

# EL EQUILIBRIO MONETARIO Y EL EQUILIBRIO DE LA BALANZA DE PAGOS COMO OBJETIVOS DE LA POLITICA ECONOMICA

## *1.—Introducción.*

En medios cada vez más numerosos se han dado cuenta de la importancia de mantener el equilibrio monetario, es decir, de evitar tanto la inflación como la deflación; se han percatado igualmente de la necesidad de impedir los desequilibrios a largo plazo en la balanza de pagos. No obstante, se halla bastante difundida la opinión según la cual el equilibrio monetario, como objetivo de la política económica, puede y debe subordinarse al objetivo más elevado de mantener el pleno empleo ("full employment").

Los partidarios de esta última tesis admiten, sin embargo, que desde el punto de vista social el mantenimiento del equilibrio monetario constituye un objetivo tan importante como el del pleno empleo. La importancia de este aspecto del equilibrio monetario se deriva del hecho de que tanto la inflación como la deflación entrañan consecuencias sociales inaceptables. Los desplazamientos sociales indeseables en la distribución de la renta real, a consecuencia de la inflación, se consideran justamente como la forma más inícuca posible de tributación, lo cual es suficientemente conocido para que nos dediquemos aquí a examinarlo. Por otra parte, a partir de la crisis de 1930, los males sociales de la deflación, acompañada del paro en masa, han sido lo suficientemente divulgados para que haya que repetirlos de nuevo. Hemos, no obstante, de señalar aquí el hecho de que, a largo plazo, las consecuencias sociales nefastas de la inflación no se limitan a desplazamientos injustificados de rentas. En todos los países que participan activamente en los cambios y pagos internacionales,

una inflación a largo plazo debe provocar inevitablemente un déficit grave en sus balanzas de pagos; lo que lleva, finalmente, a un nuevo equilibrio alcanzado, ya sea a través de una depreciación de la unidad monetaria del país de que se trate, es decir, de una devaluación (lo que implica la aceptación de una pérdida en el valor de la moneda, socialmente inaceptable en principio), o bien, por medio de restricciones severas a la importación (lo que afectará gravemente a los elementos estructurales de la oferta de trabajo). En consecuencia, se puede evidentemente adoptar el punto de vista de que el mantenimiento del equilibrio monetario constituye un objetivo social tan importante como el mantenimiento del pleno empleo. Toda política realizada por las autoridades públicas o por el banco central debe, por tanto, dirigirse a la realización simultánea del equilibrio monetario y del pleno empleo.

Antes de determinar técnicamente los instrumentos de la política monetaria más apropiados para la realización de este objetivo, conviene precisar el concepto, un tanto impreciso, del equilibrio monetario, las relaciones entre el equilibrio monetario y el equilibrio de la balanza de pagos y las condiciones en que puede lograrse a la vez ambos tipos de equilibrio.

Se verá que, en principio, el equilibrio monetario es posible a diversos niveles de producción y de empleo, y que la política económica adecuada debe, pues, tender a un equilibrio monetario que garantice al mismo tiempo el mayor nivel posible de empleo.

## 2.—*El concepto de equilibrio monetario.*

Desde finales del siglo XIX, numerosos economistas han tratado de dar una definición lo más precisa posible teóricamente y que fuese utilizable a la vez en la práctica de las nociones de inflación, deflación y del punto de equilibrio entre ambas, es decir, del equilibrio monetario.

Originariamente, se estimaba que la inflación guardaba relación con un alza del nivel general de precios, y la deflación, con una baja. En estas condiciones, el equilibrio monetario se caracterizaba por la estabilidad de los precios. Según este punto de vista, ya superado en nuestros días, el equilibrio monetario con-

sistía en una "moneda con valor estable"; la inflación, en una baja del poder de compra de la moneda, y la deflación, en un alza.

Sin embargo, en medios cada vez más numerosos se han dado cuenta de que ésta no es una definición adecuada, dado que las modificaciones en el poder de compra del dinero pueden también producirse a consecuencia de la intervención de factores "reales", como, por ejemplo, variaciones en la productividad que modifican el poder de compra de la moneda, sin que pueda propiamente hablarse de perturbaciones en el proceso económico o en el equilibrio monetario.

El mejor ejemplo conocido de un proceso inflacionista coincidente con un nivel de precios bastante estable lo constituye la evolución que tuvo lugar en los Estados Unidos en los años que precedieron inmediatamente a la crisis de 1929, en que la productividad aumentó fuertemente mientras que los precios no variaron apenas. Este hecho demuestra que el equilibrio monetario no puede identificarse exactamente con la estabilidad en el valor de la moneda.

Los economistas suecos, especialmente, se han esforzado en determinar las condiciones esenciales del equilibrio monetario a través de las nociones de "tipo de interés natural", de ahorro y de inversión. Por tipo de interés natural entienden aquel tipo que se formaría en una situación dada si todo el proceso económico, y, por consiguiente, las transacciones en el mercado de capitales, se desarrollaran sin la utilización de la moneda, es decir, en especie. La condición de equilibrio monetario sería entonces que el tipo efectivo de interés, es decir, el tipo del mercado o el coste del dinero se correspondiera siempre con el tipo de interés natural. Sin embargo, se ha podido comprobar cada vez más que el concepto de "tipo de interés natural" no es tampoco utilizable en la práctica. En efecto, se ha tratado posteriormente de hallar la condición esencial para el equilibrio monetario recurriendo a las nociones de ahorro e inversión, las cuales entrañan una grave dificultad práctica, a saber: que el total del ahorro en una economía nacional cualquiera, es decir, la parte no consumida de la renta nacional, debe ser, por definición, dentro del período considerado, siempre igual al total de las inversiones, esto es, a la

parte no consumida del producto nacional bruto. En consecuencia, carece de significación poner como condición del equilibrio monetario la equivalencia, dentro del mismo período, entre el ahorro y la inversión. Así, pues, los economistas suecos se han visto obligados a introducir los conceptos de magnitudes "ex ante" y "ex post". Las magnitudes "ex ante" constituyen anticipaciones o previsiones a lo largo de un período determinado, mientras que las magnitudes "ex post" son las realizaciones efectivas. Por tanto, únicamente de una manera "ex ante" puede existir una diferencia entre el ahorro y la inversión totales. En la teoría sueca moderna, la equivalencia entre el ahorro y la inversión "ex ante" constituye la condición esencial para el equilibrio monetario. Si las inversiones "ex ante" sobrepasan el ahorro "ex ante", provocarán una financiación parcial de aquéllas mediante la creación de dinero nuevo o reduciendo la liquidez del sistema, pudiendo esto dar lugar a un proceso de inflación caracterizado por beneficios inesperados y, sobre todo, por una disminución imprevista de los "stocks". El total de ahorro, comprendiendo en él los beneficios inesperados, será "ex post" siempre igual a las inversiones, teniendo en cuenta las desinversiones procedentes de la reducción de los "stocks". Si el ahorro "ex ante" supera a las inversiones, habrá, por el contrario, deflación; esta situación se caracteriza por pérdidas en las empresas y por una acumulación imprevista de "stocks" invendidos.

Una concepción semejante había sido ya defendida hacia el año 1920 por los economistas ingleses D. H. Robertson y J. M. Keynes, que no utilizaron, sin embargo, la distinción "ex ante" y "ex post". Robertson distinguió los fenómenos "autónomos" o "espontáneos" de los fenómenos "inducidos". Señaló igualmente la posibilidad de un desequilibrio entre el total del ahorro espontáneo y las inversiones de igual carácter. Keynes, por su parte, estableció un criterio "sintomático" del equilibrio monetario, a saber: la ausencia de beneficios y pérdidas inesperados ("Windfall profits and losses"), lo que se indica a veces en la literatura inglesa con la denominación de "beneficios nulos".

Se ha tratado igualmente de establecer como criterio para precisar el equilibrio monetario, la existencia de un nivel constante en el flujo monetario, o sea, en el producto del "stock" monetario.

por la velocidad de circulación del dinero. Sin embargo, este criterio ha sido justamente rechazado por la mayor parte de los economistas, dado que es fácilmente demostrable que en un período de expansión cualquiera la ausencia de desequilibrios monetarios exige precisamente un desarrollo progresivo de la corriente monetaria. Lo mismo cabe decir del criterio basado en una renta nacional constante, que algunos han preconizado durante los últimos años. En efecto, en períodos de expansión, la renta nacional debe experimentar un crecimiento progresivo si se quieren evitar perturbaciones monetarias.

Quizás ningún autor ha descrito de una manera más precisa el concepto del equilibrio monetario que el economista holandés J. G. Koopmans (1). La teoría de Koopmans constituye la mejor literatura económica sobre la materia publicada hasta la fecha, ya que en ella se deduce muy claramente la noción del equilibrio monetario mediante una comparación elemental entre el desarrollo del proceso económico en una "Naturalwirtschaft", por una parte, y una "Geldwirtschaft", por otra. ¿Cómo es posible que en una economía monetaria el proceso económico se desarrolle de una manera diferente que en una economía de trueque? La respuesta es muy sencilla: La moneda provoca una ruptura en los cambios. Por una parte, en una economía monetaria no es necesario que la oferta de productos se encuentre siempre ante una demanda equivalente, dado que el dinero recibido por los vendedores puede ser atesorado o retirado (por el reembolso de los créditos bancarios). Por otra parte, en una economía semejante, no es necesario que la demanda de productos se encuentre siempre ante una oferta equivalente, dado que el comprador puede financiar sus gastos a través de la creación de dinero o mediante un desatesoramiento, es decir, mediante una disminución de sus disponibilidades de caja. Sólo los fenómenos de creación de dinero o de retirada del mismo, de atesoramiento o de desatesoramiento, pueden, en consecuencia, constituir la causa esencial de una diferencia entre el proceso económico en una economía monetaria y en una economía de trueque, y sólo a través

---

(1) Cfr. "Zum Problem des neutralen Geldes", trabajo que formó parte del simposium titulado *Beiträge zur Geldtheorie*, publicado en 1933 por F. von Hayek.

de ellos se puede lograr la deseada "neutralidad" del dinero o, en otros términos, alcanzar el equilibrio monetario. Este último no podrá lograrse *durante un período determinado, nada más que si el total de la creación espontánea y del desatesoramiento espontáneo del dinero es igual al total de la retirada espontánea y del atesoramiento espontáneo del mismo*. El término "espontáneo" es a este respecto absolutamente necesario, dado que el total de la creación de dinero y del desatesoramiento (comprendidos en él la creación de dinero y el desatesoramiento inducidos) es evidentemente igual, por definición, para un período dado, al total de la retirada de dinero y del atesoramiento —comprendidos la retirada de dinero y el atesoramiento inducidos—. En efecto, en tanto que el dinero no se retira de la circulación, todos los medios de pago creados en el curso de un período dado deben ser atesorados en alguna parte. El desequilibrio monetario supone, por tanto, que las fuerzas inflacionistas espontáneas contrapesen exactamente las fuerzas deflacionistas espontáneas. La creación de dinero y el desatesoramiento espontáneo provocan una "demanda neta" inflacionista, es decir, una demanda de productos que no encuentra ninguna oferta correspondiente. La retirada de dinero y el atesoramiento espontáneos provocan un déficit deflacionista de la "demanda neta", en otros términos, una insuficiencia de la demanda con respecto a la oferta de mercancías. El crecimiento de caja provocado por la inflación no es un atesoramiento espontáneo, sino inducido. La disminución de caja provocada por la deflación constituye un desatesoramiento inducido, no espontáneo. Análogamente, en el caso de una financiación por medio del crédito bancario o el reembolso de tales créditos, se puede hacer la distinción entre la creación y la retirada espontáneas y la creación y la retirada inducidas de dinero.

Este criterio del equilibrio monetario se ajusta bastante bien a una economía estática, pero no a una economía dinámica. No implica precios estables, lo que se concibe fácilmente en el caso más sencillo de una elevación de la productividad de un producto dado, cuya elasticidad sea igual a  $-1$ . La suma total pagada por este producto permanece entonces la misma, el equilibrio monetario no es, por tanto, perturbado, por lo que para los demás productos quedará la misma suma de dinero disponible que antes.

La única consecuencia de la modificación de la productividad será la baja de un solo precio, lo que reducirá el nivel general de precios, manteniéndose el equilibrio monetario. Este criterio no presenta la desventaja de un flujo monetario constante. En el caso de un aumento de la productividad, por ejemplo, de una mercancía cuya demanda tienen una elasticidad inferior a  $-1$ , la suma total pagada por esta mercancía aumentará, y si se quiere no perturbar el equilibrio monetario, habrá que aumentar el dinero necesario, ya sea a través de una creación de dinero nuevo, de un desatesoramiento monetario o de un aumento del flujo global. Es evidente que este criterio no implica un nivel constante de la renta nacional. Si, por ejemplo, se introducen más factores productivos en el proceso de la producción—ya sean factores no utilizados o factores nuevos—el total de las necesidades sociales de caja, es decir, de las necesidades globales de liquidez, aumentará. En consecuencia, si no se quiere perturbar el equilibrio monetario, habrá que satisfacer, por medio de la creación de dinero o por el desatesoramiento, estas mayores necesidades de liquidez. Esto significa que, en tal caso (un caso normal para una economía en expansión), el flujo monetario debe aumentar para poder servir de base a un crecimiento de la renta nacional. Por consiguiente, la condición del equilibrio monetario establecida en la teoría de Koopmans puede anunciarse del siguiente modo: el equilibrio monetario exige una adaptación constante de la oferta de efectivo a las necesidades de liquidez del sistema.

La gran dificultad consiste, sin embargo, cuando se quiere utilizar la concepción del equilibrio monetario como objetivo de la política económica, en que la noción teórica abstracta del equilibrio monetario no es jamás utilizable como tal en la práctica. Este inconveniente, inherente a todo criterio puramente teórico del equilibrio monetario, resulta del hecho de que la noción de dicho equilibrio se basa siempre en una comparación de los fenómenos “espontáneos” (“autónomos”) o “ex ante”, mientras que las estadísticas no permiten distinguir los fenómenos “espontáneos” o “ex ante” de los fenómenos “inducidos” o “ex post”. Los resultados de la medición estadística de los fenómenos sociales son siempre dados “ex post”; no existe jamás la posibilidad de extraer inmediatamente conclusiones del material estadístico con

respecto al carácter espontáneo o inducido de los movimientos observados en las magnitudes económicas.

Un método eventual que permite superar esta dificultad consiste en partir de los datos "ex post" y, basándose en diversos síntomas de la evolución económica a lo largo del período estudiado, tratar de alcanzar una hipótesis aceptable respecto al carácter "espontáneo" o "inducido" de los diferentes fenómenos monetarios observados. Este método ha sido aplicado por M. W. Holtrop, presidente del "Nederlandsche Bank", en el análisis de la evolución monetario de Holanda en el año 1953 y publicado en el informe anual de dicha institución bancaria. Este documento establece para los cuatro grandes sectores de la economía holandesa, a saber: las autoridades centrales, los poderes públicos subordinados, los fondos y las cajas de ahorro, las empresas y las economías domésticas, los superávits o déficits de liquidez, en tanto que pueden ser medidos por los datos estadísticos disponibles. El déficit de liquidez es igual al total de la demanda directa de cada sector a las instituciones monetarias, es decir, a la creación de dinero a favor de cada sector, aumentado por las disminuciones de efectivo (2). El superávit de liquidez es igual al reembolso de las deudas con las instituciones monetarias más la acumulación de efectivo. El análisis propiamente dicho consiste entonces en elegir una hipótesis plausible relativa al carácter autónomo (espontáneo) o inducido de los diferentes déficits y superávits de liquidez; de este modo, se puede observar la presencia de fuerzas inflacionistas o deflacionistas en los diferentes sectores de la economía nacional, y llegar a una conclusión relativa al desarrollo monetario del conjunto de la economía del país. La exposición anterior parece claramente establecer la absoluta necesidad de una hipótesis semejante. Para la economía en su conjunto, el total del déficit o del superávit de liquidez, de una manera "ex post", es igual, por definición, al saldo negativo o positivo de la balanza global de pagos, que corresponde a las salidas netas de oro y de divisas hacia el extranjero o a las entradas netas procedentes del

---

(2) No es posible entrar aquí en las complicaciones que surgen del hecho de que "Nederlandsche Bank" tiene en cuenta no solamente la liquidez primaria, es decir, los saldos de caja de los diferentes sectores, sino también la liquidez secundaria.

extranjero. Si se utiliza este análisis en el caso de una economía cerrada, es decir, sin relaciones económicas con el extranjero, el superávit o el déficit total de la liquidez social será siempre nulo, cualquiera que sea la acción desarrollada por las fuerzas deflacionistas o inflacionistas. Esta última consideración muestra una vez más que los datos observados de una manera "ex post" tienen poca significación por sí mismos y, al mismo tiempo, que es necesario llegar a una hipótesis plausible respecto a las diferencias entre fenómenos monetarios autónomos e inducidos. Esto es, que el material estadístico disponible puede dar lugar a interpretaciones bastante alejadas de la realidad. Por consiguiente, no es de extrañar que el análisis realizado por el Presidente del "Nederlandsche Bank" sobre la situación monetaria de Holanda en el año 1953, haya dado lugar a animadas discusiones entre diversos economistas de su país.

Otro método que permite superar las dificultades resultantes de la carencia de un material estadístico adecuado sobre el equilibrio monetario, consiste en encontrar una fórmula aproximada del equilibrio económico general, que, acercándose todo lo posible a la fórmula teórica abstracta, sea igualmente susceptible de observación estadística. En numerosos países se dispone ya de datos estadísticos cada vez más abundantes, relativos a la evolución de la renta nacional y a su utilización (la mayor parte, bajo la forma de cifras anuales, y, a veces, trimestrales). Es interesante investigar una fórmula aproximada del equilibrio monetario, en término de rentas y gastos nacionales.

En principio, es posible traducir la fórmula del equilibrio monetario dada por Koopmans, en términos de ingresos y gastos. Para facilitar la exposición, llamaremos "renta nacional *ex ante*", a la renta nacional nominal de un período determinado, tal como resulta, por una parte, de la situación inicial y, por otra, de las modificaciones "reales" que han tenido lugar en el curso del período considerado en las condiciones de la oferta y de la demanda. En este caso, se puede admitir que el equilibrio monetario, tal como ha sido definido por Koopmans, se mantiene, en tanto que los gastos nacionales permanezcan iguales a la renta nacional *ex ante* (por lo menos, mientras se examine una economía cerrada). En efecto, esta igualdad implica que la oferta monetaria no se ha

modificado nada más que en función de los cambios reales experimentados por la economía nacional. Sin embargo, tenemos aquí de nuevo la noción de "renta nacional *ex ante*", que no es susceptible de medida por los procedimientos estadísticos corrientes. Habrá, por tanto, que recurrir necesariamente a un artificio para lograr una fórmula utilizable desde el punto de vista estadístico. Con objeto de simplificar el problema, supondremos que, para períodos relativamente cortos, las remuneraciones de los factores productivos, comprendidos los márgenes de beneficio, no experimentan grandes modificaciones provocadas por la intervención de factores no monetarios, pudiéndose entonces utilizar el artificio que consiste en suponer que la "renta nacional *ex ante*" es igual a la renta nacional, tal como puede ser calculada ésta para un período determinado, basándose, por una parte, en el volumen de las fuerzas productivas que intervienen en el proceso de la producción y, por otra, en las remuneraciones pagadas a los factores productivos, calculadas al principio del período. En resumen, podemos suponer que la renta nacional corriente es igual a la "renta nacional calculada sobre la base del coste *ex ante* de los factores". La fórmula aproximada se establece, pues, de una manera muy concisa: existe equilibrio monetario en un corto período de tiempo, cuando el total de los gastos nacionales (consumo + inversión) es igual a la renta nacional "*ex ante*". Es únicamente admitiendo esta interpretación como se puede utilizar la fórmula sucinta en el análisis del equilibrio monetario, es decir, estableciendo simplemente la igualdad entre los gastos nacionales y la renta nacional. Sin otra indicación, esta fórmula carecerá, sin embargo, de sentido, dado que, para una economía cerrada, los gastos nacionales son siempre, por definición, iguales a la renta nacional *ex post*. Se debe, igualmente, interpretar de este modo la terminología usual, que utiliza el concepto de *inflationary gap*. Este *gap* debe ser considerado como una diferencia positiva entre los gastos nacionales y la renta nacional *ex ante*. Si la diferencia entre estas dos magnitudes es negativa, se puede entonces hablar de *deflationary gap*.

Se debe siempre tener en cuenta el carácter puramente aproximado de la fórmula analítica anterior. Esta tiene simplemente en cuenta el aumento del volumen de las fuerzas productivas utilizadas, pero prescinde de la influencia de otras modificaciones

“reales” en la evolución económica, particularmente de los cambios en la productividad; además, se tropieza con un obstáculo de principio. No es posible afirmar, en general, que para mantener el equilibrio monetario, una modificación en la productividad debe provocar necesariamente un aumento o una disminución en la renta nacional. Ello dependerá, completamente, de cuál sea la elasticidad de la demanda de aquellos productos cuya productividad se ha modificado, es decir, de que aquélla sea mayor o menor que —1.

Como ya hemos afirmado anteriormente, la fórmula aproximada no es válida más que en una economía cerrada. Es, sin embargo, fácil de aplicar a una economía “abierta”, teniendo en cuenta el hecho de que en este caso los recursos disponibles para el consumo y la inversión pueden ser aumentados mediante importaciones de capital (préstamos contraídos por las instituciones no monetarias y por la venta de títulos) y reducidos por las exportaciones de capital. En una economía abierta, se pueden definir los bienes nacionales como estando constituidos por el total del producto nacional bruto y las importaciones netas de capital (esta magnitud puede ser negativa). Se llega así a la fórmula aproximada siguiente: el equilibrio monetario requiere *la igualdad de los gastos nacionales y de los bienes nacionales “ex ante”*. Si los gastos nacionales superan a los bienes nacionales *ex ante*, ello significa una creación espontánea del dinero y un desatesoramiento, es decir, la aparición de fuerzas inflacionistas autónomas, que exceden de las fuerzas deflacionistas autónomas constituidas por la retirada espontánea de dinero y por el atesoramiento; resultará, pues, una inflación que provocará una elevación de precios y pérdidas de oro y divisas. En el caso contrario, se estará en presencia de una deflación, que se traduce en una baja de precios y en una afluencia de oro y divisas del exterior.

### 3. *Formas de inflación y de deflación.*

Además de una definición clara de las nociones de equilibrio monetario, de inflación y de deflación, conviene igualmente precisar las diferentes causas posibles de la inflación y de la deflación, así como las diversas formas que adoptan los fenómenos inflacio-

nistas y deflacionistas resultantes de estas causas. Esto es particularmente importante desde el punto de vista de una política económica que trate de mantener efectivamente el equilibrio monetario. En efecto, según la naturaleza de las perturbaciones monetarias, habrá que utilizar para combatir las diferentes instrumentos de política económica.

Un crecimiento de los gastos nacionales por medio de una financiación inflacionista puede ser la causa primaria de la inflación. En este caso, se puede hablar de una *inflación de gastos*.

A este respecto, la literatura americana utiliza la expresión *inflationary demand pull*. Por otra parte, la deflación resulta de un retardo entre los gastos nacionales y los bienes nacionales *ex ante*, es decir, de un excedente del atesoramiento espontáneo y de la retirada de dinero. En las economías modernas, la deflación tiene siempre el carácter de una deflación de gastos.

Sin embargo, es igualmente posible que el origen de un proceso de inflación se encuentre en un aumento autónomo de los costes; por ejemplo, en la elevación de salarios lograda a través de la intervención de los sindicatos, o en incrementos autónomos en el margen de beneficios, a consecuencia del reforzamiento de un monopolio por parte de los productores o de los comerciantes. Se trata entonces de una *inflación de costes*, siendo la *inflación de salarios* la forma más corriente y extendida. En la literatura norteamericana se habla a este respecto de un "inflationary cost push". Una deflación autónoma de costes es prácticamente inconcebible en el estado actual de las relaciones sociales.

Lo mismo que la inflación de gastos, la inflación de costes puede tener un carácter general si el alza autónoma de los mismos viene financiada por una creación espontánea de dinero o por un desatesoramiento. La diferencia en la causa primaria del proceso de inflación entraña, sin embargo, importantes consecuencias desde el punto de vista de la forma en que surge la inflación. Una inflación de gastos se caracteriza por una fuerte expansión del volumen de dinero y por una anticipación de aquélla sobre el alza de los precios. Esto no significa que el público o las empresas hayan adquirido el hábito de mantener una elevada liquidez, sino que puede suponerse que una inflación de gastos, provocada por compras excesivas de la industria con objeto de constituir, por ejem-

plo, "stocks" complementarios, vendrá acompañada de una disminución del volumen monetario, especialmente si estas mayores compras se efectúan, en gran parte, en el extranjero. El dinero de nueva creación o el desatesoramiento se destina entonces a la compra de divisas y desaparece, por tanto, de la circulación; si el desatesoramiento se destina a la compra de divisas extranjeras, el volumen monetario disminuirá consecuentemente. Es así que al principio de la guerra de Corea la constitución de "stocks" suplementarios, durante el verano de 1950, dió lugar en algunos países como, por ejemplo, Holanda, a un proceso inflacionista, caracterizado por una contracción del volumen monetario, seguido de una deflación (período de liquidación de los "stocks"), caracterizada por un aumento del volumen monetario interior. Este ejemplo demuestra claramente que habrá que ser extremadamente cauto con respecto a las conclusiones que se puedan deducir del examen de la evolución del volumen monetario existente. En los países que gozan de una gran liquidez monetaria y tienen un coeficiente elevado de importaciones, una disminución del volumen monetario puede constituir, no obstante, un índice de inflación, en tanto que un aumento de este volumen puede ser un síntoma deflacionista. En los países donde, por el contrario, las relaciones aludidas son diferentes, una inflación de gastos se manifestará más frecuentemente por una expansión del volumen de medios de pago. No ocurre lo mismo en el caso de una inflación de costes. La experiencia de la inflación de salarios ha demostrado, sobre todo en Francia, que el alza de salarios está generalmente financiada, al principio, por una disminución de la liquidez, y, más tarde, únicamente por una creación de dinero, en proporciones cada vez mayores. Resulta, pues, que, en el caso de una inflación de salarios, el alza de los precios y de los salarios precede, durante un cierto período de tiempo, a la expansión del volumen monetario; la inflación de costes se manifiesta, en general, por una escasez de dinero.

Desde el punto de vista de la política económica, conviene destacar que la política financiera y monetaria no pueden combatir nada más que las inflaciones y las deflaciones de gastos, siendo ineficaces frente a una inflación de salarios. Teóricamente, las medidas fiscales o la restricción del crédito pueden privar a las em-

presas de los medios de pago necesarios para cubrir los aumentos de salarios; pero, en la práctica, esta política no es factible, dado que introduciría en el proceso económico elementos provocadores de una crisis grave. En tal caso, el remedio sería peor que la enfermedad. La única arma eficaz contra las inflaciones de salarios consiste en la acción de las autoridades sobre los salarios mismos; en cuanto a las otras inflaciones de costes, el único medio de combatirlas consiste en que las autoridades se opongan a las alzas monopolística de precios. Si se quiere evitar una intervención excesiva del Estado en la vida económica y se prefiere una "economía orientada", en la cual las autoridades públicas se abstengan todo lo posible de reducir la libertad en las decisiones individuales y la soberanía del consumidor, renunciando a los métodos de "control directo", tales como la regulación de los precios y el racionamiento, las autoridades tratarán de alcanzar los objetivos sociales generalmente admitidos, influyendo sobre la circulación monetaria a través de una política financiera apoyada en la política monetaria del Banco Central. No obstante, conviene observar que, cuando se trata de mantener el equilibrio monetario, no es posible, en el estado actual de las relaciones sociales, prescindir de una cierta intervención directa por parte del Estado para evitar las elevaciones monopolísticas de costes y de precios. En otros términos, las autoridades deben luchar contra las inflaciones de salarios resultantes de una posición dominante de los sindicatos en el mercado del trabajo.

#### 4. *Naturaleza del equilibrio monetario.*

Otro aspecto importante de los desequilibrios monetarios, que las autoridades responsables deben tener en cuenta, concierne a la naturaleza misma del equilibrio monetario. Por una parte, se puede matener que aquél será un equilibrio estable siempre que todo desequilibrio dé lugar automáticamente a la aparición de fuerzas que tienden a restablecer la situación de origen. Hay numerosos casos en los cuales una perturbación inflacionista o deflacionista tiende a adquirir un carácter acumulativo, y, por tanto, a ampliarse progresivamente. Por otra parte, no se debe permitir que el equi-

librio monetario sea inestable, en el sentido de que una ruptura del mismo en cualquier sentido no ponga en acción fuerzas de sentido contrario, con el riesgo de que, en todos los casos, aparezca un proceso acumulativo de perturbación. A este respecto, sólo se puede afirmar la necesidad de una distinción muy clara entre las *rupturas del equilibrio monetario que sean propiamente reversibles y aquellas que no lo sean.*

Las rupturas del equilibrio automáticamente reversibles pueden producirse, por ejemplo, en el caso de una constitución momentánea y anormal de "stocks" provocada por el temor a una escasez futura. Esta acumulación anormal de existencias, además de provocar una reducción de la liquidez, es seguida, después del agotamiento de aquéllas, por su reconstitución, gracias, especialmente, a una tendencia indecisa de los precios y a la reducción de los "stocks". La experiencia de diversos países, en el curso de los años que siguieron al comienzo de la guerra de Corea, ha demostrado claramente esta reversibilidad automática y el consiguiente ciclo monetario. Se pueden también considerar como movimientos automáticamente reversibles, los movimientos estacionales que se producen, según los casos, no sólo en el sector privado de la economía, sino también en el sector público, como, por ejemplo, a continuación de una acumulación de ingresos fiscales en un cierto período del año.

Se tienen rupturas del equilibrio monetario no automáticamente reversibles, cuando, por ejemplo, las autoridades practican durante largo tiempo una financiación inflacionista o cuando las empresas invierten en inmovilizaciones recurriendo, en gran escala, al crédito bancario. Estas rupturas pueden resultar, asimismo, de una inflación de costes.

La distinción anterior entre perturbaciones monetarias de diferente naturaleza reviste una gran importancia para la política económica, dado que, en principio, sólo aquellas rupturas del equilibrio no automáticamente reversibles exigen una intervención del gobierno y del banco central.

No se debe, sin embargo, perder jamás de vista—y aquí se ve lo particularmente difícil que es la política para mantener el equilibrio monetario—que las rupturas automáticamente reversibles pueden ser inducidas de otras no automáticamente reversibles. Re-

sulta, por tanto, que no es posible impedir que una inflación momentánea, relacionada con un aumento de los "stocks", dé lugar a una elevación de precios y salarios que, en el estado actual de las relaciones sociales, no será, verdaderamente, automáticamente reversible. La necesidad de actuar sobre los procesos inflacionistas automáticamente reversibles depende, en particular, de la medida en la cual el gobierno sea capaz de neutralizar una inflación acumulativa y, sobre todo, una inflación de salarios. En aquellos países donde el gobierno no posee fuerza bastante para impedir el proceso inflacionista, se impone una intervención más rápida, en seguida que se manifiesten los fenómenos inflacionistas automáticamente reversibles, con objeto de evitar una depreciación definitiva de la unidad monetaria imputable a factores monetarios.

##### 5. *Relación entre el equilibrio monetario y la balanza de pagos.*

El equilibrio monetario, que depende de la igualdad entre los gastos de una economía y sus bienes nacionales "ex ante", puede ser calificado de equilibrio monetario interno, en oposición al equilibrio monetario externo, que supone el equilibrio de la balanza global de pagos. Para un período determinado, el saldo de la balanza global de pagos de un país, es, por definición, siempre igual a los ingresos o salidas de oro y de divisas que figuran como saldo de la balanza de pagos. La distinción entre el equilibrio monetario interno y externo no es absolutamente necesaria, siendo dado que se puede, asimismo, distinguir el equilibrio monetario, en el sentido descrito anteriormente, del equilibrio de la balanza de pagos, tal como lo hemos definido.

El mantenimiento del equilibrio monetario en un país no debe, pues, entrañar automáticamente un equilibrio de la balanza de pagos. Los desplazamientos de la demanda internacional implican modificaciones en la relación real de intercambio ("terms of trade"), que pueden, manteniéndose el equilibrio monetario interior, provocar desequilibrios en la balanza de pagos. Pero, en tanto se mantiene el equilibrio monetario, nada se opone al restablecimiento automático del equilibrio de la balanza de pagos, y toda perturbación de este equilibrio suscitará la intervención automática de

fuerzas que los restauren. Esto da lugar a modificaciones de precios y de rentas en el país considerado, que repercutirán sobre los gastos nacionales y que, en el caso de equilibrio monetario, adaptarán los gastos nacionales a los bienes disponibles. La balanza de pagos de un país no puede estar en déficit permanente nada más que en el caso de que este país sufra una inflación continua, en tanto que un superávit en la balanza de pagos sólo podrá mantenerse de un modo permanente en el caso de una deflación a largo plazo. Si el equilibrio monetario de un país no exige, por consiguiente, un equilibrio constante de la balanza de pagos, supone, sin embargo, una estabilidad financiera externa en sentido amplio, es decir, una situación en la cual sólo los desequilibrios temporales de la balanza general de pagos sean posibles, provocando modificaciones temporales en las reservas de oro y divisas.

De estas consideraciones se deduce una importante conclusión para la política económica, a saber: no existe ninguna razón para llevar a cabo una política monetaria y financiera que tienda especialmente al mantenimiento del equilibrio de la balanza de pagos. Una política basada en el mantenimiento del equilibrio monetario, siempre que se vea coronada por el éxito, garantiza igualmente la estabilidad financiera externa, en el amplio sentido en que aquí la hemos definido.

Por otra parte, conviene tener en cuenta que un país que mantiene el equilibrio monetario y el equilibrio de la balanza de pagos no puede estar inmunizado, de una manera permanente contra la influencia de fuerzas inflacionistas y deflacionistas procedentes del extranjero. Así, por ejemplo, cuando la renta nacional nominal aumenta por la acción de fuerzas inflacionistas exteriores, el equilibrio monetario y el equilibrio de la balanza de pagos del país pueden mantenerse por medio de una expansión simultánea de la renta y del gasto nacionales. Teóricamente, se puede, asimismo, concebir el mantenimiento del equilibrio de la balanza de pagos en el mundo entero, en tanto que existen desequilibrios monetarios en ciertos países; la incidencia de aquéllos se distribuye igualmente sobre otros países, sin poder lograr la igualdad entre la renta nacional y los gastos nacionales de los países "afectados". Este fenómeno puede especialmente manifestarse cuando ciertos países "exportan inflación", hacia otros, que ajustan entonces sus gastos

nacionales al nuevo nivel de la renta nacional nominal, aumentada por esta importación; lo que permite a los países que provocan la inflación mantener el equilibrio de su balanza de pagos. Este ejemplo teórico plantea la cuestión de saber si es conveniente mantener simultáneamente en un país, en todas las circunstancias que se presenten, el equilibrio monetario y el de la balanza de pagos, y si, en un caso como el que hemos citado, no será mejor tender a un equilibrio monetario universal, reaccionando contra la importación de fuerzas inflacionistas y deflacionistas exteriores por el juego de las fuerzas interiores (deflacionistas e inflacionistas) compensadoras. Antes de responder a esta cuestión habrá que examinar sistemáticamente el problema de los principios generales de la política del equilibrio monetario.

#### 6. Aspectos generales de la política del equilibrio monetario.

En principio, se puede concebir el equilibrio monetario y el equilibrio de la balanza de pagos a diferentes niveles de la actividad económica nacional y del comercio internacional. Si predominan las fuerzas deflacionistas, se puede reaccionar adoptando medidas que consoliden la deflación por medio de una reducción de costes y, por tanto, de rentas y de gastos. Se alcanza, finalmente, un nuevo equilibrio monetario a consecuencia de una disminución de la renta nacional nominal a un nivel tal que no sea apenas posible reducir todavía más el dinero destinado al flujo de gastos. El nuevo equilibrio está, entonces, basado en un nivel más reducido de la actividad económica, del empleo y de los cambios. La famosa "política de reajuste", que fué aplicada por diferentes países a partir de la crisis de 1930, constituye un ejemplo muy conocido de un proceso de deflación semejante. Por otra parte, se puede concebir que una inflación se desarrolle libremente a costa de graves tensiones sobre el mercado y la ocupación. En este caso, se alcanzará eventualmente un nuevo equilibrio monetario, después de un cierto tiempo, en tanto que las mayores necesidades de liquidez, provocadas por el alza de los precios, serán absorbidas bajo la forma de un "atesoramiento espontáneo" de caja, que constituirá una gran parte del dinero de nueva creación. Este nuevo equilibrio se alcanzará entonces a costa de todos los incon-

venientes sociales que trae consigo una depreciación monetaria progresiva.

Las siguientes normas pueden considerarse como principios generales para una política conveniente del equilibrio monetario. En la medida en que se puede elegir entre diferentes métodos alternativos susceptibles de alcanzar o de mantener el equilibrio monetario, se dará preferencia a aquellos que logren el equilibrio al nivel más elevado posible de actividad económica nacional. En tanto que exista una posibilidad de elección entre diferentes métodos para alcanzar el pleno empleo, se utilizará aquél que garantice este último y al mismo tiempo el equilibrio monetario, a un nivel lo más estable posible.

A éste respecto, es muy importante distinguir claramente dos formas posibles de política financiera y monetaria para alcanzar el equilibrio monetario. Existe, en primer lugar, la "*política de neutralización*", que trata de neutralizar y suprimir, desde el principio, las fuerzas inflacionistas o deflacionistas que tiendan a predominar. Existe también la "*política de compensación*", que trata de oponer a las fuerzas inflacionistas predominantes, fuerzas deflacionistas de igual intensidad y sentido contrario, y viceversa. Es evidente el hecho de que el equilibrio monetario será tanto más estable cuanto más se compensen las fuerzas inflacionistas con las deflacionistas. Esta notoria constatación constituye un argumento de peso a favor de una elección que dé, tanto como sea posible, la preferencia a una política de neutralización sobre una política de compensación. Neutralizando muy rápidamente todas las fuerzas deflacionistas o inflacionistas regulables, que tiendan a predominar, se disminuye el riesgo de ver desencadenarse fuerzas menos fácilmente controlables, contra las cuales no se puede actuar nada más que por medio de una política de compensación, mucho más difícil de manejar. En la vasta literatura sobre la "compensatory fiscal policy", se ha pasado por alto a menudo, desgraciadamente, esta distinción entre política de neutralización y política de compensación.

Desde el punto de vista práctico, la preferencia dada a la política de neutralización significa que, por ejemplo, en presencia de una deflación, el gobierno debe esforzarse por eliminar aquella

a través de una movilización de fondos atesorados, de atraerse el ahorro privado por medio de la emisión de empréstitos públicos a largo plazo y de utilizar los mismos para financiar las déficits en el presupuesto.

Si se recurre inmediatamente a una creación de dinero de carácter compensatorio, el dinero atesorado dejará de ser retenido por sus poseedores en el caso de una reanimación de la coyuntura; este fenómeno creará un factor inflacionista de carácter suplementario, no controlable. Eligiendo una política de neutralización se disminuye, pues, sensiblemente, la acción de influencias incontrolables. *La creación de dinero, en tanto que constituye un instrumento de una política monetaria y financiera de compensación, no debe considerarse sino como un remedio de última instancia, para el caso de que la política de neutralización no dé los resultados apetecidos.*

Así, pues, según hemos visto anteriormente, las mayores dificultades de la política monetaria y financiera consisten en la acción de fuerzas inflacionistas y deflacionistas procedentes del exterior. Si un país "importa" inflación o deflación, a consecuencia de un alza o baja de la renta nominal procedente de la exportación o de un alza o baja del precio de las importaciones y de las exportaciones, no convendrá reaccionar por medio de medidas autónomas interiores de carácter compensador. En el caso de un país que trate de reaccionar contra la importación de una deflación extranjera, practicando una política inflacionista autónoma, sin estar seguro de que los clientes comerciales más importantes seguirán la misma política, se arriesgará a perder rápidamente una gran parte de sus reservas de oro y divisas. Por otra parte, si reacciona contra la importación de una inflación extranjera llevando a cabo una deflación interior comprometerá gravemente su nivel de empleo.

Por las mismas razones, los ajustes para modificar los tipos de cambio implican graves inconvenientes. En efecto, un país que ha padecido una inflación durante un período bastante largo de tiempo puede sentirse inclinado a depreciar su tipo de cambio cuando la inflación amenaza tomar un carácter no auténticamente reversible; por otra parte, la situación del mercado de trabajo de este país experimentará también una contracción. Pero, en este caso,

la depreciación deberá siempre realizarse, ya sea por el país que provoca la inflación o por la colectividad de los países que mantienen relaciones comerciales con el primero, revalorizando su moneda. Para una revalorización aislada, un país que forma parte de un grupo de países podrá, sin duda, atenuar la incidencia de una inflación importada sobre su nivel anterior de precios; pero no podrá recurrir a dicha medida, ya que corre el riesgo de afectar desfavorablemente a su nivel de empleo; la revalorización monetaria "actúa" no sólo en el país que padece la inflación, sino también en todos aquellos países que mantienen relaciones comerciales con el primero. En este orden de ideas, son numerosos los países que recurren a un sistema de tipos de cambio "flexibles". A nuestro juicio, la idea de aceptar de una manera permanente la formación de tipos de cambio fluctuantes debe ser categóricamente rechazada. El argumento decisivo contra los tipos de cambio fluctuantes es que dicha libertad suprime uno de los estimulantes más importantes de la estabilidad monetaria. Durante el largo período en que se ha mantenido los tipos de cambio fijos, todos los países que mantenían importantes relaciones económicas con el extranjero, se han visto rápidamente afectados, en el caso de una inflación, por remesas de oro y divisas hacia el extranjero. Mientras que, con tipos de cambio fluctuantes, esta acción es mucho más lenta y limitada, en tanto que el estímulo para mantener un orden duradero en el campo financiero se ve considerablemente debilitado. La única solución satisfactoria al problema de mantener el equilibrio monetario consiste en una *coordinación internacional de la política financiera y monetaria*. Una coordinación semejante no será, en verdad, viable más que si está basada en acuerdos multilaterales, que prevean sanciones económicas contra los países cuya política financiera y monetaria se desvíe de las normas establecidas.

#### 7. *Los instrumentos de la política monetaria y financiera.*

En cuanto al análisis de las diferentes formas posibles de inflación, se ha señalado ya que, en el estado actual de las relaciones sociales, no se puede prescindir de un elemento intervencionis-

ta en el logro de una política que trata de alcanzar el equilibrio monetario; se trata de la *acción directa de las autoridades sobre los salarios* y, en caso necesario, igualmente sobre ciertos precios. Una política de salarios es absolutamente indispensable para evitar las inflaciones de salarios.

En la medida en que las fuerzas inflacionistas y deflacionistas encuentren su origen en el aumento o en la disminución, respectivamente, de los gastos, la política monetaria, o en el sentido correcto de la expresión, la *política bancaria*, puede ejercer una influencia neutralizadora, en parte, a través de su acción indirecta sobre el volumen del crédito, empleando la *política del tipo de interés*, y, en parte, gracias al *racionamiento directo del crédito*, dando preferencia a una restricción cuantitativa global, con objeto de evitar la intervención directa. Las experiencias recientes han demostrado que el instrumento "clásico" del banco central, es decir, la política del descuento, adquiere algunas veces mayor importancia práctica que la que le atribuían los teóricos. Es cierto que, en muchos casos como, por ejemplo, en períodos de acumulación especulativa del "stocks", la influencia del tipo de interés sobre la demanda de crédito es débil; por el contrario, conviene no perder nunca de vista que las modificaciones del tipo oficial de descuento pueden tener una gran influencia sobre la oferta de crédito de los bancos privados. Sin embargo, el efecto neutralizador de la política monetaria será a menudo insuficiente para mantener el equilibrio monetario. Este es, especialmente, el caso cuando la acumulación de efectivo tiene un carácter inflacionista. En tal caso, el único medio posible es la retirada del dinero excedente por medio de la *política financiera*, es decir, de la política presupuestaria de las autoridades públicas. Se ha subrayado ya anteriormente el alcance relativamente limitado que tiene la *política de los tipos de cambio*. No obstante, en ciertas circunstancias, los ajustes autónomos de los tipos de cambio pueden, en cierta medida, contribuir al equilibrio monetario y los de la balanza de pagos al nivel óptimo de empleo. Si se tiene, por ejemplo, que la situación de un país es tal que el equilibrio monetario no puede alcanzarse sino por medio de un paro muy extendido, una modificación de los tipos de cambio constituye el instrumento más adecuado para salir de dicha situación embarazosa. En cierto grado, el mantenimiento de los

tipos de cambio puede ser a veces útil para combatir la "importación" de una inflación extranjera.

Entre las cuatro modalidades señaladas de la política financiera y monetaria (la política financiera del Gobierno, la política monetaria del banco central, el control directo de los salarios y la política del tipo de cambio), la política financiera adquiere indiscutiblemente la máxima importancia desde el punto de vista cuantitativo, puesto que se ocupa más especialmente de los flujos monetarios. Esto justifica la conveniencia de dedicar un mayor examen a la política financiera.

En lo que concierne a la integración de las finanzas públicas y la política del mantenimiento del equilibrio monetario, se puede distinguir la política basada en el desarrollo estructural a largo plazo, de la que trata de impedir la ruptura del equilibrio, cuyos efectos son a corto plazo.

Dediquemos ahora unas palabras a la política que trata del desarrollo estructural equilibrado. En una economía en desarrollo el volumen monetario debe, evidentemente, experimentar una expansión progresiva para satisfacer las necesidades crecientes de liquidez del sistema. A este efecto, las autoridades no tendrán casi que intervenir, porque un sistema bancario moderno garantiza, generalmente, una elasticidad suficiente de la oferta monetaria. Pero un equilibrio, para que sea estable, exige más, dado que las reservas líquidas no son únicamente requeridas bajo la forma de dinero, sino igualmente bajo la forma de diversos activos realizables, de segundo o tercer orden de liquidez. Por tal motivo, habrá que vigilar también que la oferta de liquidez de segundo y tercer orden se ajuste de una manera permanente a las necesidades diversas de los diferentes grupos de poseedores, para que se alcance la mayor estabilidad posible en la posesión de los diferentes activos. A este respecto, la *política de la deuda*, dependiente de las autoridades centrales, puede jugar un importante papel en la regulación de la política de los empréstitos, de tal modo, que la oferta de las diversas categorías de títulos de la deuda pública correspondan a una situación normal; es decir, a una estructura de los activos disponibles que se consideren como normal durante un largo período de tiempo. Favoreciendo la mayor estabilidad posible en la posesión de las diferentes categorías de títulos de la deuda

pública, se limita el peligro de "monetización" (transformación en dinero de fondos públicos reembolsados por las entidades emisoras), y de "desmonetización" de la deuda pública.

En lo que concierne al desarrollo a largo plazo, se debe tener igualmente en cuenta la gran extensión que han adquirido moderadamente los distribuidores institucionales de títulos de la deuda, principalmente en el sector de los fondos de los seguros sociales y privados; en la mayor parte de los países existe actualmente una oferta continua e importante de ahorro procedente de dichas fuentes, que busca una colocación segura. Con objeto de evitar una tendencia estructural deflacionista, las autoridades responsables deben someterse a dos consecuencias derivadas de esta situación. Importa que se abstengan, en la medida de lo posible, de aumentar el volumen de ahorro institucional, acumulando fondos en el sector de los seguros sociales. Por la misma razón, la financiación de los seguros sociales debe efectuarse preferentemente por el *sistema de reparto*, más bien que por el de la *capitalización*, ya que este último implica una acumulación de fondos y plantea, por tanto, el problema de su colocación o inversión. Además, conviene que la política de empréstitos seguida por las autoridades públicas absorba todos los excedentes de ahorro existentes en el sector de los distribuidores institucionales que no sean necesarios para la financiación de dicho sector.

En fin, la evolución estructural de la economía debe estimular a las autoridades públicas a vigilar continuamente el alza progresiva de los ingresos fiscales, que constituye el corolario necesario de un aumento regular en la renta nacional nominal, con tipos impositivos fiscales invariables. Si se manifiestan tendencias deflacionistas en el sistema, el gobierno deberá combatir las por medio de una política presupuestaria adecuada.

La política financiera y monetaria tiende a la neutralización de los desequilibrios a *corto plazo* y deberá hacer también frente a los problemas de equilibrio que resultan de la aparición de hechos súbitos e inesperados, más bien que de las dificultades procedentes de la lucha contra las fluctuaciones coyunturales.

Los acontecimientos imprevistos, como un grave peligro de guerra, cataclismos naturales, etc., pueden exigir a las autoridades públicas importantes necesidades financieras de carácter extraor-

dinario. En la medida en que es imposible satisfacer dichas necesidades reduciendo otros gastos públicos, habrá que recurrir, en principio, a la financiación por medio de impuestos, con objeto de evitar un aumento inútil de la deuda pública. Puede, sin embargo, ocurrir que la carga fiscal sea ya lo suficientemente grande para que todo el aumento de los impuestos reduzca hasta tal punto la propensión a invertir que la financiación por medio de impuestos, dificultando la formación de capitales, constituya una carga mucho más pesada para el futuro que los empréstitos. En este caso, habrá que recurrir, naturalmente, a la financiación por medio de empréstitos. Además, en todos los casos en que la cobertura de las necesidades extraordinarias de las autoridades públicas exija una disminución de los gastos civiles para mantener el equilibrio monetario, es de la mayor importancia, desde el punto de vista de la estabilidad monetaria y financiera, que las medidas presupuestarias destinadas a comprimir los gastos civiles mantenga todo lo posible la relación normal existente entre el consumo y la inversión. Se evitará así el provocar inútilmente desequilibrios en los procesos de producción y de venta. La experiencia de, por ejemplo Holanda, demuestra que es posible mantener esta relación constante. Al principio de 1951, el gobierno holandés tuvo que hacer frente a un crecimiento súbito de los gastos para la defensa nacional, y examinó y aplicó con éxito un programa de contracción de los gastos civiles, que limitaba las inversiones y el consumo en el sector privado en una relación de 1 a 5.

En lo que se refiere a las *perturbaciones coyunturales*, la política financiera debe tender, en la medida de lo posible, a neutralizar o a compensar las tendencias inflacionistas o deflacionistas que no sean automáticamente reversibles. A este efecto, habrá de esforzarse por mantener en el nivel más bajo posible las fuerzas inflacionistas y deflacionistas, que se mantengan en equilibrio, y de lograr, simultáneamente, el nivel de empleo más elevado. Esto no implica que se tenga que alcanzar un porcentaje de paro igual a 0. La política de ocupación total puede admitirse un porcentaje normal de paro susceptible de modificaciones pasajeras en relación con los cambios estructurales del proceso económico (por ejemplo, cuando se trata de la conversión de una economía de paz en una economía de guerra y viceversa).

Esto significa que la *política presupuestaria anticíclica* y sus objetivos monetarios fundamentales deben marchar *pari passu* con la política de ocupación.

En principio, la política presupuestaria anticíclica *no* se caracteriza por una alternativa entre déficits y superávits presupuestarios o por una sucesión de déficits presupuestarios más o menos grandes. No obstante, los países económicamente muy desarrollados no encuentran generalmente en sus presupuestos márgenes suficientes para adoptar una política anticíclica que se limite a hacer variar la magnitud de los elementos del presupuesto sin modificar su saldo. En los países occidentales, especialmente, el aumento de la ocupación, en períodos de crisis, no podrá ser llevado a cabo nada más que en una escala muy reducida o con un aumento simultáneo y paralelo de los gastos públicos y de los ingresos fiscales. Así, por ejemplo, en Holanda, la carga fiscal es ya tan pesada, que un aumento de la fiscalidad, en períodos de crisis, implicaría rápidamente, una contracción del nivel de empleo que llevaría aparejada una expansión de los gastos. En consecuencia, la política anticíclica de este país no supone necesariamente una alternativa obligatoria de superávits o déficits presupuestarios. Es muy posible y perfectamente normal que ciertos gastos—las inversiones públicas, por ejemplo—sean financiados por medio de empréstitos en períodos de coyuntura ascendente; el presupuesto global se presentará, por tanto, con un déficit, pero este déficit será más débil que en un período de depresión.

Una política anticíclica debe tener en cuenta el carácter asimétrico de los movimientos coyunturales y las medidas anticíclicas. La recuperación económica que alcanza rápidamente el pleno empleo, no es ciertamente la contrapartida exacta de la depresión, en la que el nivel de ocupación puede bajar durante un período bastante largo. Además, es siempre más fácil frenar la aceleración de la actividad económica, que estimular la misma. En consecuencia, la lucha contra las crisis y la deflación exigirá, generalmente, medidas presupuestarias mucho más enérgicas que las requeridas en la lucha contra el alza de precios. Esta constatación constituye, en principio, un argumento más importante a favor de la manipulación del sistema fiscal, con preferencia a una política de gastos pú-

blicos, si se quiere frenar una expansión duradera de los gastos y descartar el peligro de "una socialización fría". No obstante, en muchos casos, la política fiscal no será suficiente y la política de gastos públicos, especialmente una política de obras públicas que no compita con el sector privado, deberá jugar también un papel importante.

Es muy conveniente a este respecto que las autoridades responsables *reaccionen lo más rápidamente posible cuando estos movimientos coyunturales se produzcan*. Deberán, en la medida de lo posible, dar una cierta flexibilidad al presupuesto. Del lado de los gastos, la reacción automática anticíclica de las magnitudes presupuestarias ("built in flexibility") no es generalmente muy grande. Por el contrario, la estructura fiscal ofrece a este respecto mayores posibilidades; sin embargo, su "flexibilidad" intrínseca es bastante limitada; en efecto, si se extiende esta flexibilidad intrínseca dando más importancia a formas de tributación cuyo rendimiento varía con la coyuntura y se acentúa la progresividad del impuesto, se corre el riesgo de frenar e incluso de paralizar la iniciativa privada. La "flexibilidad legislativa" puede ser aumentada en diversos países acelerando los procedimientos parlamentarios. El desarrollo de la "flexibilidad administrativa", por delegación más amplia de poderes del poder legislativo al poder ejecutivo, tropezará con grandes dificultades, dado que esta delegación de poderes puede comprometer los principios políticos de una democracia. En consecuencia, la flexibilidad debe ser alcanzada sobre todo a través de variaciones acordadas por el legislador de los tipos impositivos y de los gastos en obras públicas. En lo que concierne a la fiscalidad, conviene subrayar las modificaciones de los impuestos que no gravan los costes, especialmente los impuestos sobre las rentas. En efecto, el aumento de los impuestos que gravan los precios de coste implica el riesgo, en períodos de alza, de desencadenar una inflación de costes; el remedio será entonces peor que la enfermedad.

La falta generalizada de flexibilidad en las finanzas públicas constituye una razón importante para reforzar la política financiera del gobierno a través de una política mucho más flexible del banco central. A este efecto, el banco central deberá disponer de poderes, suficientes para practicar una política cuantitativa y eficaz del crédito.

Constituye un buen augurio a este respecto que en el curso de los últimos años los conceptos más sanos en materia de política monetaria y financiera hayan empezado a prevalecer. En medios cada vez más numerosos se han dado cuenta de que sería desatinado y antisocial subordinar y sacrificar el equilibrio monetario al ideal del pleno empleo. Actualmente, se acepta con bastante generalidad, mucho más que antes de la guerra, la posibilidad de lograr un equilibrio monetario con un nivel elevado de actividad económica y de ocupación. Aquellos que, sobre todo durante los primeros años de la postguerra, eran partidarios de una "política de dinero barato" a todo pasto se han ido cada vez dando mayor cuenta de la inconveniencia de tal criterio en circunstancias no propicias. Se ha vuelto a la sana concepción de que las autoridades monetarias no puedan nunca manipular el tipo de interés a su gusto sin recurrir a métodos de financiación inflacionistas, que resultan inaceptables desde el punto de vista social. Pero, en el marco de la política del banco central, las manipulaciones sobre el tipo de interés están especialmente destinadas a influir indirectamente sobre el flujo monetario; una sistemática política monetaria de dinero barato no tiene lugar dentro de este marco. Una ruptura deliberada del equilibrio monetario, a través de medidas monetarias y financieras, no se justifica nada más que si se quiere combatir una tendencia deflacionista por medio de la inflación (reflación) o de las inversiones, si se quiere neutralizar una tendencia inflacionista por medio de medidas deflacionistas (desinflación).

Actualmente, es sobre el plano internacional donde se plantean los problemas monetarios y financieros más complicados. Debido a las relaciones económicas internacionales —reflejadas en sus balanzas de pagos—, muy pocos países pueden permitirse el lujo de una política anticíclica que exige asimismo que sus principales clientes se sometan a las reglas del juego anticoyuntural. El mundo occidental está plenamente interesado ahora en lograr un sistema que coordine, en el plano internacional, las políticas anticoyunturales de los diferentes países; dicha política intenta alcanzar a la vez el equilibrio monetario y el pleno empleo en un espacio geográfico tan dilatado como sea posible. Sin este sistema y sin esta política no se alcanzará una solución factible para el problema de la convertibi-

lidad; un equilibrio monetario universal y duradero es la condición previa para la libre convertibilidad de las diferentes monedas y para el libre intercambio de bienes y servicios entre los diferentes países, lo que llevará consigo una división internacional del trabajo de carácter más racional y un mayor bienestar para todos.

EMILIO DE FIGUEROA

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- 1.—M. F. J. DE JONG: *Méthodes Statistiques d'Analyse de la situation monétaire*, "Bulletin d'Information et de Documentation", I, 3, 4, marzo y abril de 1956; págs. 153-173 y 233-254.
- 2.—M. C. GOEDIHART: *L'Equilibre monétaire et l'équilibre de la Balance des Paiements: Buts de la Politique Economique*, "Bulletin d'Information et de Documentation", II, 1, julio de 1955; págs. 1-12.
- 3.—SAMUEL H. BEER: *Treasury Control. The Co-ordination of Financial and Economic Policy in Great Britain*, "Oxford University Press".
- 4.—PER JACOBSSON: *Notes on Credit Policy*, "Skandinaviska Banken, Quarterly Review", vol. 37, núm. 4, octubre de 1956; pág. 105.
- 5.—FELICE VINCI: *Frenos a los procesos inflacionistas*, "Revista de la situación económica en Italia", vol. X, núm. 5, septiembre de 1956; pág. 451.
- 6.—PAUL A. SAMUELSON: *Recent American Monetary Controversy*, "The Three Banks Review", núm. 29, marzo de 1956; pág. 3.
- 7.—J. G. KOOPMANS: *Zum Problem des'neutralen'Geldes*, en "Beiträge zur Geldtheorie", ed. por F. A. von Hayek, Viena, 1933; págs. 211-359.
- 8.—GUNNAR MYRDAL: *Monetary Equilibrium*, London, W. Hodge, 1939; página 23.
- 9.—KNUT WICKSELL: *Interest and Prices*, London, 1936.
- 10.—D. H. ROBERTSON: *Banking Policy and the Price Level*, London, 1926.
- 11.—J. M. KEYNES: *A Treatise on Money*, London, 1930.
- 12.—WILLIAM FELLNER: *Monetary Policies and Full Employment*, "University of California Press", Berkeley and Los Angeles, 1947.
- 13.—KENNETH K. KURIHARA: *Monetary Theory and Public Policy*, London, George Allen & Unwin Ltd., 1951.
- 14.—ALVIN H. HANSEN: *Economic Policy and Full Employment*, New York, Mc Graw-Hill, 1947.
- 15.—EDWARD S. SHAW: *Money, Income, and Monetary Policy*, Richard D. Irwin, Chicago, 1950; pág. 477.

- 16.—ALVIN H. HANSEN: *Monetary Theory and Fiscal Policy*, New York, Mc Graw-Hill Book Co., Inc., 1949.
- 17.—RAYMOND J. SAULNIER: *Contemporary Monetary Theory*, New York, "Columbia University Press", 1938.
- 18.—MAURICE FLAMANT: *Théorie de l'Inflation et Politiques Anti-Inflationnistes*, Paris, Librairie Dalloz, 1952.
- 19.—IRVING FISHER: *The Purchasing Power of Money*, New York, The Macmillan Company, 1911.
- 20.—ALFRED MARSHALL: *Money, Credit and Commerce*, London, Macmillan, 1923.
- 21.—K. WICKSELL: *Lectures on Political Economy*, London, George Routledge and Son, Ltd., 1935.
- 22.—J. M. KEYNES: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, Harcourt, Brace and Company, 1936.
- 23.—DON PATINKIN: *Money, Interest, and Prices*, Row, Peterson and Company, Evanston, Illinois, 1956.
- 24.—ERIK LINDAHL: *Studies in the Theory of Money and Capital*, London, 1939.
- 25.—JACQUES RUEFF: *Influences regulating the amount of currency and the institutional problem of money*, "Economia Internazionale", vol VI, número 3, 1953.