

¿RETORNO A LA ORTODOXIA MONETARIA?

LA esencia de una política monetaria ortodoxa fué, en otros tiempos, de índole fundamentalmente *contra-inflacionaria*. ¿Cómo se curaba la inflación en una economía que respondía a la política monetaria ortodoxa? En líneas generales, la inflación, en un determinado país, implicaba que se diesen los movimientos siguientes: 1) estampida del oro hacia otros países con precios más bajos; 2) alza inmediata del tipo de interés; y 3) baja de los precios nacionales. Estas tres condiciones suponían *reducidas fluctuaciones de los cambios en ambas direcciones*, esto es, a la baja o en el sentido del alza. La política fiscal permanecía neutra.

Al producirse la gran depresión de los años treinta, la severidad de una crisis no local sino internacional y de largo plazo, exigió un cambio de fondo en la política monetaria y en la fiscal: 1) la tasa del interés se redujo en forma muy general; 2) los cambios se ajustaron hacia abajo mediante fuertes devaluaciones; 3) se abandonó el uso del oro como patrón internacional; 4) a la estricta competencia internacional sucedió una amplia protección de las industrias nacionales; 5) la política fiscal dejó de ser neutral y las Haciendas entraron a paliar los efectos del ciclo económico. *Pero así como una política ortodoxa era, en su tiempo, contra-inflacionaria, la política no ortodoxa ha resultado ser pro-inflacionaria en grande escala. Política antidepresiva, la no ortodoxa, su valor estabilizador de la economía mundial ha sido nulo.*

LA INFLACION NO SE DETIENE

No intentaremos seguir el curso inflacionario desde la caída del patrón oro en 1931. Limitemos esta reseña a los últimos pasos que, desde el inicio de la guerra de Corea, viene dando este proceso gigante. Por ejemplo, el "Federal Reserve Bulletin" de diciembre nos facilita algunos datos sobre la expansión habida en el campo del dinero y del crédito, así como en los precios, especialmente del lado europeo.

CUADRO NUM. 1

PAISES	OFERTA DE DINERO		CREDITO BANCARIO	
	Jul.-Dic.	Ene.-Jun.	Jul.-Dic.	Ene.-Jun.
	1950	1951	1950	1951
Bélgica	1.0	1.1	23.4	4.2
Dinamarca	- 0.3	- 1.1	2.7	3.5
Francia	10.3	6.3	7.0	12.0
Alemania occ.	10.6	3.3	22.9	- 0.9
Italia	15.9	- 2.8	20.9	5.4
Holanda	- 1.7	- 4.4	8.7	17.8
Noruega	- 4.5	8.5	4.3	15.7
Suecia	7.0	2.4	7.7	7.4
Inglaterra	6.5	- 2.2	- 0.3	14.5
Estados Unidos	6.8	- 2.5	16.1	4.9

FUENTE: International Monetary Fund, International Financial Statistics.

La expansión ha sido alimentada en Francia, Alemania, Italia y Suecia por el procedimiento de aumentar la oferta de dinero; Inglaterra, Bélgica y Noruega han sido países moderados en aumentar dicha oferta. Las facilidades de crédito han crecido en Dinamarca, Francia, Holanda e Inglaterra. Por comparación, en Estados Unidos dinero y crédito han declinado. El cuadro núm. 1 nos da las cifras de tales movimientos.

Esta expansión monetaria ha influido en la carrera de los precios, la cual también ha sido más elevada en la Europa occidental que en Estados Unidos, como puede verse a continuación:

CUADRO NUM. 2

	PRECIOS					
	AL MAYOREO			AL MENUDEO		
	1950 Sept.	Dic.	Marz.	1951 Jun.	1951 Sept.	1951 Sept.
Bélgica	114	120	131	130	127	113
Dinamarca	106	116	127	138	132	115
Francia	108	117	130	133	133	124
Alemania Occ.	104	110	122	125	125	111
Italia	109	116	122	120	116	111
Holanda	104	112	126	127	124	112
Noruega	109	113	120	130	130	120
Suecia	102	113	129	137	137	119
Inglaterra	106	114	122	125	127	113
Estados Unidos	108	112	117	116	113	110

FUENTE: Federal Reserve Bulletin, diciembre 1951.

Abundando en el problema de los precios, tomamos de *The Economist* (Londres, diciembre 8, 1951), que entre junio de 1950 y agosto de 1951 los precios al menudeo de cinco países europeos (Austria, Francia, Islandia, Noruega y Suecia) han subido por encima del 20%, y en nueve países (incluyendo a Bélgica, Inglaterra, Canadá y Estados Unidos) el aumento es del 10 al 16%.

REACCION ORTODOXIA

Visto que la inflación está siendo una enfermedad incurable para la economía mundial, y de que la política

fiscal no reduce sino que incrementa este grave mal, ya desde la terminación de la segunda gran guerra viene progresando una amplia reacción ortodoxa a favor de 1) manejar la tasa de interés en forma moderadamente alcista; 2) permitir mayor libertad al oro; 3) conceder relativa flexibilidad a los cambios; y 4) confiar mucho menos a la política fiscal el trabajo de compensar los movimientos del ciclo. Examinemos más en detalle los tres primeros puntos de esta reacción ortodoxa.

LOS MOVIMIENTOS DEL INTERES

El interés había declinado a partir de 1931 en casi todos los países del mundo; la baja se ha sostenido en los rendimientos de los valores hasta 1950 sólo en ciertos países privilegiados, como puede verse en el siguiente cuadro:

	RENDIMIENTOS EN %	
	1938	1950
Estados Unidos	2.5	2.4
Suiza	3.2	2.8
Noruega	3.4	3.1
Australia	3.8	3.1

Esta tendencia bajista, como decíamos, no ha podido ser uniforme para todos los países. Tomando el caso de Inglaterra, la tendencia bajista quebró en 1946, iniciándose una reacción de alza que, desde entonces, ha sido ininterrumpida. Veamos la tabla de valores ingleses que se expresa a continuación:

	TIPO DE INTERES Y RENDIMIENTO EN %					
	Junio 1931	Dic. 1932	Julio 1933	Junio 1945	Nov. 1946	Abril 16 1951
VALORES DEL GOBIERNO "IRREDIMIBLES"						
2½% consols.	4.17	3.38	3.30	3.00	2.53	3.76
2½% Tesoros					2.50	3.76
Empréstitos obras públicas, 60 años	4.75	4.00	3.62	3.25	2.50	3.00
Corporación hipotecaria para la Agricultura	5.00	5.50	4.25	3.50	3.50	4.00
VALORES DEL GOBIERNO "PLAZO MEDIO"						
5% empréstito de conversión 1944-64	4.36	3.49	2.49	...	...	...
4% empréstito de conversión 1960-90	...	...	3.15	2.85	2.25	3.54
3% Bonos de Ahorro. 1960-70.	...	...	...	3.00	2.25	3.42
Depósitos Bancos Ahorro.	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Certificados de Ahorro Nacional	4.14	3.35	2.92	3.17	2.66	3.05
Bonos de la Defensa.	...	...	...	3.09	2.59	3.00
Recibos de depósito del Tesoro.	...	...	...	1.12	0.62	0.62
Letras del Tesoro.	2.16	1.04	0.52	1.00	0.51	0.51

FUENTE: Midland Bank Review. Mayo 1951.

Como puede observarse por esta estadística, la tendencia a la baja de rendimientos de los valores del gobierno inglés fué persistente entre 1932 y 1946, pero esta tendencia se manifestó al alza desde 1946, habiendo sido bastante violenta en los últimos doce meses.

En otra serie de países-clave los rendimientos de los bonos gubernamentales han sido al alza:

	RENDIMIENTOS EN %	
	1938	1950
Holanda	3.0	3.3
Suecia	2.3	3.4
Gran Bretaña	3.2	3.4
Bélgica	4.5	4.5
Dinamarca	3.9	4.8
Alemania Occidental	4.3	5.8
Italia	5.3	6.2
Francia	5.3	6.5

Por contra los países en desarrollo han manifestado tendencia al descenso:

	RENDIMIENTOS EN %	
	1937	1951
Argentina	4.99	3.26
Brasil	6.29	7.24
Chile	8.48	8.33
Colombia	8.73	6.66
Perú	7.99	7.32
Uruguay	5.09	5.31

FUENTE: Monthly Bulletin of Statistics—United Nations—Diciembre 12 de 1951.

De los seis países que figuran en esta tabla sólo Brasil y Uruguay han incrementado los rendimientos; los otros cuatro países han reducido beneficios en sus valores oficiales. Como se sabe, México lo podemos incluir entre aquellos países en desarrollo que últimamente han reducido sus tipos de interés en valores afectos a la garantía estatal.

Pero la clave de la tendencia alcista en materia de interés, lo ha experimentado principalmente el sector bancario, con sus tipos de descuento a corto plazo.

Mantienen tipos estables de interés: Noruega, que no lo ha modificado desde enero de 1946, Portugal que lo mantiene invariable desde enero 12 de 1944; España no lo ha cambiado desde marzo 23 de 1941 y Suiza que también lo mantiene invariable desde 26 de noviembre de 1936.

Respecto de los Estados Unidos, y refiriéndonos a los últimos cambios experimentados en préstamos comerciales, indiquemos que el 18 de diciembre último los bancos neoyorquinos anunciaron la elevación desde el 2¾ que regía, al tipo nuevo de 3%. Esta elevación es la cuarta en los últimos 15 meses, habiendo ocurrido la anterior en octubre de 1951.

En cuanto a Inglaterra el último aumento de la tasa bancaria de 2 a 2½% se aplica solamente al papel comercial de siete días. Para las letras del Tesoro de siete días, a las cuales se venía aplicando desde 1945 el tipo

de $\frac{1}{2}\%$, la elevación es hasta 2% . En el papel comercial se deja a la banca el criterio de aplicar la nueva tasa de acuerdo con la calidad del cliente. El restablecimiento del principio clásico, por el cual la banca recobra la iniciativa en materia de interés, es muy significativo. Preséntanos a más largo plazo han aumentado también su tasa de 3 a $3\frac{3}{4}\%$. Todo esto viene a demoler el automatismo aplicado al costo del dinero, un sistema que por más de una década había nulificado el control sobre el volumen del circulante monetario.

CAMBIOS DE LOS TIPOS DE DESCUENTO DE LOS BANCOS CENTRALES

PAIS	Fecha del cambio	Tipo nuevo %	Cambio sobre el tipo anterior
Canadá ...	Oct. 17, 1951	2	+ $\frac{1}{2}$
Italia	Abr. 5, 1950	4	
Holanda ..	Abr. 16, 1951	4	
Dinamarca.	Jul. 4, 1950	$4\frac{1}{2}$	+ 1
	Nov. 2, 1951	5	+ $\frac{1}{2}$
Bélgica ...	Sept. 11, 1950	$3\frac{3}{4}$	+ $\frac{1}{2}$
	Jul. 5, 1951	$3\frac{1}{2}$	- $\frac{1}{4}$
	Sept. 13, 1951	$3\frac{1}{4}$	- $\frac{1}{4}$
Alemania .	Oct. 27, 1950	6	+ 2
Finlandia .	Nov. 2, 1950	$7\frac{3}{4}$	+ 2
Suecia	Dic. 1, 1950	3	+ $\frac{1}{2}$
Turquía ..	Feb. 26, 1951	3	- 1
Chile	Mzo. 28, 1951	8	+ 2
Francia ...	Oct. 11, 1951	3	+ $\frac{1}{2}$
	Nov. 9, 1951	4	+ 1
India	Nov. 15, 1951	$3\frac{1}{2}$	+ $\frac{1}{2}$

FUENTE: Samuel Montagu & Co., Londres-Boletines.

A juicio de *The Economist* (noviembre 10, 1951) estos cambios han sido fundamentales, pero no debe esperarse reduzcan enseguida la temperatura inflacionista en el país. Según esta prestigiosa revista deben ser también restringidos otros canales del préstamo bancario; además, la eficacia de las medidas tomadas en materia monetaria será elevada si promueven un nuevo espíritu de precaución entre los encargados de administrar el crédito. Las medidas tomadas, parecen ser, a juicio de *The Economist* el prólogo de otras menos sobrias, si la necesidad se presenta. Esta publicación dice que las autoridades han arrojado una piedra en la alberca del mercado del dinero; depende ahora de los bancos comerciales dar los pasos necesarios para esparcir la nueva política de precaución entre los negocios.

The Financial Times (noviembre 16, 1951), en su comentario sobre estas reformas monetarias, indicaba que ellas han representado para el mercado del dinero la apertura de un margen de ansiedad en el futuro.

Las gráficas siguientes sintetizan los movimientos del interés en diversos países.

LIBERTAD DE COTIZACION DEL ORO

Como una importante pieza del retorno a la ortodoxia monetaria debemos contar también la libertad de cotización del oro decretada por el Fondo Monetario Internacional en septiembre último. Los mercados que ven-

den oro por encima del precio oficial en Estados Unidos (35 dólares la onza), están ampliando sus operaciones con creciente animación. Hay un constante tráfico de barras de oro en Nueva York a 39.38 la onza, mientras este metal se vende ligeramente por debajo de 40 en Tánger, Zurich, Beirut, Toronto, Ciudad de México, Bruselas, Manila y Milán. En Estambul, Atenas, Estocolmo, El Cairo, Tokio, Londres, París, Macao, Berlín, Tel Aviv y Hong Kong los precios de la onza de oro en barra varían entre 40 y 41 dólares; pero en Madrid, Lisboa y Casablanca su precio es de 42 y en Bombay aún mayor. El oro amonedado se cotiza más alto que el oro en barras.

La libertad de contratación del oro, (de seguir irremisiblemente la tendencia inflacionista mundial) camina hacia un retorno al oro como patrón. En la actualidad, se puede decir que en el Medio y en el Extremo Oriente ya el oro es patrón invisible de los cambios, compartiendo en cierta forma este papel con el dólar de los Estados Unidos, patrón visible mundial en materia de cambio de monedas.

LA ESTRATEGIA SOBRE CAMBIOS

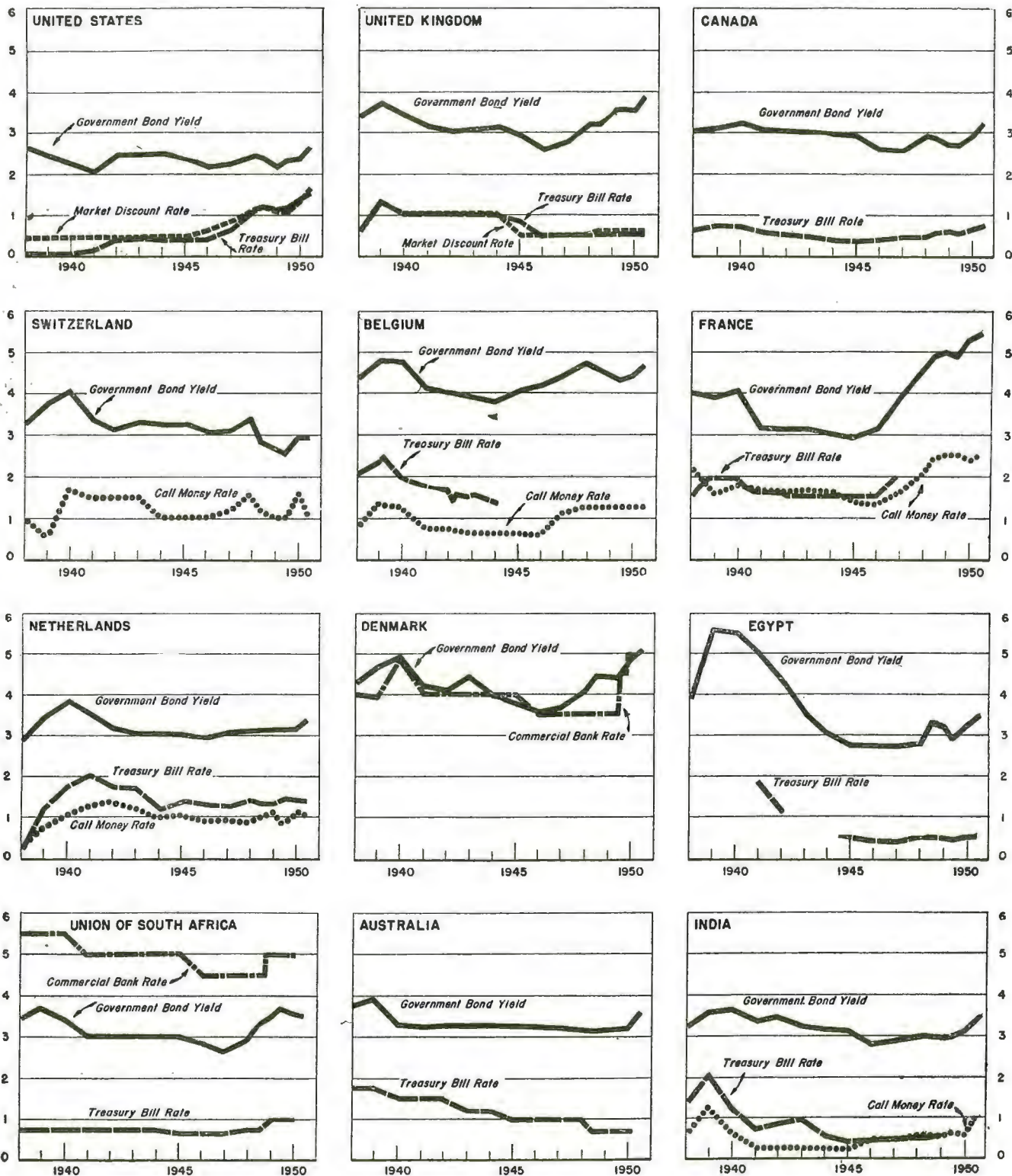
Frente a los cambios poco o nada flexibles, doctrina que prevaleció al constituirse el Fondo Monetario Internacional en 1947, una tendencia se ha manifestado de retorno a la ortodoxia, es decir, a favor de cambios más flexibles.

Paul Einzig, en su crónica londinense del *Commercial and Financial Chronicle* (octubre 25, 1951) decía que "la tarea de los gobiernos en el papel de escoger entre una excesiva rigidez y una excesiva elasticidad no es, desde luego, envidiable... Una posible solución intermedia—de simple compromiso que podría no satisfacer a todo el mundo—sería la de fijar márgenes dentro de los cuales se permitiera cierta fluctuación al cambio... que podrían ser de 10 a 20% de la paridad en cada dirección".

Posteriormente, el "Economic Survey of Europe in 1950", publicado por la Comisión Económica para Europa (Naciones Unidas), levantó cierta polvareda al comentar la estrategia del cambio, cuando decía: "el éxito del empleo de una política relativa al cambio extranjero... depende de dos condiciones: una de ellas implica que la política sobre cambios exteriores sea flexible... más bien con mira a una apreciación que a una "revalorización", visto que es un error intentar establecer cambios fijos en una economía mundial particularmente fluctuante". Más adelante, en el mismo informe, la aludida Comisión, añade que "en ausencia de una política flexible en materia de cambios exteriores las variaciones cambias tendien siempre a moverse en una sola dirección: hacia abajo".

Los hechos han caminado en la dirección preconizada por Einzig y la Comisión Económica para Europa, por lo menos en el caso de la Gran Bretaña y el Canadá: en la primera mitad de diciembre último la situación de la libra esterlina en el área del dólar se había hecho pesada.

TENDENCIAS DE LAS TASAS DE INTERES



FUENTE: International Financial Statistics, Dic. 51.

Una crisis de confianza pareció ser el resultado de la propagación de rumores pesimistas sobre esta moneda. El 17 de diciembre se anunció que el Banco de Inglaterra permitía cierta libertad para negociar libras entre un grupo de bancos autorizados. Esta medida era tanto más extraordinaria cuanto que el precio oficial de la libra

había rigido desde 1939. Gran Bretaña no soltaba ahora los controles del todo, pero permitía cierta libertad dentro de márgenes previamente fijados. Los bancos autorizados para operar en cambio extranjero podían comprar y vender cambio extranjero por su propia cuenta, lo mismo a la vista que a plazo, dentro de los límites

aludidos. Donde la medida adquiriría grande importancia era en las operaciones a plazo. El Banco de Inglaterra, durante todo el tiempo que duró el mercado cerrado de futuros, había cubierto las operaciones a plazo con un control estricto, destinado a vigilar el objeto genuinamente comercial de las sumas comprometidas en operaciones de futuros. Ahora el problema cambiaba: desde el 17 de diciembre último, los bancos han podido operar con libertad en futuros, de acuerdo con su propio criterio. La apertura de los mercados de dinero, se dice que ha vuelto a dar a los bancos la vieja camaradería del mercado libre que disfrutaban antes de 1939.

Las noticias que el día 18 comenzaron a llegar de Nueva York sobre estas medidas afirmaban cierta mejoría en la posición de la libra esterlina. El Sistema de la Reserva Federal, actuando como agente del Banco de Inglaterra y del Canadá, entraba en el mercado y su acción se hizo sentir inmediatamente. Al reanudarse los arbitrajes entre Londres, Canadá y Nueva York los importadores de artículos ingleses en el área del dólar se tranquilizaron de momento.

REACCION ORTODOXA EN LOS ESTADOS UNIDOS

El alza del interés en el mercado de dinero y en determinados valores del gobierno de Estados Unidos ha ido acompañado de alarma sobre el debilitamiento del poder adquisitivo del dólar, así como de algunos síntomas de carestía monetaria.

La opinión contra-inflacionaria levantó cabeza en los finales de 1950, cuando una controversia entre el Tesoro y la Reserva Federal acabó en alza de un $\frac{1}{4}\%$ sobre determinado papel gubernamental emitido para retirar otra emisión de tipo más bajo, en tanto que la Reserva Federal dejaba sin apoyo el resto de los papeles gubernamentales. Esta transacción tuvo lugar el 4 de marzo de 1951. En noviembre del mismo año, la Reserva Federal recomendó diversas medidas que debían tomarse voluntariamente por los bancos del sistema, conducentes a restringir las facilidades de crédito y combatir la inflación. Estas medidas voluntarias comprenden restricciones 1) al crédito comercial, 2) a los inventarios ociosos; pero 3) da facilidades a construcciones y negocios que promuevan incremento en la competencia de bienes de consumo incluídos en el esfuerzo de la defensa. En materia presupuestal la Reserva Federal recomendó mayor equilibrio; en materia de créditos hipotecarios las restricciones se han limitado a reducir el por ciento del préstamo vis a vis del valor de cada garantía hipotecaria.

Este ambiente contra-inflacionario está desarrollándose en Estados Unidos a la vista de los peligros que presentaría un desequilibrio presupuestal. Hablando ante la Asociación de Aseguradores Americanos del ramo de vida, reunidos el pasado mes en el Waldorf-Astoria, Mr. Allan Sproul, presidente del "Federal Reserve Bank of New York", recomendó a las compañías de seguros mayores inversiones para absorber la inflación del Tesoro, cuando éste se vea en la necesidad de crear dinero para

continuar el rearme. Al mismo tiempo, Mr. Sproul pedía mayor independencia de la Reserva Federal para coordinar la política de crédito y la política de la deuda nacional, a fin de evitar que el "fetichismo" del dinero barato que viene siguiendo el Tesoro lleve a la economía de Estados Unidos hacia una inflación incontenible.

Por otro lado, Mr. L. Summer Pruyne, vice-presidente del "First National Bank of Boston", en un estudio que ha sido respaldado con la firma de varios directores del Banco de la Reserva Federal de Boston, llamaba la atención (Journal of Commerce de diciembre 20, 1951) sobre los peligros inflacionarios de la política del Tesoro. Mr. Pruyne considera que la Administración está perdiendo oportunidades en el combate contra la inflación, ya que su dirección en materia de gastos gubernamentales, precios agrícolas y salarios, es de lo más pobre.

PASADO Y PRESENTE DE LA ORTODOXIA

Esta postguerra número dos ¿tiende a parecerse a la postguerra número uno? Es mucho afirmar, sin duda alguna, pero no faltan coincidencias contra-inflacionarias en ambos casos.

Hacia 1922, cuatro años después de terminada la primera gran guerra, se consideró urgente combatir la onda inflacionaria producida por los acontecimientos bélicos, principalmente en Europa; en 1925 Inglaterra alcanzó el ápice de la curva contra-inflacionaria por la reintroducción del patrón oro. Las tasas del dinero subieron por todas partes, y los cambios de las tres o cuatro grandes monedas que permanecieron en pie después de la catástrofe bélica, alcanzaron cierta estabilidad que parecía perdurable.

Aquel retorno a la política ortodoxa en materia monetaria conducía —como actualmente— a restablecer un cierto equilibrio perdurable en los cambios extranjeros. Pero sucedió lo que la teoría clásica exige en estos casos, a saber, *que la estabilidad de los cambios se compra con la inestabilidad de los precios nacionales*. Una depresión de precios y empleo mundial puso término en 1931 a la política ortodoxa; así es como desde los años treinta dicha política quedó al garete.

La reacción ortodoxa que practicamos hoy no es tan radical como la practicada por Inglaterra y una gran parte del mundo en la postguerra anterior, pues la reintroducción del oro como patrón no se halla en la conciencia económica de nuestro tiempo —aunque el oro ha ganado batallas decisivas a lo largo de la historia siempre que la inflación ha sido incontenible. Además, no aspiramos a una nueva baja del lado del empleo y de los precios; más bien se espera no agotar peligrosamente la flexibilidad monetaria en los países más débiles.

Pero aunque la dirección de la economía continúe y la ortodoxia monetaria se aplique limitadamente, es casi seguro que, en esta segunda postguerra, y con motivo del alza del interés, libertad del oro y defensa unilateral del cambio por la propia moneda afectada, se agrave el fenómeno de la escasez de cambio internacional.