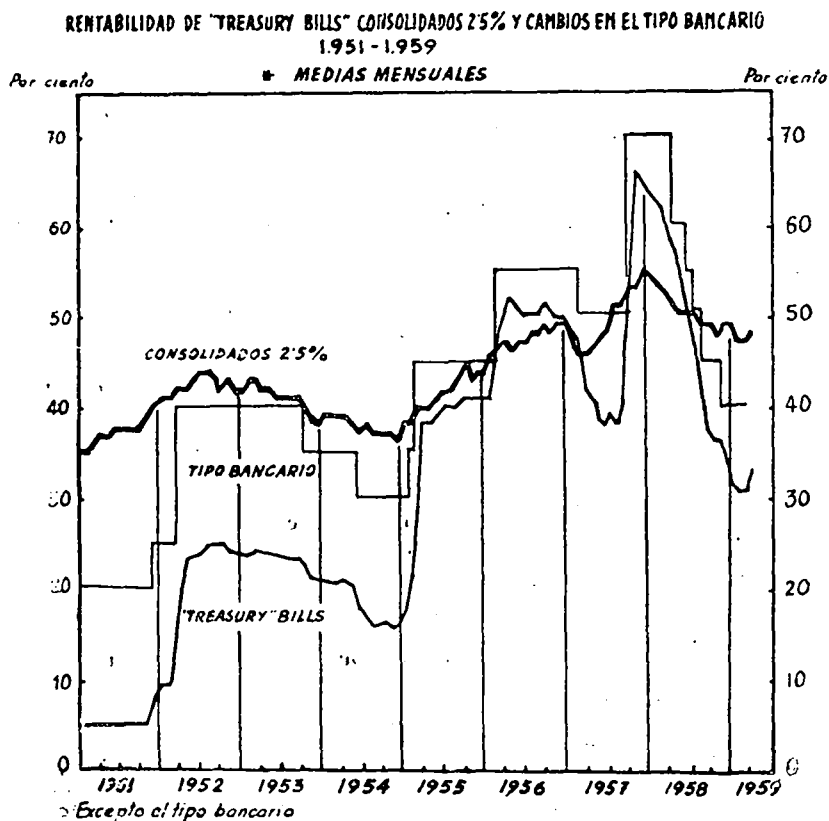


GRÁFICO F

sión de las primas de inversión; requerimientos al Comité de Emisiones de Capital y a los banqueros a fin de que mantuviesen su rigor al estudiar las peticiones de préstamos; una mayor rigidez y ampliación de las restricciones en las compras a plazos; y una elevación de un 1 por 100, hasta el 5,5 por 100, del tipo bancario. El tipo de los "Treasury Bills", que había sido elevado desde un 3,8 por 100 en abril de 1955 hasta casi un 4,1 por 100 en enero

de 1956, aumentó en un 1 por 100 como consecuencia del cambio. La inmediata reacción en el mercado de valores de "canto dorado" fué un pequeño aumento en los precios; la rentabilidad de los Consolidados, que estaba en un 4,76 por 100 la víspera de los cambios, había descendido a un 4,65 por 100 a finales de marzo. El gráfico que figura en la página anterior muestra los movimientos del tipo de interés bancario, y de los correspondientes a los bonos del Tesoro y Consolidados durante el período comprendido entre 1951 y principios de 1959.

421. El presupuesto de 1956 contenía un cierto número de estímulos al ahorro, incluyendo la introducción de bonos de ahorro con prima, y de nuevas emisiones de Certificados Nacionales de Ahorro y Bonos de defensa en condiciones más favorables que los antiguos. El discurso del presupuesto contenía también una explícita declaración acerca de la necesidad de restringir los depósitos bancarios. En aquella época la financiación de las industrias—nacionalizadas—de la energía, el gas y los transportes, fué incluida en el presupuesto; a partir de entonces estas industrias obtuvieron los préstamos de capital a largo plazo que necesitaban del Ministerio de Hacienda, en lugar de hacerlo mediante emisión de valores.

422. A pesar del renovado requerimiento a los banqueros en febrero, y de la reiteración por parte del Ministro de Hacienda de la intención de consolidar, los anticipos bancarios aumentaron durante la primera mitad de 1956, y sólo empezaron a disminuir nuevamente después de que el Ministro adoptó la medida sin precedentes de convocar a los representantes de los bancos de compensación y de las principales asociaciones bancarias a una reunión el 24 de julio, a fin de pedirles que "la restricción de los créditos se prosiguiese con toda decisión". Los objetivos relativos a la consolidación establecidos en el discurso del presupuesto no habían sido alcanzados, y los haberes de los bancos en deuda de próximo vencimiento les permitieron evadir la presión sobre sus anticipos.

423. El alto en la expansión que parecía haberse alcanzado durante 1956 se vió oscurecido durante la última parte del año por las perturbaciones económicas causadas por la nacionalización del Canal de Suez y subsiguientes acontecimientos en el Oriente Medio. Cuan-

do se vió que la crisis había sido superada con menos daños para el comercio exterior y para la economía interna de lo que en algún momento se había temido, las expectativas del mercado en cuanto a una reducción de los tipos de interés se vieron reforzadas; las autoridades "no se opusieron" a una gradual reducción del tipo de los "Treasury Bills" desde un 5,1 por 100 en septiembre de 1956 a un 4,7 por 100 aproximadamente en enero de 1957, en tanto que la rentabilidad de los Consolidados descendió desde un máximo del 5 por 100 en noviembre de 1956 hasta un 4,5 por 100 en enero de 1957; con un mercado en alza las autoridades pudieron obtener algún éxito en la consolidación. El 7 de febrero de 1957 el tipo bancario fué reducido en un medio por ciento "con el carácter de un ajuste a las condiciones técnicas". El Ministro de Hacienda y el Gobernador del Banco de Inglaterra pronunciaron discursos indicando que esto no debería considerarse como una relajación de la disciplina monetaria; y las autoridades dieron instrucciones al agente de cambio del Gobierno para que desalentase cualquier reducción de los tipos de interés a largo plazo, e hicieron una emisión de valores en las condiciones requeridas para confirmar las rentabilidades vigentes en el mercado.

424. Durante la primera mitad de 1957 la economía empezó a reanimarse; hubo una vuelta general a la confianza; los préstamos aumentaron rápidamente, y los gastos de consumo empezaron a subir. La expansión parecía continuar tranquilamente durante el verano, aunque los convenios sobre salarios en la primavera, y una disminución del paro acompañada de un aumento de las ofertas de empleo no cubiertas, dió lugar a temores de que la expansión no se realizase sin subida de los precios. En el verano de 1957 las preocupaciones en el exterior en torno al tipo de cambio se vieron alentadas por estos temores y por los rumores de una revalorización del marco alemán; los movimientos internacionales de capital a corto plazo y los altos y bajos del comercio dieron lugar a que las reservas de oro y dólares disminuyesen en casi 200 millones de libras entre junio y septiembre, a pesar de que había un importante excedente en la balanza de pagos. El tipo de cambio oficial presionaba sobre el límite mínimo de 2,78 dólares por libra, y el tipo para las esterlinas transferibles disminuyó hasta 2,75 dólares. El

19 de septiembre el tipo de interés bancario fué elevado en un 2 por 100, hasta el 7 por 100; los bancos fueron requeridos para que mantuviesen el nivel de préstamos durante los próximos doce meses al nivel medio de los doce meses precedentes; hubo nuevas reducciones en los programas de inversiones públicas; y las restricciones en la concesión de créditos para las peticiones de préstamos del exterior fueron reforzadas. Al mismo tiempo el Ministro de Hacienda hizo una explícita declaración acerca de la decisión del Gobierno de mantener el valor de la moneda incluso a costa de una disminución del nivel de actividad y empleo en el interior; las autoridades alemanas declararon que no tenían intención de revalorizar el marco; y el Director del Fondo Monetario Internacional indicó que no veía ninguna justificación para proceder a un cambio en las paridades de la libra o del marco. El tipo de los "Treasury Bills", que había estado justo por debajo del 4 por 100 a principios de verano, se elevó hasta el 6,6 por 100; la rentabilidad de los Consolidados, que estaba en 4,98 por 100 a fines de junio, y a 5,2 por 100 inmediatamente antes del cambio en el tipo bancario, ascendió hasta 5,46 por 100 a fines de septiembre, y los tipos a largo plazo se estacionaron a un nivel próximo al 5,5 por 100.

425. En esta época se puso de manifiesto que otros factores, aparte de las medidas del Gobierno, contribuían a un alto en el ritmo de crecimiento de la economía. Una caída de los precios de las mercancías internacionales era evidente, y las perspectivas de una recesión en los Estados Unidos extendiéndose a este país eran nuevamente objeto de amplia discusión. El nivel de los préstamos bancarios disminuyó aproximadamente en un 5 por 100 durante el último trimestre de 1957; los directores de sucursales de bancos que informaron ante nosotros estaban dispuestos a atribuir esta disminución, no tanto a la elevación de los tipos de interés o a cualquier acción positiva adoptada por los bancos a fin de restringir los créditos después de septiembre de 1957, como a los efectos acumulativos de un largo período de restricción de los mismos, y a las expectativas de los clientes en cuanto a una disminución del nivel de actividad. En los primeros meses de 1958 las fuerzas que contribuían a una reducción de los tipos de interés de los bonos eran muy poderosas; había una brusca caída en el tipo de los "Treasury

Bills" norteamericanos, que hacía interesante el tipo de Londres, incluso descontando los gastos de transferencia; la aparición de nuevos postores extranjeros y la disminución estacional en la oferta de "Treasury Bills" contribuyó a intensificar la competición y ejerció una presión a la baja sobre el tipo de interés. Pero el Banco de Inglaterra hizo uso de sus poderes para evitar que el tipo de los "Treasury Bills" cayese por debajo del 6 por 100, de manera que cuando el 20 de marzo el tipo bancario se redujo al 6 por 100, constituyó una sorpresa para la City. El tipo de los bonos se redujo inmediatamente en un medio por ciento, y disminuyó gradualmente después como consecuencia en parte de ulteriores reducciones del tipo de los bonos americanos. El tipo bancario fué reducido en escalones sucesivos de un medio por ciento el 22 de mayo, 19 de junio y 14 de agosto de 1958; en cada ocasión la caída fué considerablemente anticipada por la reducción del tipo de los "Treasury Bills". Las declaraciones del Gobierno (por ejemplo, el discurso del presupuesto del Ministro de Hacienda) pusieron, no obstante, de relieve que las reducciones del tipo bancario eran un reconocimiento de que los tipos a corto plazo excepcionalmente elevados de septiembre de 1957 ya no eran necesarios, más bien que parte de una política de decidido estímulo de la demanda, y las autoridades se encontraron con ciertas dificultades para evitar una caída de los tipos a largo plazo. Un valor del Estado, amortizable 5,5 por 100 1966, que se suponía podría ser interesante para los bancos, fué emitido en enero, y un Consolidado 5,5 por 100 amortizable 1982-84, destinado a las instituciones de inversión a largo plazo, fué emitido en febrero de 1958; importantes ventas realizadas durante los meses de verano por parte de los organismos gubernamentales que tenían en su haber estos valores, impidieron cualquier disminución sustancial de la rentabilidad de los valores del Estado a medio y a largo plazo por debajo del nivel del 5,5 por 100 establecido después de la elevación del tipo bancario al 7 por 100.

426. En 1958 los síntomas de una modesta recesión en este país eran evidentes; el nivel de la producción había disminuído durante el segundo trimestre, y las cifras de paro no consiguieron mostrar la acostumbrada mejora estacional de la primavera. Las autoridades empezaron a moverse, al principio cautelosamente, a fin de es-

timular la actividad; aunque el tipo bancario no se redujo por debajo del 4 por 100, las restricciones del crédito bancario fueron totalmente suprimidas en julio de 1958; por primera vez desde antes de la guerra los bancos fueron libres de prestar todo lo que quisieran, excepto para fines puramente especulativos. El uso que hicieron de esta libertad se demostró rápidamente, mediante la introducción de sistemas de préstamos personales, y por un considerable aumento del volumen de sus préstamos. Las restricciones en las condiciones de las compras a plazos fueron suavizadas en septiembre y suprimidas en octubre. En julio de 1958 el control de las emisiones de capital fué también suavizado, y en febrero de 1959 se dió una explícita y general libertad (excepto para las emisiones en el exterior y para las emisiones de obligaciones amortizables con fines de capitalización de beneficios o reservas) para dichas emisiones; el radio de acción del Comité de Emisiones de Capital se redujo, por tanto, a las emisiones del exterior, ya que dicho Comité había sido relevado en julio de 1958 de la obligación de informar acerca de las peticiones de autorización de emisiones. El presupuesto de abril de 1959 incluía grandes concesiones fiscales a fin de estimular la demanda de inversores y consumidores.

(Continuará)

DESARROLLO ECONOMICO

Dentro de la abundante literatura sobre el desarrollo económico se está haciendo ya clásica la conocida obra de RAGNAR NURKSE, "Problemas de formación de capital en los países insuficientemente desarrollados". En ella y sobre el cimiento del llamado "circulo de la pobreza" se construye todo un esquema con vistas a una posible acción práctica que abarca las diferentes ramas de la política económica. Esta política económica tiene un objetivo inmediato: la rotura de ese círculo atenazante que impide el nacimiento de fuerzas expansivas en los países subdesarrollados. Para ello, y manejando ideas ya expuestas anteriormente por YOUNG y ROSENSTEIN-RODAN, se precisa, según NURKSE, una acción simultánea y equilibrada en todos los frentes porque—teniendo presente la ley de Say—si bien una inversión en un sector individual es ineficaz ya que no crea su propia demanda, "un aumento de la producción de un amplio grupo de bienes de consumo, determinado de modo que corresponda a la estructura de las preferencias de los consumidores, sí crea su propia demanda".

Este es, a grandes rasgos, el punto básico sobre el que se apoya la llamada doctrina del crecimiento equilibrado. Posteriormente, en otros estudios, se ha tratado de desarrollar, por otros autores, esta teoría por medio del conocimiento detallado de las características, relaciones y reacciones de las economías externas. Sendos artículos de FLEMING y SCITOVSKY—publicados en esta revista—han sistematizado de una forma lógica todo el aparato conceptual de dichas economías externas.

A su vez, y como manifestación de la teoría económica en el tema del desarrollo económico, se ha analizado den-

tro de la literatura sobre los criterios de inversión, uno que ha alcanzado bastante difusión: el de la productividad marginal social del capital. Dado que el objetivo primordial de la política económica en los países subdesarrollados debe ser alcanzar un producto social máximo, es indudable, de acuerdo con los postulados básicos de la teoría económica, que esta maximización se logra cuando se igualan las productividades marginales del capital que es el factor escaso en los países de que tratamos. Lo mejor es, por tanto, la difusión del capital en todo el sistema económico.

Como puede verse por las anteriores aportaciones—que no son, ni mucho menos, todas las militantes en el bando de la doctrina del desarrollo equilibrado—los medios por ellas propugnados parecen ser consistentes con los armazones teóricos diseñados.

Todo ello se ha unido, por otra parte, a la utilización de la expresión, sin duda bien sonante, por parte de determinadas personas o grupos—y que incluso ha alcanzado cierto grado de popularidad—de “llevar a cabo un desarrollo equilibrado”.

Sin embargo, esta teoría se ha visto tiroteada por una serie de francotiradores que han esgrimido unos argumentos al parecer más de acuerdo con la realidad de los países subdesarrollados y, sobre todo, unos argumentos que fundamentan unas medidas y una política cuya eficacia desde el punto de vista del desarrollo económico se muestra muy superior a la que podría lograrse con la política del desarrollo equilibrado.

Así, el criterio de la productividad marginal social es criticado y sustituido por el de la inversión intensiva del capital, ya que lo importante—afirman GALENSON y LEIBENSTEIN—es la altura de la productividad del trabajo. Aparecen en otros lugares doctrinas sobre “polos de crecimiento”, y, por su parte, ROSTOW, examinando la realidad histórica de varias economías, introduce el concepto de “despegue” fraguado por los efectos propulsores de la expansión de determinados sectores clave.

A esta serie de trabajos no directamente elaborados con

vistas a refutar la doctrina del crecimiento equilibrado, se han unido otros cuyo objetivo ha sido la crítica de dicha doctrina.

En primer lugar, como señala HIGGINS, cabe destacar la aportación de SINGER que, desgraciadamente, no podemos presentar a nuestros lectores. No cabe hablar de desarrollo equilibrado en los países subdesarrollados, afirma SINGER, porque para estos es materialmente imposible llevar a cabo tal política. "Mientras que la doctrina del crecimiento equilibrado supone que la relación existente entre industrias es, en su mayor parte, de carácter complementario, la limitación del factor oferta hace que dicha relación sea, también en su mayor parte, de carácter competitivo... los recursos requeridos para realizar la política del crecimiento equilibrado... son de tal orden de magnitud que un país que dispusiera de tales recursos no sería en realidad subdesarrollado." No es que la doctrina sea equivocada—concluye SINGER—sino que es prematura; es aplicable a una etapa subsiguiente de crecimiento sostenido más que a la rotura de un punto muerto.

Sobre este golpe certero de SINGER se ha acumulado posteriormente la meritoria obra de HIRSCHMAN: "The Strategy of Economic Development", que adopta ya una postura decidida—y no resultado ante un mal menor—en favor del crecimiento desequilibrado como estrategia óptima para lograr el crecimiento económico. De dicha obra hemos recogido dos capítulos, aquellos que se refieren más explícitamente a la controversia que nos ocupa. Sin embargo, HIRSCHMAN no sólo se limita a exponer los argumentos que hemos vertido al español, sino que en otra serie de capítulos señala de una forma concreta las rutas de una política económica a través de los sectores económicos fundadas en la doctrina del crecimiento desequilibrado.

Finalmente, presentamos también el importante artículo de STREETEN que, como el lector podrá comprobar, significa una revisión del estado de la cuestión con puntos de vista originales del mayor interés. Así señala éste las condiciones estructurales que precisan de una actuación

desequilibrada o asimétrica, condiciones que son precisamente las que, en general, se registran en los países subdesarrollados. Al igual que HIRSCHMAN, si bien de forma menos concreta, se sumerge STREETEN en el difícil campo de las prioridades de inversión, etapa lógica subsiguiente si se establece la necesidad del crecimiento desequilibrado.

Con estos trabajos que publicamos en este número y los ya aparecidos en otros anteriores de la REVISTA DE ECONOMIA POLITICA, creemos que el estudioso español dispone de las aportaciones más caracterizadas dentro de la controversia en torno al crecimiento equilibrado VS. crecimiento desequilibrado.

JAVIER IRASTORZA REVUELTA