

# EL INFORME RADCLIFFE Y LA POLITICA BRITANICA ACTUAL (\*)

## I

Han pasado casi cinco años desde que se nombró el Comité Radcliffe para estudiar el funcionamiento del sistema monetario británico, y dos años y medio desde la publicación de su Informe. Entre tanto, otros países—Bélgica, Noruega y Canadá—han realizado investigaciones similares, y aun en otros se han llevado a cabo muchos estudios afanosos por parte de quienes dirigen las instituciones monetarias. Quizá sea ya tiempo de volver la vista atrás y revisar aquellos problemas considerados por el Comité Radcliffe que puedan tener algún interés para los lectores extranjeros, observando al mismo tiempo los desarrollos afines de la política en los últimos años.

Al hacer esta revisión para un público extranjero, debo comenzar por insistir en dos puntos. Primero, el Comité Radcliffe, al contrario de lo que comúnmente se cree, no se nombró para investigar las causas de la inflación ni para encontrarle remedios; fue nombrado para la tarea más limitada y más técnica de investigar el sistema monetario inglés. Naturalmente, los resultados de sus investigaciones estuvieron íntimamente relacionados con el problema de la inflación, y el Comité se mostró consciente de ello en ciertos pasajes de su Informe. Pero su verdadera tarea era más limitada: si se les hubiera pedido que trataran el problema de la inflación, los miembros del Comité habrían considerado necesario reunir muchos más testimonios, su trabajo habría sido mucho más largo, y supongo que la unanimidad que pudieron lograr

---

(\*) La REVISTA ECONOMÍA POLÍTICA desea hacer constar su agradecimiento a la "Banque Nationale de Belgique" por su autorización para publicar este artículo. La traducción al castellano ha sido realizada por Luis Angel Rojo.

en asuntos técnicos habría sido ciertamente imposible. Segundo, puesto que fui miembro del Comité, debo insistir en que éste dejó de existir en julio de 1959. Por tanto, lo que sigue es una opinión puramente personal de la que no se puede hacer responsable en modo alguno a cualquier otro miembro del Comité. Cuando hablo de "la opinión del Comité", del "punto de vista Radcliffe", por ejemplo, estoy o bien generalizando o bien acudiendo a mis recuerdos sobre las discusiones.

Algunas materias tratadas en el Informe no son consideradas en este artículo. La más importante de ellas es el aspecto internacional de la política monetaria británica. Pero este tema es familiar para los lectores extranjeros, y bastará con decir que las indicaciones del Comité no abogaban por ningún gran cambio en la política británica y que el Gobierno, tanto de palabra como en sus actos, ha seguido de cerca las líneas generales defendidas por el Comité; especialmente, el mantenimiento de un tipo de cambio fijo y el aumento de la liquidez internacional mediante el desarrollo de la cooperación internacional. (El gran saldo favorable en la balanza de pagos por cuenta de renta, sobre el que el Comité compulsó con aprobación los puntos de vista de los testigos oficiales, ha resultado irreal; un saldo de 200 a 300 millones de libras se consideraría actualmente como una meta más razonable.) El tema de los créditos a la exportación también ha sido bien tratado, y no diré sino que el Gobierno ha sido tan firme, al menos en este campo, como sugirió el Comité. Sobre el crédito agrícola y las necesidades de crédito de las pequeñas empresas, el Comité sugirió que no se requerían sino pequeños desarrollos en las prácticas bancarias, y algunos Bancos lo han tenido en cuenta. Se recomendó que se estudiara la posibilidad de establecer una institución especial para la financiación en pequeña escala de invenciones; se ha hecho algún estudio, pero aún no se ha resuelto nada. Sobre el mecanismo de los pagos, el Comité recomendó que a menos que los bancos desarrollaran sus propios servicios, se debería investigar la conveniencia de un sistema de giro postal; parece que se hizo una investigación ministerial, pero el Gobierno ha archivado el informe porque los bancos han desarrollado mucho, de hecho, las facilidades que proporcionan. Finalmente, entre los temas no discutidos en este artículo se halla el manejo de la Deuda Pública. Muchas de las recomendaciones del Comité y de sus observaciones detalladas sobre esta materia eran de interés puramente interno, y se referían a condiciones técnicas peculiares de Gran Bretaña; discutir las aquí estaría fuera de lugar. Algunos de los aspectos más generales están ligados

a las opiniones del Comité sobre la política monetaria en general, y algunas de estas opiniones se tratan en el resto de este artículo.

Por lo demás, nos ocuparemos aquí de los tres puntos más importantes a los que el Comité dedicó mucha atención en su Informe, a saber: la información financiera, el control de la oferta monetaria y la política del tipo de interés; creo que en todos estos temas resulta interesante examinar de nuevo la línea seguida por el Comité y los desarrollos subsiguientes de la política británica. He añadido una pequeña sección sobre el problema constitucional de la posición del Banco Central, porque aunque no tenga la misma importancia, es un asunto que ha despertado gran interés y no pocos malentendidos en el extranjero.

Por tanto, las materias que se discuten en las secciones siguientes se refieren principalmente a los capítulos 10, 6.º y 9.º del Informe Radcliffe. Sin embargo, dichos capítulos suponen un conocimiento de las anteriores, particularmente del 4.º y 5.º; insisto en esto porque muchos malentendidos, particularmente en el capítulo 6.º, se han debido al hecho de no repasar el contenido de los capítulos anteriores.

## II

Comencemos por el principio:

El Informe era, ante todo, un tratado en favor de una mayor claridad. Existían dos razones principales tras este enérgico punto de vista del Comité. Primero, su investigación sobre el funcionamiento del sistema se vió seriamente entorpecida por la falta de información. Esto no ocurrió por falta de buena voluntad tanto de los cuerpos oficiales como los demás; al contrario, el Tesoro y el Banco de Inglaterra realizaron esfuerzos hercúleos, y el testimonio de otros sectores fue fruto de una laboriosa preparación. El problema derivaba más bien de que muchas actividades financieras se habían mantenido sumergidas hasta entonces en el misterio, las personas interesadas no estaban acostumbradas a explicarse, y no se había recogido información estadística. Por tanto, el Comité se encontró con que su tarea fundamental de elucidar el funcionamiento del sistema monetario no se podía realizar con el grado de precisión que hubiera deseado. En algunos puntos cruciales sus conclusiones sólo podían ser tentativas y, en el mejor de los casos, ca-

recían de la precisión cuantitativa tan importante para los fines de la política.

La segunda gran razón del Comité para insistir en la necesidad de más claridad consistió en que, puesto que la información apropiada sencillamente no existía, ni las autoridades monetarias al elaborar la política diaria, ni los comentaristas públicos, cuya tarea consiste en enjuiciar la política oficial, disponían de información adecuada sobre la que basar sus juicios. De aquí la necesidad de continuar las series de información estadística y de otros tipos. Una gran parte de la información adecuada se refiere a la marcha de las actividades industriales y comerciales y al comportamiento de la economía en general, y esta clase de información económica había sido considerablemente mejorada en el Reino Unido durante los veinte años precedentes poco más o menos. Pero estas mejoras no habían alcanzado a la información específicamente financiera. En este campo especial, el atraso de Gran Bretaña resultaba casi increíble a los extranjeros. Por ejemplo, no había publicación alguna—ni siquiera conocimiento oficial—del total de los depósitos en los *clearing banks* hasta enero de 1959, cuando los bancos, tras largas discusiones con el Comité, se decidieron a iniciar las series.

Por consiguiente, el Comité insistió una y otra vez en el curso de su Informe sobre la necesidad de más información; algo así como las dos terceras partes de sus recomendaciones y sugerencias (que superaban el centenar) se referían a este tema. Adoptando el punto de vista de que el único fundamento seguro para la política es una amplia comprensión por parte de un público bien informado, el Comité insistió no sólo en la necesidad perentoria de información para fines oficiales, sino también en la importancia de la publicidad más completa posible. Esta parte del Informe del Comité ha sido aceptada sin reservas por el Gobierno y por los expertos en general, aunque se hayan escuchado ocasionalmente objeciones oscurantistas en la comunidad financiera. La preparación de declaraciones ante el propio Comité dió impulso a la recopilación de información, que fué alentada más adelante por las discusiones que el Comité mantuvo con los testigos. Por tanto, se había realizado ya algún progreso antes de que el Comité redactara su informe, y ha sido alentado desde entonces como resultado de la aceptación gubernamental del principio general. Varias y valiosas series nuevas de estadísticas han comenzado ya a aparecer en el "Boletín Trimestral del Banco de Inglaterra". Se esperan subsiguientes desarrollos, pero el progreso es enojosamente lento. Tal lentitud es, en cierto grado, inevitable.

Los problemas técnicos a resolver son, a menudo, complejos; es justo que seamos bastante pacientes para permitir que el trabajo sea bien hecho, y hay pocos estadísticos expertos en este campo. Pero uno no puede evitar la sospecha de que, en ausencia de una verdadera presión desde arriba, les haya sido posible a unos cuantos disidentes en los círculos financieros retrasar el proceso. Si los ministros hubieran preferido alentar el fuego que parecía implícito en la primera declaración del entonces canciller sobre el Informe, y si los comentaristas no oficiales lo hubieran apoyado en lugar de ignorarlo antes de pasar a criticar otras partes del Informe que les parecían más difíciles de seguir, quizá se habría avanzado más de prisa.

El proceso no se ha limitado a las series estadísticas. Se ha dispensado una acogida cordial a los comentarios y artículos descriptivos en el "Boletín Trimestral del Banco de Inglaterra". Este Boletín ha cumplido ahora su primer año en el que cada número ha sido más sustancioso y más interesante que el anterior. Aun se ha producido otro cambio que, como esta publicación, puede atribuirse al trabajo del Comité: los pronunciamientos oficiales en cuestiones de política monetaria se han hecho más claros y más completos, en general, han dejado de ser insultos a la inteligencia, que era la norma habitual anteriormente.

### III

Habiendo investigado el funcionamiento de las instituciones financieras del modo más exhaustivo posible, el Comité trató de encontrar pruebas de las reacciones de varias partes del mundo de los negocios ante el uso de las medidas monetarias. De nuevo se vió aquí seriamente entorpecido por la ausencia de investigaciones sistemáticas que se continuaran durante un período de tiempo útil, y algunas de sus conclusiones más importantes fueron necesariamente tanteos. Esto afectaba particularmente a la evidencia sobre las reacciones del mundo de los negocios ante variaciones apreciables en los tipos de interés; y este aspecto era el más importante, porque existían pruebas sustanciales y convincentes de que la contracción del crédito bancario tiene poco poder directo para frenar rápidamente un aumento indeseable de la demanda total. La aparente independencia que disfrutaban los negocios —al menos en el muy corto período que es el más importante para la política anticíclica— frente a las restricciones impuestas por los límites a la oferta de dinero ban-

cario, deriva de la confianza que los hombres de negocios depositan en otros activos líquidos y en fuentes crediticias aparte de los bancos comerciales. Como una amplia gama de los pasivos de las instituciones financieras no bancarias se consideran fácilmente convertibles en dinero (en el estricto sentido de medios de pago), y como las empresas pueden también superar la escasez temporal de fondos mediante préstamos de sus proveedores (crédito comercial), el volumen de compras —de pedidos— está condicionado por la disponibilidad general de activos líquidos más que por la oferta de medios de pago en sentido estricto. Si las unidades compradoras del sector privado (para usar una frase que comprenda tanto a los consumidores como a las empresas) encuentran ventajoso contraer mayores compromisos para realizar compras, gastarán más, y cuando llegue el momento, harán que un volumen limitado de dinero trabaje con mayor intensidad que antes. En tales circunstancias será difícil desanimarles mediante limitaciones rígidas de la oferta monetaria.

En los Estados Unidos se ha concedido alguna atención a este fenómeno, con referencia particular a los efectos del desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios. Dichos intermediarios han ido haciéndose más importantes también en el Reino Unido; pero no puede insistirse demasiado en que en el Reino Unido, en la década de los años cincuenta, fué más la elasticidad del crédito comercial que la elasticidad de los pasivos de los intermediarios financieros no bancarios quien obstaculizó la política monetaria restrictiva. Era, sobre todo, el crédito que reciben los compradores retrasando sencillamente un poco más de lo usual los pagos que han de hacer, el que aumentaba fácilmente cuando se restringía el crédito bancario.

Desde que el Comité insistiera en este *handicap* con que operan las políticas restrictivas, algunos economistas han encontrado difícil apreciar la fuerza de esta argumentación. No es éste el lugar adecuado para comentar la discusión con detalle, pero cabe señalar algunos de los problemas más importantes.

Primero, se alega algunas veces que el giro comparativamente insignificante de los activos financieros no bancarios (es decir, de los activos líquidos distintos de los depósitos bancarios y del dinero fiduciario mantenidos por las empresas y por las entidades no bancarias) prueba que estos sustitutos del dinero aumentan muy poco la presión de la demanda total. Pero este argumento ignora por completo el hecho de que, en una comunidad moderna, la colocación de pedidos (el ejercicio de la demanda) está divorciada, por la existencia del crédito, de los medios finales

de pago. No es que la empresa utilice un título hipotecario (o una acción de una sociedad de construcción) convirtiéndola en dinero para hacer el pago. La realidad es más bien que la empresa confía, porque mantiene sustitutos del dinero, en que podrá "encontrar el dinero", si está escaso, cuando llegue el momento de pagar. Si esto se hace en gran escala, la demanda monetaria total de bienes y servicios se eleva apreciablemente, y las empresas que hayan aumentado sus compromisos se encontrarán con que pueden atenderlos gracias a sus mayores ingresos. En la medida en que no pueden hacerlo, podrán obtener préstamos (utilizando las facilidades del crédito comercial) de otras empresas que han incrementado sus ingresos o que mantenían previamente amplios saldos bancarios. De hecho, el mismo volumen de dinero tiene que trabajar más; no es que el público haya hecho girar rápidamente sus sustitutos del dinero, sino que ha hecho girar con mayor rapidez el dinero propiamente dicho.

Tanto el crédito comercial como los intermediarios financieros no bancarios existen, desde luego, hace tiempo, y estas y otras clases de sustitutos monetarios han tenido un puesto importante en todo análisis detallado del sistema monetario durante generaciones —desde los días de HENRY THORNTON a los de IRVING FISHER y después—. La opinión dominante ha sido la de que la oferta de tales sustitutos del dinero ha estado, de un modo u otro, tan íntimamente ligada a la oferta de dinero propiamente dicho que el control de este último ha dado a las autoridades monetarias poder bastante sobre el mundo de los negocios. La historia monetaria se encuentra en un estado que no permite hacer afirmaciones categóricas, pero sospecho que la opinión convencional era probablemente acertada. Sin embargo, en nuestra época se han producido dos importantes desarrollos que han hecho posible que el sistema económico opere de una manera bastante diferente. Primero, la fe en la política del pleno empleo ha cambiado de un modo sutil la base del crédito comercial y de la solvencia de algunos intermediarios financieros. La creencia de que no se permitirá un colapso importante de la coyuntura altera la complejidad de muchos préstamos de negocios, ya sean los prestamistas empresas financieras o no; aún es preciso sopesar una amplia variedad de riesgos de negocios, pero ya no existe hoy día el riesgo de que una empresa aparentemente eficiente —un prestatario sano en opinión del prestamista— se desmorone en un colapso general de la coyuntura. De modo análogo, la mayor placidez de las aguas por las que navegan las empresas financieras merced a la política del pleno empleo les otorga

una mayor seguridad, a la que ha de sumarse el fenómeno que podría ser descrito como una amplia generalización de los hábitos de la Banca Central a través de la comunidad financiera. (Aquí es necesario recordar de nuevo al lector que este artículo se refiere, al igual que el Informe Radcliffe, al sistema británico). Las instituciones financieras británicas forman una comunidad muy estrechamente tejida —para muchos fines se la puede caracterizar como la City de Londres— donde se ha desarrollado más allá del círculo inmediato al Banco de Inglaterra un fuerte sentido de solidaridad. Existe una gran resistencia a permitir el colapso de cualquier empresa financiera bien establecida, e incluso a consentir que se expongan sus dificultades públicamente; de un modo u otro, una empresa será ayudada en sus malos momentos para que no sufra el público. Esta actitud lleva consigo una implicación de responsabilidad común para vigilar que se mantengan en buenas manos las instituciones financieras del país; esta responsabilidad es aceptada no sólo por el Banco de Inglaterra, sino por un círculo mucho más amplio.

Todo esto significa que los pasivos de una amplia gama de empresas financieras, e igualmente de otras empresas de negocios, se han hecho mucho más seguros de lo que solía ser, y por tanto, mucho mejores sustitutos del dinero (al menos, como portadores de valor). Y su oferta no está ya tan expuesta a una reducción drástica porque se teme una crisis monetaria. En estas circunstancias es razonable esperar que la demanda de liquidez sea más ampliamente satisfecha con sustitutos monetarios que antes. Esto no significa sencillamente que la relación entre renta monetaria nacional y oferta de dinero propiamente dicho pueda ser más alta (esto ya se admite, por ejemplo, en el análisis de FISHER y de otros autores tradicionales), sino también que a medida que los sustitutos monetarios se acercan más y más al dinero, las variaciones en la intensidad del uso del dinero provocarán trastornos correctivos progresivamente menos poderosos (v. g., cada vez tendrán menos efecto sobre los tipos de interés). Y lo que es peor —desde el punto de vista de la política—, la progresiva asimilación de los sustitutos monetarios al dinero hará menos seguros los efectos de la actuación sobre el dinero propiamente dicho.

Puesto en términos de velocidad de circulación, lo más importante no es el que los intermediarios financieros no bancarios tiendan a elevar la velocidad de circulación del dinero propiamente dicho (normalmente no se desarrollan lo suficientemente deprisa como para que esto dificulte el control monetario), ni siquiera que hagan la velocidad del dinero más

inestable, sino que la progresiva asimilación de los sustitutos monetarios al dinero propiamente dicho hace que la velocidad de circulación sea menos *previsible*. Independientemente de lo que las autoridades monetarias intenten respecto de la oferta monetaria, lo que suceda con la marcha de la demanda total —y, por tanto, con la conducta de los precios y de la producción— vendrá determinado más bien por las expectativas de los hombres de negocios, fortalecidas como están por una gran estructura de fuentes no bancarias de liquidez. (Esto deja aún campo libre a las autoridades monetarias para influir, si pueden, sobre el estado de las expectativas).

Lo que se ha dicho en los tres últimos párrafos es un asunto de deducción y no emerge directamente en la evidencia Radcliffe; pero es una explicación racional, concordante con muchas evidencias procedentes del mundo de los negocios y de las instituciones financieras, de las decepciones sufridas por las autoridades financieras en sus esfuerzos por dominar la inflación en la década de los años cincuenta. El juicio del Comité sobre este punto ha sido criticado por considerarse que está demasiado influido por la experiencia de la pasada década, época en la que la economía disponía aún de una oferta anormal de dinero como consecuencia de las circunstancias bélicas y posbélicas. Se dice que el fenómeno de que la cantidad existente de dinero pudiera ser compatible con un nivel mucho más alto de precios puede explicarse por el hecho de que la comunidad inició la década con unos saldos ociosos anormalmente elevados (en términos de velocidad: con una baja velocidad de circulación). De aquí se argumenta que una vez que el “exceso” de saldos ociosos sea eliminado (mediante una reducción de la oferta monetaria o por un aumento de la renta monetaria real con una oferta invariable de dinero), la presión total de la demanda se hará (¿en los años sesenta?) más sensible a la regulación de la oferta de dinero propiamente dicho. Esta argumentación tiene fuerza; pero la idea de que exista algún nivel “normal” de saldos ociosos que provocaría resistencias en el sistema a los intentos de reducirlos, nunca ha sido sometida a prueba de una investigación sistemática. Ha habido algunas investigaciones interesantes (la de FRIEDMAN y otras) sobre el comportamiento de la velocidad de circulación (la otra forma de contemplar el fenómeno); pero han mostrado una conducta completamente errática de la velocidad a corto plazo, compatible con una estabilidad a largo plazo que es interesante para algunos otros aspectos de la política económica. Es preciso recordar, sin embargo, que de las investigaciones en otros países, e incluso en Inglaterra en

tiempos pasados, no cabe esperar mucha ayuda en la elucidación de este problema. Hay que tener presente que lo relevante no es la aparición de sustitutos del dinero, sino la estrecha asimilación de tales sustitutos al poder de compra activo; y éste es un fenómeno nuevo y puede ser peculiar de Inglaterra.

Es evidente que este tema exige mucha más investigación continua y sistemática. Entre tanto, el Comité Radcliffe se mostró suficientemente convencido para llegar a la conclusión de que las autoridades no deberían confiar demasiado en las medidas dirigidas a restringir solamente las operaciones de los "clearing banks" para controlar rápidamente la presión de la demanda total. La contracción de los préstamos bancarios, pensó el Comité, tenderá a desviar a los prestatarios hacia canales menos eficientes, pero no los eliminará. El Comité consideró la posibilidad de ampliar la gama de medidas restrictivas de modo que cubrieran una amplia variedad de instituciones financieras además de los bancos. Y se mostró consternado ante las dificultades administrativas con que podría tropezarse si tal control amplio había de ser realmente efectivo; de suerte que acabó rechazando la idea, aunque reconociendo que en ciertos momentos valdría la pena intentarlo. En 1960-61, el Gobierno decidió que la situación era lo bastante mala como para justificar el intento, pero pensó que era preferible la persuasión moral a cualquier acción legislativa (esta elección de método se aplica tanto a lo que se hizo con los *clearing banks* como a lo que se hizo con otras instituciones financieras). Se dijo a una amplia gama de instituciones cuáles eran los deseos del Gobierno; es de advertir que cada vez que se ha renovado la restricción crediticia, las autoridades se han dirigido a una variedad más amplia de instituciones. Puede suceder que el Comité fuera demasiado pesimista cuando buscó medios más mecánicos de control, y que en el sistema inglés pueda depositarse mucha confianza —normalmente, y no sólo excepcionalmente— en la fuerza de las instrucciones informales de las autoridades. El hecho de que tales instrucciones puedan alcanzar efectivamente a una amplia gama de instituciones financieras pone de relieve la solidaridad de la estructura financiera inglesa, a la que se ha hecho referencia más arriba.

Un comentario similar puede hacerse sobre el sistema de "depósitos especiales" para variar los coeficientes de liquidez de los *clearing banks*. El Comité Radcliffe, sintiéndose incrédulo por las razones antes expuestas sobre la utilidad de los controles limitados a los *clearing banks*, no expresó fuertes preferencias por uno u otro método de conseguir tal con-

trol, aunque consideró la posibilidad de que pudiera ser apropiada la variación de las exigencias de liquidez en circunstancias que requirieran una actuación restrictiva sobre las actividades de una amplia gama de instituciones financieras. De hecho, el Gobierno, a pesar de la actitud de los testigos oficiales ante el Comité, ha adoptado el sistema de los "depósitos especiales", de modo que el coeficiente de regulación se ha elevado del 30 por 100 al 33 por 100 en una serie de movimientos. (El último de éstos se combinó con otras medidas, incluyendo instrucciones a otras instituciones financieras, resultando un *package deal* <sup>(c)</sup> del tipo tan discutido en la evidencia ante el Comité.) Los efectos de estas exigencias de depósitos especiales no ha pasado de ser una nueva pieza del ritual particular, sino de la política de las autoridades en el mercado de bonos (que discutiremos después) y de lo que las autoridades dijeron a los bancos sobre cómo tenían que ajustarse al requerimiento de depósitos especiales. Los aspectos importantes de la política han sido el referente al tipo de interés y la exhortación o persuasión moral; la fórmula de los depósitos especiales han dependido, sin embargo, no de su forma particular que se estaba haciendo algo; el nuevo ritual se ha hecho aconsejable porque el antiguo está un tanto desgastado.

#### IV

El Comité tuvo que considerar también cómo podía usarse la política gubernamental de tipos de interés para alcanzar los fines generales de la política económica, dadas la estructura de las instituciones financieras y las prácticas del mundo de los negocios. La importancia atribuida tradicionalmente a la "política del tipo bancario" habría justificado por sí sola la atención prestada por el Comité a este grupo de problemas, pero la importancia del tema resultó también patente al encontrar el Comité una grande e imprevisible elasticidad en la estructura del crédito. Si ciertos objetivos políticos no podían ser eficazmente perseguidos actuando sobre la oferta monetaria, ¿podría resultar más útil la actuación directa de las autoridades en la determinación del precio de los préstamos mediante el tipo bancario y otras medidas? Se consideró que este problema tenía la máxima importancia. El Comité buscó evidencia sobre el mismo

---

(c) Adopción conjunta de medidas varias, pudiendo incluir, junto a las monetarias, medidas fiscales e incluso controles directos. (N. del T.)

en una amplia variedad de fuentes y, considerando insatisfactoria la obtenida, recomendó que se iniciase una investigación continua y sistemática. (Creo que no ha habido pronunciamiento alguno del Gobierno relativo a una actividad en este punto, que constituye una de las recomendaciones más importantes del Comité, ni sé que se haya publicado ninguna discusión sobre el mismo, aun cuando uno hubiera debido esperar que los economistas tuvieran algo útil que decir al respecto.)

A la vista de la evidencia que pudo reunir, el Comité no se mostró convencido de que los cambios en los tipos de interés —en el campo de variación con que se ha experimentado en los últimos tiempos— tengan un impacto significativo *rápido* sobre la demanda total. Subrayo el adjetivo “rápido” porque se ha extendido la impresión de que el Comité se negó a aceptar cualquier idea de que las variaciones en los tipos de interés tuvieran *algún* efecto útil; de hecho, el Comité consideró que la política monetaria —incluida la política del tipo de interés— tiene gran importancia para algunos fines, pero no la estimó muy útil *para estimular variaciones rápidas en la demanda total*. Admitiendo la importancia de los efectos lentos del tipo de interés, el Comité insistió en la necesidad de una política positiva referente a los tipos de interés a largo plazo, y argumentó que el predominio de las operaciones en Deuda Pública del Gobierno daba a las autoridades una oportunidad importante para influir en el comportamiento de los tipos de interés. No fué posible hacer recomendación alguna sobre la política de los tipos de interés a corto plazo (política del tipo bancario), porque era imposible prever en aquellos momentos cómo se desarrollarían las condiciones financieras internacionales, que pueden ser de importancia crucial para la política británica del tipo bancario. Durante todo el período de la posguerra, los movimientos de capital a corto plazo habían estado tan dominados por la confianza que la reacción normal del mercado a las diferencias en los tipos de interés se había hecho insegura; se habían producido reacciones, incluso reacciones fuertes a veces, pero indirectamente, *vía* el factor confianza, más que directamente. A principios de 1959, cuando se estaba escribiendo el Informe del Comité, no era posible predecir si tales condiciones continuarían (en cuyo caso hubiera sido adecuado mantener un tipo bancario bastante estable para ayudar a la política de tipos de interés a largo) o si entraríamos en un mundo en que los movimientos internacionales a corto plazo se harían cada vez más sensibles a las diferencias en los tipos de interés (en cuyo caso hubiera sido razonable utilizar el tipo bancario principalmente con fines

internacionales, siempre que esto no perturbara gravemente la política de tipos de interés a largo plazo). Como el mundo se ha movido después por esta segunda senda, las autoridades han manejado el tipo bancario principalmente (aunque no exclusivamente) con los ojos puestos en los efectos internacionales.

Han podido seguir esta política de tipo bancario porque (a) los movimientos del tipo bancario no tienen un gran efecto rápido sobre la demanda interior (aunque tienen alguno), de suerte que no entorpecen gravemente las políticas de estímulo o restricción de la actividad económica; y (b), porque las circunstancias del mercado de bonos han hecho a los tipos de interés a largo plazo anormalmente independientes de lo que estaba sucediendo con los tipos a corto. En un sistema financiero tan desarrollado como el inglés hay una estrecha conexión entre los mercados de préstamos con vencimientos varios: el Comité Radcliffe encontró que los operadores del mercado estaban tan dispuestos a desplazarse, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, hacia transacciones a plazo mayor o menor en respuesta a variaciones en la estructura de los tipos de interés según el plazo de vencimiento, que el mercado de capitales es, de hecho, un solo mercado. En tales circunstancias (como se ha demostrado repetidas veces en la literatura económica), la relación entre los tipos de interés a corto y a largo plazo se determina por el estado de las expectativas referentes a los tipos futuros; así las autoridades no pueden operar independientemente sobre los tipos de interés a largo y a corto *a menos que puedan modificar las expectativas*. Algunas veces resulta muy difícil que las autoridades consigan variar las expectativas del mercado tan radicalmente como para quebrar la relación entre los tipos a corto y a largo plazo, pero en el mercado inglés ha sucedido que las expectativas habrían perdido, a finales de la pasada década, la firmeza que solían derivar de la experiencia pasada. Los mercados se mostraron, en fin, anormalmente dispuestos a aceptar una dirección de las autoridades, quienes se encontraron así en una posición excepcionalmente fuerte para influir sobre los tipos de interés a largo con independencia de lo que estuvieran haciendo con el tipo bancario por razones principalmente internacionales.

El Comité Radcliffe recomendó que las autoridades siguieran una política positiva y consciente respecto de los tipos de interés a largo plazo, y sugirió razones para pensar que los tipos perseguidos deberían ser bastante más altos que aquellos a los que se había acostumbrado el público durante la mayor parte de la pasada década. De hecho, las auto-

ridades cambiaron su actividad en esta dirección en la primera parte de 1958, más de un año antes que informase el Comité; sus discusiones con el Comité en la segunda mitad de 1957 contribuyeron tal vez a producir ese cambio. En cualquier caso, ésta ha sido desde entonces la línea general de la política: en 1958 se impidió que el rendimiento de los bonos gubernamentales a largo plazo cayese muy por debajo del 5%, y desde entonces se ha elevado, alcanzando al 6% a mediados de 1960, y 6,75 % en el otoño de 1961. Las autoridades describieron en su Evidencia ante el Comité la técnica que utilizan para instrumentar su política, y el Comité la explicó brevemente en su Informe: el operador oficial está constantemente a ambos lados del mercado y, como éste resulta dominado por sus operaciones (según se desprendía de la Evidencia), los precios a los que opera en ciertos bonos fijan, dentro de estrechos márgenes, la gama completa de precios de los bonos del Gobierno.

Esta política de tipos de interés, que es quizá la innovación más importante de la política monetaria británica en los últimos años, plantea dos problemas: Primero: ¿Es esto algo que pueda hacerse, como regla general, por los bancos centrales? Segundo: ¿Han llevado las autoridades inglesas los tipos de interés a largo hasta el nivel adecuado o han ido tal vez demasiado lejos?

Respecto del primer problema puede decirse, desde luego, que muchos bancos centrales no han intentado alcanzar una posición tan dominante en el mercado a largo plazo; sería, en verdad, exagerado decir que las autoridades británicas se han encontrado simplemente con ella, sin darse apenas cuenta de lo que estaban haciendo. (Pero ésta es la forma en que la banca central se ha desarrollado principalmente, al menos en Inglaterra.) Dada tal posición de dominio, puede surgir la oportunidad de perseguir fines distintos en los mercados a largo y a corto si los mercados no están interrelacionados de un modo suficientemente estrecho; los comentarios americanos sobre las posibilidades de la política de la Deuda del Tesoro de los Estados Unidos parecen indicar a veces que tal es la situación de ese país. En Londres, sin embargo, hay demasiada gente preparada a modificar la distribución de los vencimientos de sus activos o de sus pasivos para que las autoridades puedan alterar en gran medida la estructura de los tipos de interés mediante la simple modificación de la estructura de vencimientos de la Deuda Pública; en tales circunstancias, su poder ha de depender grandemente de sus posibilidades de influir sobre las expectativas. Durante largos

períodos de la historia, las expectativas sobre el tipo de interés parecen haber tenido una base firme; y resulta poco probable que las condiciones de los últimos años, en que los mercados se han mostrado dispuestos a aceptar una dirección, puedan ser considerados como una situación duradera.

Respecto del segundo problema —si la subida de los tipos de interés ha ido demasiado lejos—, es imposible decidir, pero tal vez espere una respuesta desagradable. En opinión del Comité Radcliffe, la economía tarda mucho tiempo en ajustarse a un nuevo nivel de tipos de interés a largo plazo, y sólo se irá sabiendo gradualmente (y aun entonces sin certeza) en el curso de 1963, 1964 y después, si los tipos de interés a largo plazo vigentes en 1961-62 son adecuados o demasiado altos (o quizá demasiado bajos). Uno de los inconvenientes de la política del tipo de interés consiste, en efecto, en la extrema dificultad de juzgar cuál es el nivel adecuado que las autoridades deberían perseguir; pero mientras exista un importante sector privado de la economía que sea libre para fijar el nivel de su inversión, habremos de tener alguna política del tipo de interés; e incluso los rusos han encontrado alguna utilidad en el tipo de interés.

## V

Al examinar el funcionamiento del mercado monetario, el Comité hubo de considerar necesariamente la posición constitucional del Banco de Inglaterra y sus relaciones con otras partes de la maquinaria gubernamental; este aspecto de su tarea adquirió nueva importancia como resultado de la encendida controversia provocada en aquellos momentos por el Tribunal que investigó los alegatos de filtración de noticias sobre el salto del tipo bancario en septiembre de 1957. El Comité reunió muchos testimonios en este punto de su tarea, aunque no duplicó el trabajo del Tribunal. Resultaba que durante mucho tiempo —concretamente, desde 1931— no se había puesto en duda la responsabilidad política última del Canciller del Exchequer por los actos del Banco de Inglaterra: que se había operado una revolución, en parte por la experiencia bélica y más rápidamente en los últimos años, en el estrechamiento de las relaciones entre el Banco y el Tesoro; y que, a pesar de todo, el Banco retenía una vida propia como un foco separado de opinión sobre las materias técnicas que caen claramente dentro de su campo peculiar. Aunque se tenía la impresión de que las relaciones entre el Banco y otras

partes del Gobierno podrían ser, a veces, mejoradas, el Comité consideró que la situación arriba descrita era adecuada: su evolución durante los últimos años había sido concorde con los puntos de vista del Comité sobre lo que era necesario tanto para la adecuada integración de la política monetaria con otros aspectos de la política gubernamental, como para la práctica constitucional británica por la que los Ministros políticos aceptan la responsabilidad por todas las actividades importantes del Gobierno.

Ahora bien: el Comité, aunque consideró que la situación era, en general, adecuada, encontró que era muy poco conocida por el público, sobre todo por lo que se refería a las relaciones entre el Tesoro y el Banco en los últimos años. (Los meses que transcurrieron entre la publicación del Informe y la publicación de la Evidencia dieron la razón al Comité en este punto: muchos comentarios, en Inglaterra y en el extranjero, hechos necesariamente sin conocer la Evidencia, se basaban en el supuesto de que el Banco gozaba de un grado de "independencia" mucho mayor del que tenía en la realidad.) El Comité estimó que resultaba peligrosa esta falta de conexión entre la situación de hecho y lo que el público creía que era tal situación. Uno de estos peligros se había hecho espectacularmente patente con motivo del Tribunal sobre el tipo bancario en diciembre de 1957. Afortunadamente, en aquella ocasión la intervención de las vacaciones de Navidad antes de que el Parlamento pudiera actuar dió tiempo a que se calmasen los ánimos; y el Canciller pudo también argumentar que toda acción sería prematura en vista de que el Comité Radcliffe estaba examinando estos mismos problemas; pero la escapatoria no hubiera sido tan fácil en otra ocasión. Por eso, el Comité, aunque hizo explícita su opinión sobre la sustancia de la situación existente, recomendó que los acuerdos formales reflejasen más fielmente la realidad subyacente, haciendo así mínimo el riesgo de malas interpretaciones. Sus principales recomendaciones a este respecto fueron que el Canciller del Exchequer demostrara su responsabilidad política por una variación en el tipo de cambio mediante un anuncio formal en cada ocasión, y que las reuniones de los representantes del Banco y de los departamentos ministeriales, que tienen por objeto aconsejar al Canciller en materia de política monetaria, adquirieran carácter de Comité formalmente constituido cuya existencia fuera conocida por el público.

Estas recomendaciones relativamente poco importantes sobre los modos de "vestir" la sustancia encontraron, sin embargo, algunas resisten-

cias políticas —debidas, en parte, a que el Informe se publicó varios meses antes que la Evidencia—, y el Canciller adoptó una actitud reservada ante ellas. De hecho, (a) aceptó la recomendación sobre la aceptación formal de la responsabilidad por una variación en el tipo de interés bancario, y (b) nada hizo para dar una apariencia formal a su cuerpo conjunto de consejeros. Así han quedado las cosas, y mi opinión es que, desde que se ha publicado la Evidencia, se ha extendido bastante el conocimiento público de la verdadera situación, de modo que se ha hecho insignificante la diferencia entre las recomendaciones del Comité y las variaciones que, de hecho, se han producido.

## VI

El espacio dedicado en los párrafos precedentes a cada aspecto de la política monetaria se ha visto presidido por la cuantía de las explicaciones que parecían apropiadas para los lectores extranjeros interesados tanto en el Informe Radcliffe como en la política británica posterior. Este método tiene, sin embargo, el riesgo de que los lectores cuyo principal interés sea la política actual reciban una impresión engañosa. Por ello, en esta última sección me propongo realizar un resumen que espero que sirva para situar los distintos elementos de la "política pos-Radcliffe" en una perspectiva más adecuada.

1) En el frente internacional, la política continúa siendo la de mantener el tipo de cambio de \$ 2,80, junto con la mayor libertad posible en los pagos corrientes; y el fortalecimiento de tal sistema mediante el desarrollo de la liquidez internacional a través de las instituciones existentes y de la cooperación informal entre las autoridades monetarias de los principales países.

2) Ha continuado la tendencia a desconfiar de las medidas monetarias como instrumento principal para actuar *a corto plazo* sobre la presión de la demanda. El Informe Radcliffe apoyó con fuerza esta tendencia e indicó que debería explorarse la mayor flexibilidad de las medidas fiscales; se ha admitido esta necesidad, y se ha dotado de mayor flexibilidad al sistema fiscal con este fin. Incluso así, continúan siendo agudas las dificultades para reconciliar los diversos objetivos de la política económica, persiste la inflación (aunque quizá no más amenazadora que en otros países importantes) y el Gobierno, aunque sigue haciendo uso de las medidas monetarias y fiscales, ha acudido a métodos diferentes de ataque a largo plazo al problema de la inflación.

3) Por el lado monetario, la principal innovación del período ha consistido en la adopción de una política positiva de tipos de interés a largo plazo, y las circunstancias han permitido a las autoridades (tal vez en forma poco usual) operar casi independientemente sobre los tipos de interés a corto y a largo plazo. En el mercado a largo se ha impuesto tipos cada vez más altos hasta el otoño de 1961. El tipo a corto, por otra parte, se ha movido hacia arriba o hacia abajo atendiendo principalmente a la situación internacional; aunque las autoridades también hayan esperado, cuando han elevado fuertemente los tipos a corto, que pudiera tener algún efecto en apoyo de la política de tipos a largo dirigida a restringir la demanda.

4) Cuando la gravedad en la situación de la balanza de pagos les ha obligado a recurrir a casi cualquier medio para frenar la presión de la demanda, las autoridades han intentado una restricción general del crédito mediante requerimientos a los bancos y a una amplia gama de otras instituciones financieras. Las ramificaciones de estos requerimientos han estado en armonía con la opinión mantenida por el Comité de que no se debía actuar solamente sobre los bancos comerciales; pero las autoridades han mostrado mayor confianza que el Comité en la persuasión moral de una amplia gama de prestamistas no bancarios. Al hacer estos requerimientos, las autoridades han introducido un fuerte elemento selectivo en el control del crédito, pero se han abstenido de introducir límites máximos del tipo utilizado en etapas anteriores.

5) Al tratar con los *clearing banks*, las autoridades han empleado el sistema de "depósitos especiales" para atacar su potencia prestamista, a pesar de los puntos de vista contrarios que expresaron en la Evidencia y de la frialdad del Comité en este punto. Cuando se exigieron primero dichos depósitos, se dejó libertad a los bancos en sus reacciones, y la única fuerza de la medida derivó de lo que las autoridades estaban haciendo en el mercado de bonos. Sin embargo, en una etapa posterior se dijo a los bancos cómo habían de reaccionar exactamente de modo que los depósitos especiales se convirtieron esencialmente en una pieza ritual que subrayaba los deseos de las autoridades; la medida importante era la persuasión moral, es decir, lo que las autoridades dijeron a los *clearing banks*.

6) Respecto del crédito a plazos, se ha producido un movimiento de opinión en estos años contra las variaciones frecuentes en el "control de las condiciones", y el Informe Radcliffe adoptó la postura de que tales variaciones deberían ser, en general, evitados, aunque pudiera resultar aconsejable acudir a ellas en determinadas circunstancias. La po-

lítica gubernamental parece haber seguido esta línea: la única ocasión en que se ha endurecido el "control de las condiciones" podría ser reconciliada con las prescripciones del Comité. Sin embargo, las autoridades han considerado el crédito a plazos como uno de los objetos especiales de la restricción crediticia a que nos hemos referido en 4) y 5) más arriba. Tampoco en este punto ha habido actividad legislativa, pero las autoridades han confiado bastante en la eficacia de la persuasión moral.

En resumen, en los puntos 1), 2) y 3), la política ha seguido, más o menos, las líneas indicadas en el Informe Radcliffe. (También podría decirse con casi igual propiedad que el Comité se limitó a persuadir a las autoridades para que se movieran con un poco de confianza en la dirección en que ya lo estaban haciendo.) En los puntos 4), 5) y 6), las divergencias vienen a reducir al hecho de que las autoridades han aumentado su confianza en el método de la exhortación. Tal vez el Comité Radcliffe hubiera debido tener más en cuenta el grado en que las instituciones financieras británicas, incluyendo la mayor parte de los "prestamistas marginales", son interdependientes y están centradas, de hecho, en la City de Londres. En un sistema tal como el actual británico, quizá la acción *rápida* más efectiva en el campo monetario consista sencillamente en decir al público lo que ha de hacer. En cualquier caso, éste parece haber sido el giro que han tomado las cosas.

Por último, un notable desarrollo de los últimos tiempos ha sido la continua recogida y extensión de información sobre las instituciones financieras. Este desarrollo había ya comenzado en pequeña escala antes del Comité, pero el trabajo de éste y sus recomendaciones le dieron nuevo impulso. Es ahora política aceptada que es preciso acelerar este desarrollo. El avance es aún penosamente lento si se tienen en cuenta las necesidades; pero, al menos, la situación ha variado radicalmente respecto de lo que era hace, digamos, cinco años. El próximo examen del sistema monetario será así mucho más fácil. Porque la práctica hasta ahora era tal que no podían esperarse resultados ideales de las escasas investigaciones practicadas, seguidas por décadas de profundo misterio. El Comité Radcliffe, con la mejor voluntad del mundo, trabajó, como sus predecesores, con graves obstáculos en su intento de esclarecer el *folklore* acumulado y de poner al descubierto el funcionamiento de la maquinaria. Si la oferta continua de información puede ser desarrollada y se hace posible la investigación continua de algunos de los principales problemas, no será necesario que el Comité Radcliffe tenga sucesores. Y esto es probablemente verdad para otros países tanto como

para Gran Bretaña: aún puede ser valiosa una revisión periódica completa; pero será más valiosa si se trata de una revisión de las investigaciones realizadas durante un período en vez de ser un esfuerzo por dispersar, una vez cada treinta años, la niebla del misterio que tan fácilmente envuelve los asuntos financieros.

Diciembre 1961.

R. S. SAYERS