

OBJETIVOS Y TECNICAS DE LA POLITICA MONETARIA EN EUROPA OCCIDENTAL (*)

Por Warren D. McClam*

I. INTRODUCCION

En los últimos años un número creciente de países de Europa Occidental ha adoptado la práctica de fijar objetivos de crecimiento para la oferta monetaria u otros agregados monetarios. Por supuesto, el nuevo enfoque presentó para estos países un desplazamiento de la confianza que anteriormente otorgaban a metas relativas de tasas de interés como objetivo intermedio de política monetaria. ¿Cuál es la explicación del uso difundido de esta técnica? ¿Se han convertido los bancos centrales repentinamente a los preceptos del monetarismo? ¿O se trata de un caso de causalidad invertida, respuesta pragmática al mundo cambiante de la economía, o lo que Milton Friedman llamó recientemente la influencia doctrinal de la "experiencia en bruto"? 1/

(*) Este trabajo fue presentado en la XIV Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, San Carlos de Bariloche, Río Negro, Argentina, noviembre de 1977. (*) Bank for International Settlements.

En la década de 1960, bajo la influencia de la nueva teoría cuantitativa del dinero, se prestó creciente atención a los agregados monetarios. Sin embargo, sólo en fecha reciente el uso de objetivos públicamente anunciados para los agregados monetarios, se convirtió en un fenómeno de amplia difusión. Uno de los primeros países que anunciaron un objetivo de ese tipo -casi al mismo tiempo que Estados Unidos 2/- fue Alemania, cuando en diciembre de 1974 el Bundesbank dio a conocer la tasa deseada de crecimiento de la base monetaria del Banco Central para los doce meses siguientes. Al mismo tiempo, Suiza adoptó un objetivo para su base monetaria y para M_1 , mientras que Italia ya había comenzado a trabajar en 1974 en un objetivo para la expansión total del crédito. En Canadá, la aplicación de los objetivos se inició en otoño de 1975. Posteriormente, el Reino Unido y Francia adoptaron objetivos para ciertos agregados, aunque lo hicieron en circunstancias que diferían bastante de las que prevalecían en la mayoría de los otros países. En Holanda, el objetivo de la política se expresó como una relación entre M_2 y el ingreso nacional, pero las autoridades consideran que esto no difiere en esencia del enfoque representado por la fijación de una meta. Desde comienzos de la década de 1970, España ha estado fijando objetivos de crecimiento para la oferta monetaria, en el sentido amplio, aunque ellos están principalmente destinados a servir como directivas para orientar la política de los bancos comerciales. Uno o dos países, aunque no se comprometieron públicamente a determinada meta, se guiaron evidentemente, por un pronóstico normativo del crecimiento monetario. Por otra parte, algunos países, como, por ejemplo, Austria, Bélgica y Suecia, siguieron explícitamente absteniéndose de aplicar objetivos cuantitativos.

II. RAZONES PARA LA ADOPCION DE OBJETIVOS MONETARIOS ENUNCIADOS PUBLICAMENTE

Los trastornos económicos de comienzos del decenio

de 1970 desempeñaron un papel primordial en el impulso de la aplicación de objetivos cuantitativos. En el nivel más general, uno de los factores fue la transición de las tasas de cambio fijas a las tasas de cambio flotantes controladas mientras que otro factor fue el surgimiento de una rápida inflación en combinación con un elevado nivel de desempleo.

A. La influencia de las consideraciones sobre tipos de cambio

Las conexiones entre las consideraciones del tipo de cambio y las actitudes frente a la aplicación de metas monetarias han sido de índole bastante diversa, y, desde este punto de vista, es posible distinguir tres grupos de países. Para algunos de los principales países de moneda "fuerte" tales como Alemania y Suiza, la instauración de la tasa de cambio flotante representó verdaderamente una oportunidad para recuperar la autonomía monetaria nacional. Sus bancos centrales, liberados de la obligación de intervenir en los mercados cambiarios, vieron los objetivos monetarios como un medio para dar una indudable indicación de su intención de limitar la expansión monetaria, así como de su responsabilidad para llevarla a cabo. Además, en estos países, los bancos centrales han disfrutado, desde hace tiempo, de un grado de independencia desconocido en los demás países.

Un segundo grupo de países, formado por el Reino Unido, Italia, Francia y España, incluye aquellos que sufrieron recurrentes tensiones externas. En estos casos, la adopción de objetivos para los agregados monetarios estuvo fuertemente influenciada por la necesidad de lograr una mayor estabilidad en los tipos de cambio a través de la estabilización de las condiciones monetarias. Generalmente, la especificación del objetivo constituyó sólo un elemento dentro de un programa más extenso de estabilización. Aun más: donde el ajuste externo constituyó la meta primordial, el objetivo principal se formuló algunas veces en

términos de la expansión del crédito interno, en algunos casos, como parte de un conjunto internacional de medidas de apoyo.

Un tercer grupo está formado por algunos países con economías relativamente pequeñas y abiertas y con regímenes mixtos de tipos de cambio. Podemos mencionar aquí a Bélgica, a Holanda y a Suecia, que se encuentran dentro de la "serpiente" europea, así como a Austria, que se ha unido estrechamente al dispositivo de la "serpiente". Con la excepción de Holanda, que aplica una norma monetaria de tipo especial, ninguno de estos países utiliza un objetivo monetario. Consideran, entre otras razones, que su vulnerabilidad a los trastornos externos y la posible necesidad de dar prioridad a ciertos ajustes en la tasa de interés ejercen su influencia en contra de un compromiso por alcanzar objetivos específicos y en favor de mantener tipos de cambio fijos.

Desde el punto de vista de ciertos bancos centrales, los objetivos monetarios se han transformado, en cierto sentido, en un punto de referencia de la política que ocupa el lugar de las tasas de cambio fijas. Con los tipos flotantes, la experiencia ha demostrado que hay gran incertidumbre en lo que se refiere a lo que debería ser un tipo de cambio apropiado. Al concentrar su atención en un objetivo monetario, las autoridades monetarias se encuentran en una posición más fuerte para, frente a las presiones, resistirse a intervenir en el apoyo de determinado tipo de cambio. Puede ayudarles también a resistir cualquier tendencia propia e indebida a contrarrestar las inclinaciones fundamentales del mercado cambiario.

B. Inflación y desempleo

El derrumbe del sistema de Bretton Woods de paridades fijas, que fue seguido por una virtual explosión monetaria, un recrudecimiento de la inflación mundial y

una elevación marcada de los precios de los energéticos, convenció a muchos países de que hacían falta nuevos enfoques de política. Esta convicción fue reforzada por los acontecimientos de 1974 y de los años que siguieron, cuando el mundo industrial cayó en una profunda recesión económica, de la cual no ha podido aún salir. De esta experiencia surgió un desencanto creciente por las políticas tradicionales de afinación minuciosa, así como una conciencia de las formas en que la inflación puede volverse fuente de desempleo. Asimismo, creció la conciencia de que la excesiva creación monetaria tiende a ser seguida, en término medio, por una aceleración en la tasa de inflación.

Además, en términos puramente operacionales, muchos bancos centrales de Europa Occidental acabaron por aceptar que, en presencia de tasas elevadas y variables de inflación, la oferta monetaria constituye, para las medidas de política monetaria, una base más confiable que la de los tipos de interés. No es sólo que los tipos nominales de interés puedan dar una impresión falsa sobre el grado de restricción o de expansión, sino también resulta difícil estimar cuáles pueden ser las tasas reales correspondientes. Como lo señaló uno de los banqueros centrales, "...la inflación imparte un tinte monetarista -o casi monetarista- prácticamente a toda formulación de política monetaria. Esto se verifica particularmente, como ha sido la experiencia casi universal hasta ahora, cuando las tasas de inflación resultan sumamente variables y, por lo tanto, difíciles de predecir." 4/

En consecuencia, frente a estos antecedentes, la adopción de los objetivos monetarios se vio alentada, en parte, por su posible utilidad para que un país salga gradualmente de una fase de inflación elevada. Según se cree, el compromiso previo a un objetivo de tasa de crecimiento ayuda a establecer un marco apropiado de expectativas para una desaceleración ordenada de la inflación. Al anunciar públicamente cuál es el objetivo, se señala a los

agentes económicos -principalmente empresas comerciales y sindicatos- que las expectativas no deben fundarse en las tasas presentes, sino en las tasas futuras predeterminadas de crecimiento monetario. A medida que avanza el tiempo se reducirían aún más los objetivos.

Esta forma de presentar la cuestión parece compatible con la doctrina monetarista, que afirma que un crecimiento monetario sostenido y moderado constituiría una base más sana para la toma de decisiones de los particulares. Sin embargo, los puntos de vista de los países de Europa Occidental parecen ir más allá en algunos aspectos. Por ejemplo, es probable que las autoridades de estos países se consideren a sí mismas como en presencia de mercados de bienes y mano de obra menos competitivos de los que se encuentran en Estados Unidos. Por lo tanto, aún en el caso de Alemania, las autoridades mostraron gran preocupación, al fijar su objetivo y relacionarlo con el producto bruto nacional (PBN) a precios corrientes, para indicar las implicaciones de este objetivo en cuanto a precios y producto, dejando, después, que los participantes en el mercado soportaran las consecuencias de sus actos. Según Bockleman, "... el elemento verdaderamente nuevo en la publicación de los objetivos cuantitativos..." se encuentra en la meta, "... que consiste en evitar el proceso costoso del aprendizaje por una errónea experiencia y en facilitar, hasta donde sea posible, el ajuste al curso de la política monetaria". 5/

Además, para cierto número de países, un objetivo monetario representa mucho más que un compromiso del banco central. Puede, en realidad, ser un objetivo acordado, negociado o fijado por el gobierno central, y, en este sentido, es posible que refleje más el resultado esperado de una combinación amplia de políticas que la acción del banco central como tal 6/. Muchos gobiernos se han visto últimamente ante grandes -y en algunos casos enormes- déficit del sector público y, en consecuencia, pueden considerar los objetivos monetarios como un valioso elemento de autodisciplina para reducir estos déficit y/o para limi-

tar el financiamiento monetario del mismo 7/. Otra fuente autónoma de perturbación monetaria, más frecuentemente en algunos países que en otros, ha sido el poder de negociación ejercido por un fuerte movimiento sindical.

En circunstancias como estas, el comportamiento apropiado del dinero debe considerarse como apoyado en una combinación de política de ingresos, política fiscal, administración de la deuda pública y política monetaria. Por lo tanto, puede verse que la responsabilidad de la dirección monetaria se extiende bastante más allá de los límites del propio banco central, por lo que un objetivo monetario se transforma en un punto central para la formulación congruente de la combinación de políticas en su conjunto. Este punto de vista fue claramente expresado por el señor Richardson, gobernador del Banco de Inglaterra:

"Creo que es correcto declarar públicamente una meta de crecimiento de la oferta monetaria que se ajuste a una tasa realista de crecimiento económico sin que se adecue, más que parcialmente, a la tasa de inflación. Pero las políticas monetaria y fiscal -a las cuales se añaden la política de ingresos- tienen cada una un papel que desempeñar y deben constituir un todo coherente." 8/

En lo que se refiere a metas finales, puede decirse que en todos los países la fijación de los objetivos monetarios está orientada hacia el mediano plazo. Se trata con esto de reducir la tasa de inflación, o de mantenerla a un nivel bajo, alentando al mismo tiempo un retorno gradual a niveles elevados de empleo 9/. En este sentido, la aplicación de los objetivos es totalmente congruente con la estrategia a mediano plazo adoptada por los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y que está descrita en las proyecciones para 1980 10/. Se podría añadir que en el Cuadragésimo Sexto Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales se prestó apoyo a los objetivos monetarios 11/ y, en fecha más reciente, una recomendación similar fue formulada en el llamado Informe McCracken 12/.

Dentro del contexto de la Comunidad Económica Europea (CEE), algunos países han considerado a los objetivos monetarios como un instrumento prometedor para llegar a la armonización de las condiciones monetarias entre los Estados miembros. Ya desde fines de 1973 los Ministros de Economía y Finanzas de la CEE convinieron en que en los años venideros los países miembros debierandi rigir sus esfuerzos gradualmente hacia el crecimiento del dinero y del cuasi dinero, para que alcanzaran una cifra que correspondiera al crecimiento del PBN real, más la tasa del objetivo del incremento de los precios. Por primera vez en 1976, la Comisión de la CEE recomendó en su Informe Anual los objetivos monetarios como medio para fomentar una convergencia de las condiciones económicas dentro de la propia CEE, pero estas recomendaciones fueron posteriormente suprimidas de las directivas de la Comisión sobre Política Económica para 1977 13/. Puede suponerse que en presencia de una coyuntura económica muy incierta, y con ciertos países abrigando aún dudas sobre el valor de los objetivos, no resultaba posible la aceptación generalizada de los compromisos por alcanzar los objetivos. En la actualidad, parece que la coordinación de la política monetaria está fundada en la elección de los objetivos y las metas intermedias por parte de cada uno de los países.

En resumen, mi impresión es que la utilización de los objetivos monetarios ha estado en la práctica mucho más influida por la fuerza de los acontecimientos que por la nueva doctrina monetarista. Pero el fundamento de esta opinión se considerará más adelante en los capítulos siguientes.

III. FIJACION DE LOS OBJETIVOS Y SUS RESULTADOS: ALGUNAS COMPARACIONES INTERNACIONALES

La forma de cuantificar los objetivos monetarios difiere considerablemente de un país a otro. Las gráficas y cuadros adjuntos proporcionan una amplia ilustración de

la fijación de los objetivos desde 1974, así como de sus reales resultados monetarios. Para permitir la comparación, se incluyen también los datos correspondientes a Estados Unidos y Canadá. En la práctica, los procedimientos adoptados en Estados Unidos son más flexibles que en otros países. Los objetivos se fijan con cuatro trimestres de anticipación y corresponden a tres definiciones diferentes del dinero, fijándose cada una de las metas más como rangos que como una sola cifra y estando cada una sujeta a modificaciones en cada uno de los trimestres sucesivos 14/.

En Canadá, también, se fija un rango, pero éste corresponde solamente a un objetivo, M_1 , siendo una de las razones que el comportamiento de los otros agregados depende, en parte, de los aspectos institucionales del comportamiento de las tasas de interés, que se encuentran fuera del control del banco central. En Estados Unidos, el crecimiento de M_2 y M_3 ha mostrado tendencia a acercarse más a los límites superiores, mientras que el de M_1 ha sido mucho más moderado.

En Europa Occidental existen al menos tantos objetivos diferentes como países que los utilizan, lo cual refleja, entre otras cosas, la gran diversidad de sus condiciones institucionales. En el sentido monetarista de la expresión ningún país usa la "base monetaria" como un objetivo intermedio, aun cuando Suiza la emplea como un objetivo operacional al tratar de controlar M_1 , y en Italia desde hace largo tiempo también ha revestido importancia operacional. En el caso de Alemania, el dinero del banco central no es lo mismo que la base monetaria, ya que excluye las reservas excedentes, y se lo debe considerar en cambio como un promedio ponderado de M_3 de Alemania. Por lo tanto, en términos generales los objetivos intermedios oscilan entre M_1 (Canadá, Suiza y Estados Unidos) y el crédito total (Italia).

OBJETIVOS MONETARIOS PUBLICADOS Y TASAS REALES DE EXPANSION MONETARIA

País	Agregado monetario	Período del objetivo	Objetivo	
			Aumento absoluto o en porcentaje	Resultado real
Canadá	M ₁	II/1975-II/1976 febrero-abril 1976-II/1977	10-15 8-12	12,0 1/ 8,6
Francia	M ₂	Los 12 meses que terminaron en diciembre de 1976 Los 12 meses que terminan en diciembre de 1977	- 12,5 2/	12,8 -
Alemania	Dinero del banco central	IV/1974-IV/1975 Promedio 1975-promedio 1976 Promedio 1976-promedio 1977	8,0 8,0 8,0	9,5 9,2 -
Italia	Expansión total del crédito	Marzo de 1974-marzo de 1975 Marzo 1975-marzo 1976 Diciembre 1975-diciembre 1976 Diciembre 1976-diciembre 1977 Marzo 1977-marzo 1978	21.800 mil millones de liras italianas 2/ 24.700 mil millones de liras italianas 2/ 29.500 mil millones de liras italianas 2/ 30.600 mil millones de liras italianas 2/ 6/ 30.000 mil millones de liras italianas 2/	21.600 35.220 33.280 - -
Países Bajos	M ₂ /ingreso nacional neto	Fin de 1976 Disminución progresiva hasta 1980	- 3,7	4,1 -
España	M ₃	Enero-junio 1975 Julio-diciembre 1975 Enero-agosto 1976 Mediados de agosto-septiembre 1976 Septiembre 1976-septiembre 1977 Septiembre 1977-diciembre 1977	18 14 16-17 20 21 20-17 3/	21,7 21,8 21,8 21,8 - -

Suiza	Base monetaria	Diciembre 1974-diciembre 1975	6,0	6,2
		Promedio 1975-promedio 1976	6,0	3,8
Reino Unido	M ₁	Diciembre 1974-diciembre 1975	6,0	5,9
		Promedio 1975-promedio 1976	6,0	8,0
		Promedio 1976-promedio 1977	5,0	-
Reino Unido	Expansión del crédito interno	12 meses hasta mediados de abril de 1977	9,0 mil millones de libras esterlinas ^{2/}	4,2 mil millones de libras esterlinas
		12 meses hasta mediados de abril de 1978	7,7 mil millones de libras esterlinas ^{2/}	-
Estados Unidos ^{5/}	Oferta monetaria en libras esterlinas (M ₃)	12 meses hasta mediados de abril de 1977	9-13 ^{4/}	7,5
		12 meses hasta mediados de abril de 1978	9-13 ^{4/}	-
		M ₁	I/1975-I/1976	5,0-7,5
		I/1976-I/1977	4,5-7,0	6,1
		I/1977-I/1978	4,5-6,5	-
		II/1977-II/1978	4,0-6,5	-
Estados Unidos ^{5/}	M ₂	I/1975-I/1976	8,5-10,5	9,5
		I/1976-I/1977	7,5-10,0	10,8
		I/1977-I/1978	7,0-9,5	-
		II/1977-II/1978	7,0-9,5	-
Estados Unidos ^{5/}	M ₃	I/1975-I/1976	10,0-12,0	12,2
		I/1976-I/1977	9,0-12,0	12,6
		I/1977-I/1978	8,5-11,0	-
		II/1977-II/1978	8,5-11,0	-

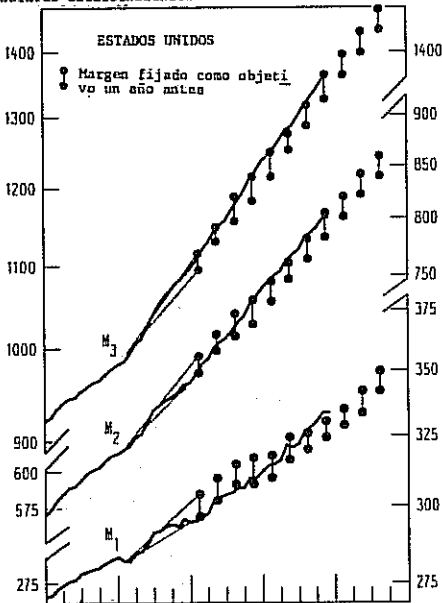
1/ Tasas de expansión desde II/1975 hasta febrero-abril de 1976, período elegido para evitar la influencia de las huelgas postales. 2/ Límite superior. 3/ Disminución progresiva. 4/ Márgenes que se declaran compatibles con el objetivo correspondiente a la expansión del crédito interno. 5/ Objetivos de plazo medio. 6/ Se modificó el límite superior a 32.000 mil millones de libras en septiembre de 1977.

En cuanto a la elección de los objetivos, por regla general las autoridades se inclinan por considerarla como un regateo (trade-off) entre el control del agregado, por un lado, y la proximidad de su relación con el producto bruto nacional, por el otro. Naturalmente, sería conveniente poder encontrar una función estable de la demanda de dinero que, al mismo tiempo, fuera suficientemente elástica con respecto a tasas de interés como para permitir ejercer el control por medio de variaciones inducidas en dichas tasas.

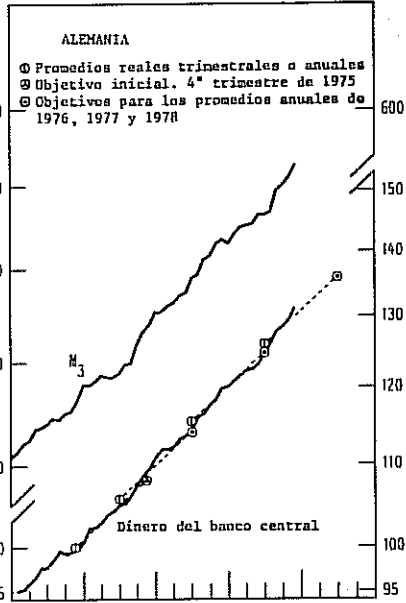
En la práctica, la elección de un objetivo en los países de Europa Occidental nunca ha sido un proceso claramente definido. Aparte de la dificultad de identificar el agregado más estable en recientes condiciones, al parecer han desempeñado un importante papel ciertas consideraciones pragmáticas relativas al control. En algunos países las autoridades han podido apoyarse para alcanzar sus objetivos principalmente en el manipuleo de las tasas de interés, mientras que en otros países el control ha dependido, en parte, de la aplicación de limitaciones cuantitativas al crédito. Es más; en la elección ha influido a veces la rápida disponibilidad de las estadísticas relativas al objetivo o la pertinencia de la estadística en un marco más amplio de análisis y predicciones. Por último, los países que experimentan problemas de ajuste externo han encontrado que es apropiado (o necesario) asignar más énfasis temporariamente a un objetivo de expansión del crédito interno, en lugar de uno en materia de stock monetario. En síntesis, los objetivos que se utilizan en la actualidad son aparentemente de carácter algo provisional o experimental.

OBJETIVOS MONETARIOS Y EL CRECIMIENTO DEL DINERO
(escala semi-logarítmica)

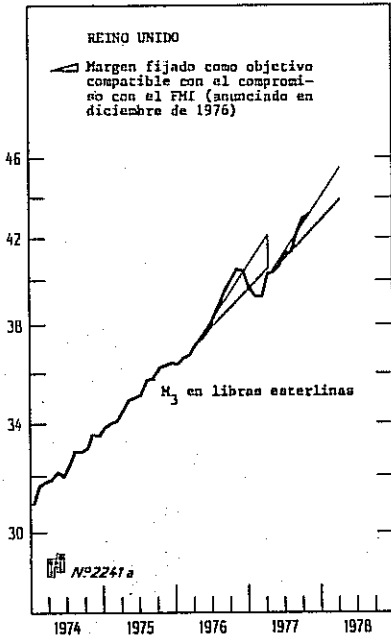
Miles de millones de dólares estadounidenses



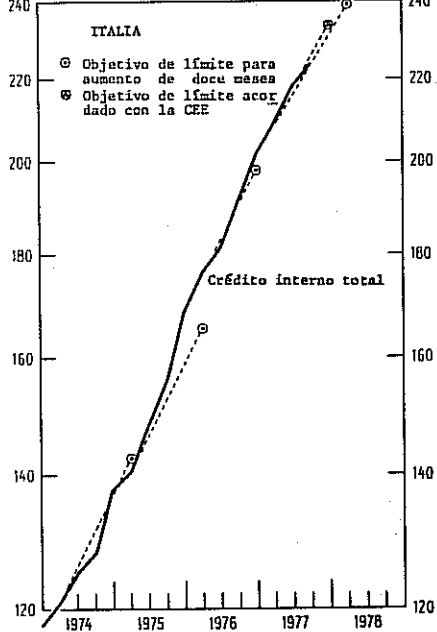
Miles de millones de marcos alemanes



Miles de millones de libras esterlinas

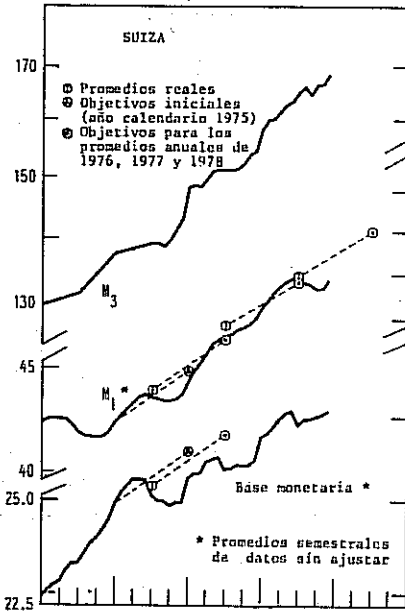


Miles de millones de liras italianas

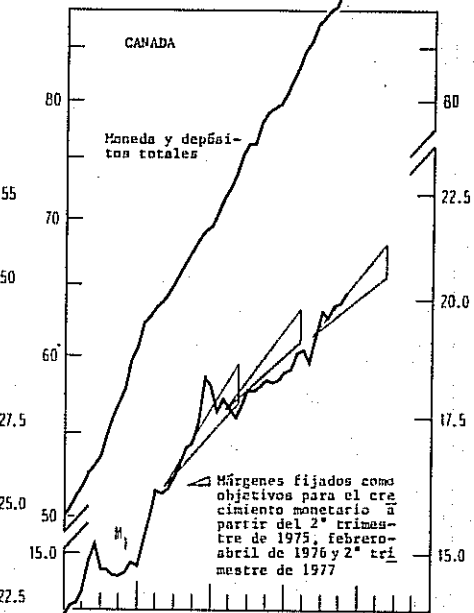


OBJETIVOS MONETARIOS Y EL CRECIMIENTO DEL DINERO
(escala semi-logarítmica)

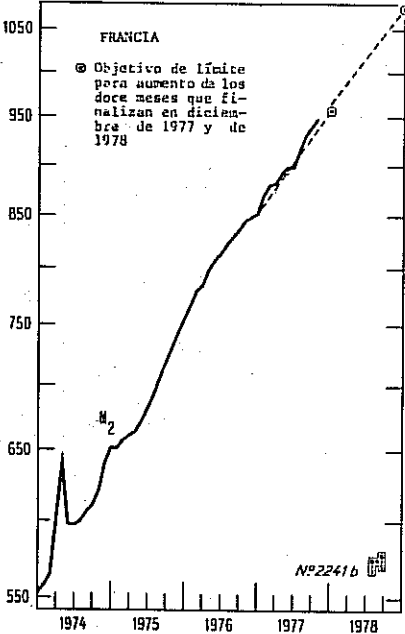
Miles de millones de francos suizos



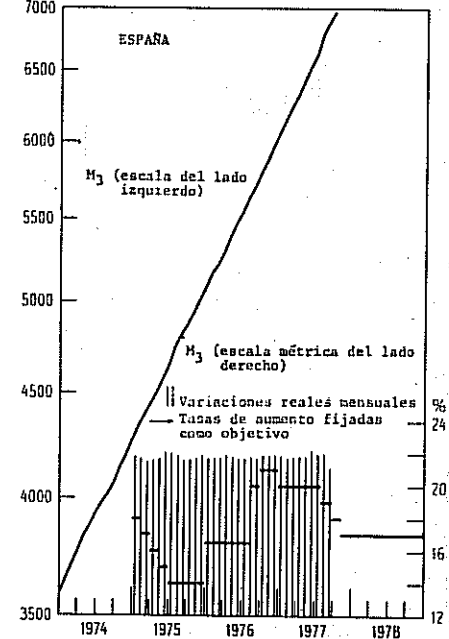
Miles de millones de dólares canadienses



Miles de millones de francos franceses



Miles de millones de pesetas



¿Qué es mejor: un objetivo de una sola cifra o un objetivo que se expresa como un rango? Si la meta principal consiste en condicionar las expectativas del mercado impartiendo la mayor certidumbre posible en relación con las intenciones de las autoridades sobre política monetaria, una cifra única o cuando mucho un margen muy estrecho se recomiendan por sí solas. La gran mayoría de los autores del informe McCracken piensan que el enfoque de objetivos "... debe llevarse a cabo en forma pragmática y moderadamente flexible ... algunos países pueden estar a favor de un límite superior e inferior establecido internamente o enunciado públicamente, en lugar de un punto fijo, para definir la tasa permisible de expansión monetaria". 15/ Mientras que en Estados Unidos y en Canadá se utiliza un margen bastante amplio, el único país de Europa Occidental que procede en la misma forma es el Reino Unido. 16/ Francia, Alemania, España y Suiza, utilizan objetivos de una cifra única. Lo mismo se verifica también en Italia, donde el objetivo puede considerarse más como un tope que como una meta específica que deba alcanzarse. Por supuesto, es más fácil no alcanzar los objetivos de cifra única, y estos desaciertos podrían, con el tiempo, debilitar la credibilidad del objetivo.

¿Con qué frecuencia deben ajustarse los objetivos monetarios? Nuevamente, si se le asigna gravitación a la importancia de las expectativas del mercado, el objetivo normalmente debe modificarse lo menos posible. En Europa Occidental la práctica difiere de la que prevalece en Estados Unidos. Por regla general, el objetivo se establece sólo una vez al año, generalmente en otoño, cuando se están formulando los presupuestos para el año siguiente y, en algunos países, antes de la iniciación de una nueva serie de negociaciones salariales. El Reino Unido es una excepción, donde el momento apropiado para una revaluación de los objetivos monetarios se presenta alrededor de la época de elaboración del presupuesto durante la primavera. Alemania y quizá, hasta cierto punto, Suiza 17/ parecen conceder importancia a una tasa de crecimiento monetario estable y, aunque los objetivos se han modi

ficado en algunos aspectos, los números han permanecido notablemente constantes. Sin embargo, las actitudes de otros países parecen estar en menor consonancia con la receta monetarista. Unos de los motivos consiste en que, habiendo empezado más allá de una posición de equilibrio, sienten la necesidad de ajustar gradualmente hacia abajo su objetivo. Otro de los motivos es el peso que los gobiernos quieren conceder a los objetivos de corto plazo. 18/

¿Qué instrumentos o qué técnicas monetarias se utilizan para alcanzar los objetivos monetarios? En un sentido amplio, como lo mencionamos ya, algunos países consideran que el crecimiento monetario está en gran parte determinado por la combinación general de políticas. En consecuencia, el comportamiento del dinero reflejará no solamente el impacto de las políticas fiscales y de ingresos, sino también de las políticas de tipos de cambios y de control de cambios. Pero en el sentido estricto, con los instrumentos de control mencionados a disposición del banco central, se emplean fundamentalmente dos técnicas, o una combinación de ambas, siendo una de ellas la de las tasas de interés y la otra la de los controles cuantitativos.

Por supuesto, la utilización de las tasas de interés como la variable instrumental clave para alcanzar objetivos monetarios cuantitativos no es en absoluto una paradoja, siempre que las autoridades monetarias estén dispuestas a permitir que las tasas de interés para el crédito del banco central fluctúen con amplitud suficiente para que sean compatibles con el objetivo monetario. 19/ Las tasas de interés se vuelven simplemente un medio para alcanzar un fin, en lugar de ser un fin en sí mismas. No solamente en Estados Unidos y en Canadá, sino también en varios países europeos, las políticas de la banca central destinadas a influir en las tasas de interés a corto plazo pueden estar encaminadas a influir también en la demanda de base monetaria. Pero, en contraste con Estados Unidos, en los países europeos el manejo de la deuda pública y/o las operaciones del mercado abierto han

mostrado tendencia a ser utilizadas con mayor flexibilidad en los mercados a mediano y a largo plazo, en parte con la intención de controlar la expansión monetaria. Podemos aquí citar los ejemplos de países tales como Bélgica, Alemania, Holanda, Suecia, Suiza y el Reino Unido, aunque han diferido mucho las técnicas y sus objetivos primordiales. En ocasiones, como fue recientemente el caso de Holanda y Alemania, se puede aplicar una política de tasas bajas de interés como medio para fomentar los flujos de capital hacia el extranjero.

Sin embargo, algunos países juzgan necesario o deseable recurrir a controles cuantitativos del crédito para limitar el crecimiento monetario. Después de un importante aumento del crédito al sector privado, Holanda volvió recientemente a aplicar esta técnica, en parte con la meta de reducir al mínimo las entradas de capitales atraídas por las tasas de interés. Dentro del contexto de los esfuerzos italianos de estabilización, el Banco de Italia aplicó también topes cuantitativos al crédito, en los últimos dos años. Durante algunos años, Francia fijó normas de crédito en su política de "encadrement du crédit" (fijación de límites para el crédito) que ayuda a mantener dentro de ciertos límites el crecimiento monetario. En Dinamarca, el tope del crédito actualmente en vigencia se aplica a las líneas de crédito no utilizadas y ha servido, en parte, para fomentar la entrada de capitales. En el Reino Unido, el esquema de depósitos suplementarios, aunque fue recientemente suspendido, ayudó en ocasiones a limitar la expansión del crédito; además, representa una penalización por el crecimiento de pasivos "elegibles" más allá de ciertos límites.

IV. PROBLEMA DE LA FIJACION DE OBJETIVOS

La experiencia con la fijación de objetivos monetarios en Europa Occidental ha sido de duración limitada. Por un lado, se está desarrollando en un ambiente esencialmente nuevo, el de los tipos de cambio flotantes.

Por otro lado, en gran parte se desarrolló exclusivamente dentro de un período de recesión profunda, dentro del cual la lucha contra la inflación provocada por excesos monetarios anteriores aún constituía un problema. En varios casos, las autoridades indicaron que la fijación de objetivos se había emprendido con carácter provisional o experimental, dejando así que reinara cierta incertidumbre sobre el porvenir de esta técnica. Lo que resulta claro es que se produciría la prueba verdadera si la reacción alcanzara una etapa más avanzada, ya que entonces sería necesario aceptar importantes alzas en las tasas de interés como medio de control monetario. 20/ Como alternativa, ciertos países podrían enfrentarse con una prueba de índole diferente, o sea, cómo modificar sus objetivos en caso de que la producción volviera a quedar estancada, mientras que los precios siguiesen aumentando a un ritmo inaceptablemente elevado, o si es conveniente modificarlos.

En fecha reciente el Citibank, en su "Carta Económica Mensual" expresó lo que sigue:

"Los gobiernos han adoptado los instrumentos técnicos de la nueva economía monetaria. Los objetivos de crecimiento monetario se enuncian públicamente, incluso los objetivos del aumento del PBN nominal. Pero en el proceso ... se están pasando por alto relaciones de importancia crucial, tales como las que existen entre el dinero y la inflación, o entre el crecimiento monetario y el gasto". 21/

En realidad, puede dudarse de la firmeza de la resolución de los gobiernos de Europa Occidental de implantar el control directo del agregado para el cual se ha fijado un objetivo, mediante la acción del banco central. En cierto modo, las actitudes europeas reflejan una opinión más compleja del proceso monetario y, al mismo tiempo, sensibilidad frente a una serie de dificultades que podrían presentarse en su normal funcionamiento. Como ya se señalara, se tiende en general a considerar el compor

tamiento de la oferta monetaria como una función de la combinación total de políticas, es decir, no simplemente de la política del banco central sino también de la política fiscal, y en algunos casos de la política de ingresos. En otras palabras, si la combinación de políticas es acertada, el comportamiento del dinero también lo será. En este sentido, los objetivos monetarios sirven para controlar la compatibilidad global de la política y en la práctica significan un ejercicio continuo de política económica. En resumen, ayudan a concentrar los criterios de aquellos cuyas medidas inciden sobre los resultados de índole monetaria. Sin embargo, creo que también sería correcto señalar que los objetivos fijados en Europa Occidental significan algo más. Su adopción reflejó la determinación de las autoridades de colocar a la oferta monetaria bajo un control más eficiente, aun cuando esto implicara la necesidad de una menor flexibilidad que en el pasado en el comportamiento del banco central.

Al evaluar el uso e importancia de los objetivos monetarios en Europa Occidental, es conveniente centralizar la atención en tres aspectos problemáticos: (i) la oferta de dinero, (ii) la demanda de dinero y (iii) el comportamiento de los precios y la producción.

A. La variabilidad de la oferta monetaria

¿Cómo puede juzgarse mejor la influencia que la fijación de objetivos tuvo sobre el comportamiento real del dinero? Después de todo, una cosa es fijar un objetivo y otra es mejorar el comportamiento anterior. ¿La nueva estrategia implicó un cambio en los resultados reales o simplemente el uso de un nuevo vocabulario o una nueva "envoltura"?

Una prueba evidente, primero, es la medida en que el crecimiento real del dinero se aparta del objetivo. Como se señala en los cuadros y gráficos 8a, 9a y XX, el crecimiento superior al objetivo fue algunas veces signi

ficativo en países como Alemania, Italia, España y Estados Unidos, y el crecimiento inferior al objetivo también se produjo durante períodos bastante prolongados en algunos países.

En segundo lugar, corresponde averiguar si, tal como se previó, la tasa de crecimiento fijada como objetivo tendió gradualmente a ajustarse hacia abajo. En realidad, la mayoría de los países pueden alegar que consiguieron reducir la tasa promedio del crecimiento monetario durante el período del objetivo por debajo de la tasa registrada durante el período previo a la fijación del objetivo.

Tercero, resultaría conveniente examinar si la variancia del crecimiento monetario durante el período del objetivo se redujo con relación a la del período anterior. Esta verificación es relevante en el contexto del criterio monetario de que la elevada variancia del crecimiento monetario contribuyó a la incertidumbre en el mercado. Solamente para tener una idea de las cifras, y sin desear asignarles demasiada importancia hasta tanto estén estudiadas, hemos calculado estimativamente algunas de las cifras de la variancia del crecimiento monetario en varios países. Un punto preliminar interesante es que la desviación estandard promedio del crecimiento monetario durante todo el período del objetivo y previo al objetivo es totalmente distinta de un país a otro, oscilando en el caso del dinero en su definición más amplia, entre 0,05% por trimestre en Estados Unidos y 1,34% por trimestre en el Reino Unido. Parecería así que el margen natural de variabilidad del crecimiento monetario difiere considerablemente entre los países y que tal vez las respuestas institucionales a la adopción de objetivos tengan que ser en algunos países más pronunciadas que en otros.

Sobre la base de los cálculos de variancia relativa (estadísticos "F"), parecería que el crecimiento monetario (M_2) se ha estabilizado más con la fijación de obje-

tivos en países como Estados Unidos, Canadá, Alemania y Francia. Sin embargo, como los períodos para los cuales se han fijado metas, han sido, en algunos casos, muy breves, los resultados en esta etapa son solo sugestivos. En el cuadro que figura a continuación se presenta una comparación más general, ya que toma períodos de tiempo uniformes para cada país y no en precisos períodos con objetivo y anteriores a la fijación de objetivos. Los resultados son variados, pero la variancia del crecimiento M_2 en el período más reciente (IV/75 - II/77) parece haber declinado en los países con objetivos, excepto en el Reino Unido y Estados Unidos. También es de notar que la variancia en el último período en la mayoría de los casos ha sido menos estable que durante un período representativo de tipos de cambio fijos, siendo la excepción M_2 en Estados Unidos, Canadá y Japón.

VARIANCIAS RELATIVAS DEL CRECIMIENTO DE LA
OFERTA MONETARIA: ESTADISTICOS "F" 1/

País	Coeficiente M_1			Coeficiente M_2 ^{2/}		
	IV/61- IV/66	I/67- I/72	II/72- III/75	IV/61- IV/66	I/67- I/72	II/72- III/75
Bélgica	1,05	1,22	1,24	2,67	2,08	1,71
Canadá	4,20	2,45	1,50	0,77	0,30	0,37
Francia	6,62	1,21	0,47	6,50	1,56	0,27
Alemania	1,62	2,25	0,39	1,11	0,63	0,88
Japón	1,36	2,44	1,26	0,71	1,21	0,43
Holanda	9,69	8,92	1,01	1,33	1,81	0,38
Suecia	3,14	3,94	.	1,48	2,85
Reino Unido ..	2,67	1,35	0,64	8,19	5,28	2,43
Estados Unidos	1,28	1,28	1,68	0,89	0,35	1,31

1/ Variancia del crecimiento trimestral de M_2 y M_1 en el período IV/75-II/77 dividida por la variancia correspondiente en el período indicado. 2/ Para Alemania y el Reino Unido, M_3 .

Los mejores resultados logrados hasta ahora con el uso de objetivos probablemente no satisfagan a quienes posean una formación estrictamente monetarista. Puede decirse que en su opinión los objetivos están sujetos a variaciones demasiado frecuentes y en algunos casos permiten una variación demasiado amplia dentro de un margen aceptado. Además, la política algunas veces permitió que el crecimiento monetario se desviara demasiado del sende ro trazado, a menudo con periodicidad cíclica.

En el contexto de Europa Occidental, los problemas relacionados con el control de los agregados monetarios pueden presentar a veces graves dificultades.

Desde el punto de vista exclusivamente técnico, y en ausencia de grandes shocks exógenos, las autoridades de los bancos centrales en general estiman que pueden alcanzarse los objetivos, si se les conceden plazos razonables, mediante las variables instrumentadas, de las cuales ya disponen. Sin embargo, todas ellas harían hincapié en que los agregados pueden a corto plazo oscilar ampliamente en relación con el objetivo, y que estos movimientos resultan quizá difíciles de interpretar. Por ejemplo, en el Reino Unido la tasa deseada de expansión monetaria suele alcanzarse normalmente entre los seis y los doce meses, mientras que en Suiza los cambios en la base monetaria pueden generalmente ser percibidos en M_1 aproximadamente después de seis meses.

Uno de los problemas técnicos de la fijación de objetivos a corto plazo radica en las limitaciones del mercado con respecto al manejo de la deuda pública y a las operaciones de mercado abierto. En el Reino Unido, las amplias fluctuaciones a corto plazo en la oferta monetaria

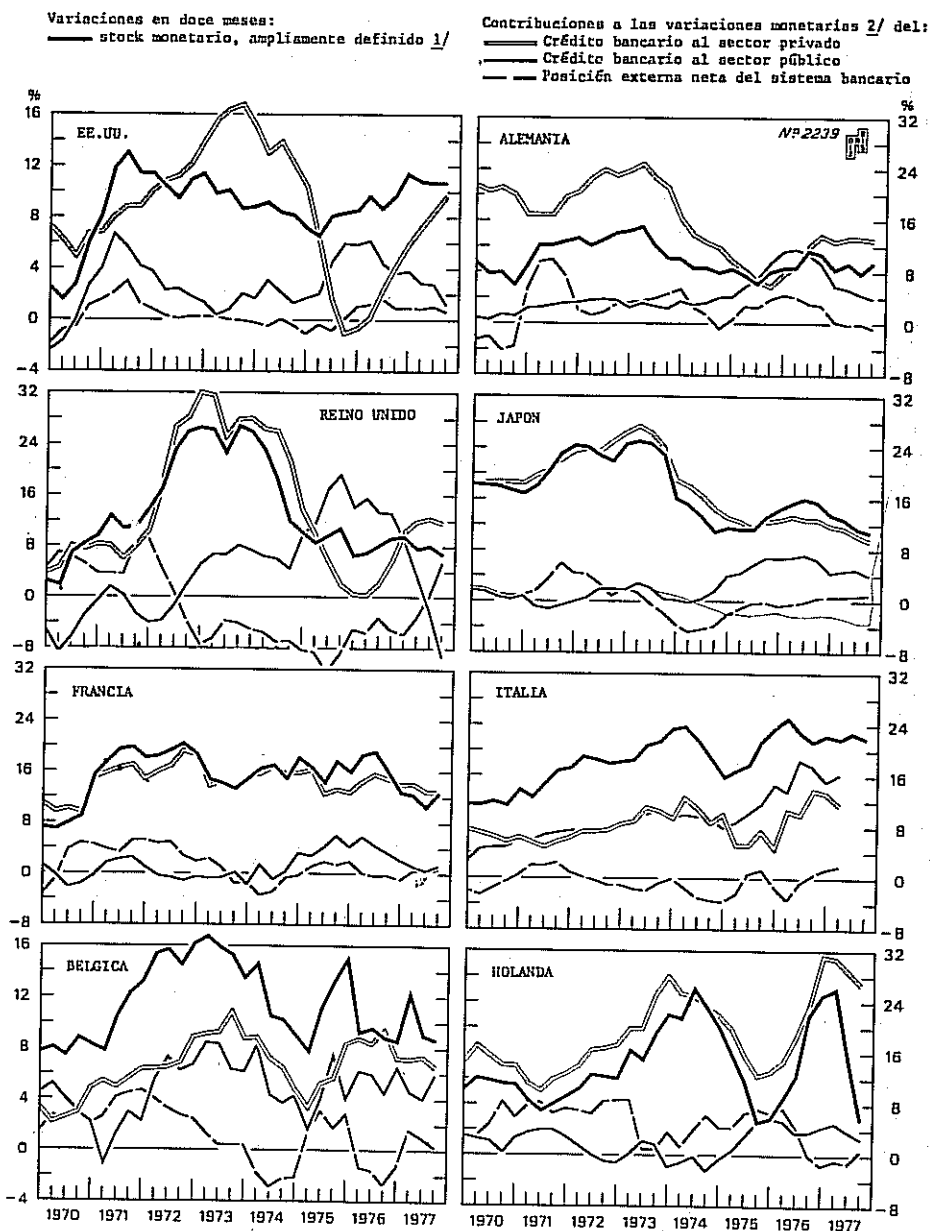
"... han reflejado el hecho de que las ventas oficiales de valores de primera clase tienden a ser cíclicas, al alternar períodos de ventas muy fuertes con otros de ventas reducidas. En el Reino Unido, la estructura institucional es tal que cuando

las ventas resultan deficientes, el sistema bancario tiende a proporcionar el financiamiento residual del gobierno, por lo general bajo la forma de bonos de la Tesorería, lo cual al mismo tiempo incrementa el stock monetario y las reservas de los bancos". 22/

El gráfico adjunto confirma lo pertinente de este punto de vista. Mientras que en Estados Unidos el crédito del sistema bancario al sector público varía en proporción inversa al del sector privado y, por lo tanto, ejerce un efecto estabilizador sobre la oferta monetaria, en el Reino Unido, y por lo visto también en Bélgica y en Italia, la relación es positiva y desestabilizadora. El caso de Holanda es similar al de Estados Unidos, mientras que en Francia, en Alemania y en Japón el financiamiento monetario del sector público no parece haber representado una gran dificultad.

Además, el gráfico muestra que las dificultades provocadas por el financiamiento monetario del sector público pueden extenderse más allá del corto plazo y abarcar el mediano y el largo. Por ejemplo, tanto en el Reino Unido como en Italia, las necesidades de empréstitos del sector público, y con ellas el recurso del sector al sistema bancario, muestran desde hace años una tendencia al alza. Otros países también han experimentado una tendencia creciente en los gastos gubernamentales, principalmente en lo que se refiere a los pagos de transferencia, y en su mayoría se preocupan por saber si los grandes déficits actuales, inducidos en parte por la recesión, podrán reducirse a magnitudes manejables conforme avanza la recuperación económica. 23/ De lo contrario, la pregunta sería entonces si están dispuestos a permitir un alza suficiente de las tasas de interés para alcanzar sus objetivos monetarios. Por otra parte, no deja de ser cierto que el crecimiento bastante adecuado de la oferta monetaria durante la recesión no hubiera podido producirse sin la voluntad de los gobiernos de incurrir en déficit excepcionalmente importantes y para recurrir al financiamiento por conducto del sistema bancario.

VARIACIONES EN EL STOCK MONETARIO Y LAS CONTRIBUCIONES DE SUS CONTRAPARTIDAS



1/ Sobre la base de fuentes nacionales. Para Alemania y el Reino Unido M_3 ; para los demás países M_2 (dinero más cuasi-dinero). 2/ La suma de los porcentajes de contribución de las contrapartidas es equivalente a la variación porcentual del dinero, salvo diferencias debidas a partidas del balance que no se indican, siendo la principal la del pasivo interno no-monetario de los bancos.

La segunda fuente importante de posibles trastornos se encuentra en el terreno de los salarios y los precios. En Italia, por ejemplo, el que se haya llegado mucho más allá del objetivo de crédito total para 1975-76 puede explicarse, en gran parte, por la explosión de los salarios que tuvo lugar a principios de 1975 y que fue seguida por una aceleración de la expansión monetaria. En el Reino Unido, el gobierno no se resolvió, en realidad, a introducir un objetivo monetario antes de haber logrado durante cerca de dos años, en el marco de una política de ingresos, estabilizar el incremento de M_3 alrededor del 10%. En el verano pasado los sindicatos obreros británicos rechazaron la solicitud de su gobierno en favor de un tercer año de política oficial de ingresos, y el mejoramiento marcado de la situación económica dejó abierta la posibilidad de que la inflación de los salarios y los precios se acelerara otra vez, pese a la prolongación de un nivel elevado de desempleo.

Podríamos añadir que en numerosos países de Europa las tendencias a largo plazo hacia la distribución del ingreso han afectado la rentabilidad y las inversiones. Existe el peligro de que la restricción monetaria, en ausencia de la restricción en los salarios, comprima aún más estos últimos y/o provoque niveles intolerables de desempleo. Por lo tanto, la política de ingresos, al menos en el sentido de un amplio consenso, se considera a menudo como complemento esencial de la restricción monetaria.

En el sector externo, los tipos de cambio flotantes no han desempeñado en todos los casos el papel primordial de control monetario que anteriormente pudo esperarse. En Alemania, la intervención en el mercado cambiario bajo las disposiciones sobre la "serpiente" aceleró a veces en forma indebida el crecimiento monetario, aunque esto no constituyó un problema grave. En Suiza, la intervención ha sido realmente el medio principal por el cual se aseguró el crecimiento monetario, aunque no provocó que la expansión monetaria escapara a todo control como

lo hizo bajo el sistema de tipos de cambio fijos. En cierto número de países, como Francia, Italia, España y el Reino Unido, el problema ha sido, desde hace mucho tiempo, el de la expansión excesiva del crédito interno, aunque en fecha más reciente la situación se invirtió en el Reino Unido, que tuvo que hacer frente a grandes entradas de fondos, basadas, principalmente, en las perspectivas del petróleo en el Mar del Norte. Al enfrentar estos ingresos, el gobierno intentó evitar que el tipo de cambio se elevara indebidamente, debido a que esto podría poner en grave peligro la competitividad de las exportaciones no petroleras. Posteriormente, sin embargo, cuando surgió el peligro de que la oferta monetaria acelerara demasiado su crecimiento, se asignó prioridad al objetivo monetario y se permitió la revaluación del tipo de cambio. Tal como se dijo anteriormente, cierto número de los países más pequeños de la CEE están sometidos a impulsos externos bastante considerables, que provienen de su adhesión a los acuerdos sobre tipos de cambio de la "serpiente", que les dificultan aceptar compromisos en materia de objetivos sobre oferta monetaria.

Otro problema importante en este terreno, para la fijación de los objetivos monetarios, reside en el manejo de las tasas de interés. Para algunas de las economías pequeñas y muy abiertas, la percepción de la necesidad de autonomía respecto a las tasas de interés ha constituido uno de los factores que se contrapuso a la aplicación de los objetivos monetarios. Pero aún en los países grandes, la aceptación de los objetivos monetarios no significó la intención de excluir la posibilidad de dar cierto peso, e incluso a veces prioridad, a las consideraciones sobre los tipos de cambio. Esto puede a veces implicar ajustes bastante drásticos de las tasas de interés si se considera necesario para mantener condiciones de orden en los mercados cambiarios, mientras que en otras épocas las perturbaciones de la liquidez interna pueden justificar mantener relativamente estables las tasas de interés. En tales circunstancias, la medida en que los grandes objetivos sobre tasas de interés constituyen

realmente un problema con respecto al control monetario depende principalmente de saber si la situación es reversible. Los cambios en las tasas de interés pueden a veces ser compatibles con un control tal, aun a corto plazo, y, en cualquier caso, pueden ejercer solamente efectos de corta duración capaces de permitir un retorno rápido al stock monetario como objetivo. Pero aunque algunas metas de tasas de interés pueden acomodarse con justificación dentro del contexto de un objetivo monetario, pueden existir otras que, si se acomodaran, presentarían el peligro de incrementar la variabilidad, tanto de las tasas de interés como del stock monetario.

Es posible que constituyan un problema mucho más real ciertos factores institucionales y políticos que inhiben el ajuste de las tasas de interés. En Estados Unidos y el Reino Unido, por ejemplo, los grandes aumentos en las tasas competitivas pueden provocar graves trastornos en el mercado de la vivienda, en el cual por reglamentación o por convenios las tasas de interés sobre las hipotecas son de ajuste relativamente lento. En Italia, las autoridades han aplicado, en ocasiones pasadas, una política de tasas a largo plazo relativamente bajas y estables, con la intención de fomentar la corriente de fondos hacia el mercado de capitales, pero últimamente esta práctica tuvo que ser abandonada en favor de tasas bastante más altas. En Suiza, el volumen elevado de la deuda hipotecaria hace que las tasas de interés constituyan una cuestión política bastante delicada, pero de todas formas se aspira a alcanzar tasas de interés más bajas, como medio de fomentar las exportaciones de capitales.

Podríamos añadir que las rigideces relativas de ciertas tasas de interés constituyeron quizás una fuente importante de perturbaciones del mercado cambiario en algunos países. Por ejemplo, en vista de que grandes desplazamientos internacionales de depósitos o empréstitos se llevan a cabo principalmente por conducto del sector bancario, el comportamiento de las tasas bancarias sobre depósitos y préstamos en relación con las que prevalecen

en los mercados internacionales puede ejercer una influencia considerable. En la práctica, los tipos de cambio futuros parecen ajustarse principalmente en relación con las tasas de depósitos, de manera que cualquier tendencia de estas últimas a variar en relación con las de los mercados internacionales daría solamente lugar a incentivos de corta duración para transferir fondos. Por otra parte, las tasas de los activos bancarios resultan a menudo mucho menos flexibles y pueden producir diferencias, aun sobre la base del respaldo, que son capaces de conducir a movimientos de capitales persistentes y unilaterales. Es indudable que tales movimientos pueden presentar implicaciones importantes tanto para los tipos de cambio como para el control monetario.

Por supuesto, al intentar resolver los conflictos entre los objetivos y las tasas de interés puede presentarse un margen considerable de manipulación de la estructura de las tasas. En Europa Occidental, especialmente el año pasado, cuando surgieron tensiones dentro de la "serpiente", algunos países se mostraron dispuestos a elevar las tasas a corto plazo hasta niveles notablemente altos en defensa de sus paridades cambiarias. Otro caso reciente e interesante es el de Francia, donde las tasas de préstamos bancarios se mantuvieron a niveles bastante bajos por razones internas, mientras que las tasas del mercado monetario se ajustan hacia arriba por razones externas.

Otro modo más general de resolver estos conflictos consiste en introducir adaptaciones en la combinación global de políticas. En Europa Occidental, más que en Estados Unidos, existe una creencia mucho más difundida en la existencia de un comportamiento autónomo de los costos y los precios, y algunos países han llegado a convenirse de la necesidad virtual de alguna forma de política de ingresos, incluso sobre una base semipermanente. Se atribuye también gran importancia a la magnitud de los déficit del sector público y a la necesidad de financiar estos últimos hasta donde sea posible por medios no mone

tarios. Por estas razones, las autoridades nacionales generalmente son conscientes de que, según la combinación de políticas, los distintos niveles de tasas de interés, e incluso los distintos niveles de ahorro, inversión y crecimiento son compatibles con una determinada tasa de crecimiento de la oferta monetaria.

B. La variabilidad de la demanda de dinero

En el sector de la demanda ¿qué fuerza tienen las bases empíricas que fundamentan la fijación de objetivos monetarios en los países de Europa Occidental? Por supuesto, una función de la demanda de dinero relativamente estable constituye el requisito previo para una formulación de objetivos con resultados satisfactorios. En lo que a mí respecta, la evidencia anterior en ese sentido no ha sido muy tranquilizadora, y las perturbaciones de años recientes parecen haber confundido aún más el panorama. En Alemania, aparentemente, se ha adoptado este criterio, mientras que en el Reino Unido recientemente se observa una mayor estabilidad en la función de la demanda de M_1 que la registrada anteriormente. En los países europeos que se han abstenido de adoptar objetivos, las autoridades generalmente aducen carecer de tal evidencia, o bien que la estabilidad observada no prueba mucho en cuanto a la dirección de la causalidad.

No me considero lo suficientemente bien informado sobre el estado de las investigaciones para hablar con seguridad en esta materia. Sin embargo, con el objeto de ofrecer algunos indicios aproximados, el cuadro presenta ciertos cálculos sencillos que demuestran la variabilidad de la velocidad del ingreso en distintos países. Los países examinados son Estados Unidos, Canadá, Japón y -en Europa Occidental- Bélgica, Francia, Alemania, Suecia y el Reino Unido. No se tomó en cuenta la influencia de las tasas de interés, sino que se utilizó una amplia definición del dinero a fin de reducir su gravitación. De cualquier modo, los cálculos se efectuaron sobre datos anuales y tienen la misma base para todos los países.

Variabilidad de los cambios en la oferta monetaria
y en la velocidad del ingreso, 1961-76 (1)

País	Desviación standard de		(2) ÷ (1) (3)	$\frac{(2)}{US (2)}$ (4)
	$\overset{*}{M}_2$ (1)	$\overset{*}{V}_2$ (2)		
	En porcentajes anuales		Coeficiente	
Bélgica	2,46	6,53	2,65	3,30
Canadá	4,90	3,11	0,63	2,25
Francia	3,29	2,60	0,79	1,88
Alemania <u>2/</u>	2,01	3,02	1,50	2,19
Japón	3,54	3,95	1,12	2,86
Suecia <u>3/</u>	2,82	3,97	1,41	2,88
Reino Unido <u>2/</u> ..	6,76	6,10	0,90	4,42
Estados Unidos..	1,95	1,38	0,71	1,00

1/ El asterisco indica variaciones porcentuales anuales.

2/ M_3 .

3/ 1967-76.

Los resultados son interesantes en varios sentidos. En primer lugar, con respecto a la oferta monetaria en sí, los datos reafirman que la tasa anual de crecimiento monetario en EE.UU. es más estable que en otros países. En segundo término, parecería que en todos los casos, salvo Canadá, Francia, el Reino Unido y EE.UU. la velocidad es una fuente de variabilidad de ingresos mayor que el dinero. Por último, si consideramos la desviación standard de las variaciones de la velocidad en distintos países con relación a la de EE.UU. el coeficiente resultante representa alrededor de 1,9-2,3 en Francia, Alemania y Canadá, 2,9-3,3 en Bélgica, Japón y Suecia y 4,4 en el Reino Unido. Es improbable que estas diferencias puedan explicarse por los movimientos en las tasas de interés.

Nuevamente, sin un análisis más perfecto para eliminar los elementos sistemáticos de las variaciones en la velocidad, tales cifras constituyen, en el mejor de los casos, sugerencias. Sin embargo, apuntan a la conclusión preliminar de que fijar objetivos monetarios es probablemente mucho más difícil en muchos países europeos que en EE.UU. Además, no parecería probable que la fijación de objetivos, excepto quizás en Francia y el Reino Unido, eliminara la mayor fuente de fluctuación de los ingresos.

¿No sería posible compensar los desplazamientos en la función de la demanda monetaria mediante ajustes en la oferta monetaria? Esto podría plantear algunas dificultades. En primer término, tal medida podría significar superar el límite del objetivo. Por supuesto, sería posible contar con mayor libertad operacional expresando el crecimiento programado como un margen de tolerancia, al igual que en Estados Unidos, Canadá y el Reino Unido, y también podría tenerse en cuenta la posibilidad de que se produjeran variaciones periódicas en la base. Sin embargo, la mayor flexibilidad obtenida de ese modo debilitaría probablemente los efectos beneficiosos de la fijación de objetivos sobre las expectativas. En segundo lugar, por lo general resulta muy difícil distinguir las variaciones en la demanda monetaria de las fuentes "reales" de perturbación. Un caso reciente es el de Estados Unidos, donde se permitió que durante la mayor parte de 1977 M_1 creciera hasta superar el objetivo, en parte por creer que la demanda de dinero se había consolidado una vez más, tras una declinación no prevista anteriormente. Tercero, en la medida en que las variaciones en la demanda de dinero se relacionan con variaciones simultáneas en la propensión al gasto y no con variaciones en la cartera de activos financieros, podrían suscitarse interrogantes en cuanto a la combinación de políticas que podría utilizarse con mayor eficiencia para ajustar la oferta monetaria.

V. OBSERVACIONES FINALES

El tema de la combinación de políticas me lleva a concluir con una observación de tipo más general. El mundo económico occidental ha pasado por un período prolongado de ajustes profundos y complejos, tanto reales como financieros, que se han sumado para constituir una especie de "depresión del crecimiento". Si pensamos en 1973 como si fuera 1929, nos encontraríamos ahora como en el año 1934, cuando el desempleo alcanzó su nivel máximo de posguerra en la mayoría de los países. Una diferencia primordial, fuera de la magnitud, radica en que los precios han estado subiendo en vez de bajar; pero en términos de implicaciones deflacionarias esto pudo solamente haber desplazado el impacto sectorial de los deudores netos (principalmente de la comunidad mercantil) hacia los tenedores netos de los activos financieros (principalmente de las unidades familiares).

Al mismo tiempo, las propias teorías macroeconómicas están pasando por cierto tipo de crisis, como durante la gran depresión, siendo la diferencia que la combinación de la inflación y el desempleo hace que sea una crisis doctrinal de tipo aún más radical. Las políticas discrecionales de manejo de la demanda han estado expuestas a críticas intensas, principalmente porque cualquier intervención activa sobre los lineamientos anteriores de "afinación minuciosa" tiende a poner en movimiento reacciones de mercado de naturaleza compensatoria. Muchos conciben en que la única contestación consiste en colocar las políticas de manejo de la demanda sobre una trayectoria constante y moderada con el fin de alcanzar los objetivos de mediano plazo. Y es dentro de este contexto donde los objetivos monetarios encontraron gran parte de su justificación.

¿Pero qué sucede si esta estrategia resulta ser un fracaso? ¿Qué deben hacer quienes formulan las políticas si se dan cuenta de que el crecimiento monetario, que constituye su objetivo, queda anulado por las alzas de

los precios, mientras que el producto permanece detenido en una tendencia poco satisfactoria de bajo crecimiento? La contestación depende parcialmente de lo que sucede con las relaciones entre precios y costos, ya que si la restricción en los salarios, quizá con la ayuda de una política de ingresos, conduce a algún mejoramiento de la rentabilidad, no puede estar muy lejos un aumento de las inversiones. Además, los efectos de la riqueza combinados con los déficit presupuestarios existentes constituyen también la base de una aceleración de la actividad. Por esta razón, la contestación bien podría ser que debe esperarse sencillamente a que el ajuste siga su curso de inevitable lentitud.

Si este enfoque parece demasiado lento, una de las opciones sería un manejo más activo de la demanda, pero siempre dentro del contexto de una combinación de políticas, encaminada hacia un objetivo de crecimiento monetario constante. Con respecto a la política fiscal, los déficit presupuestarios han constituido recientemente una combinación desafortunada de las tendencias adversas de los gastos a largo plazo, de la profunda recesión y de la necesidad de amortiguar los déficit externos debido a las importaciones de petróleo. Muchos países, frente a lo que perciben como déficit peligrosamente elevados, han intentado reducirlos a proporciones más manejables, y al parecer han tenido éxito. Por consiguiente, en la práctica, es posible que en algunos países la política fiscal haya ido demasiado lejos y demasiado rápido en las restricciones. Ante tal convencimiento, podría justificarse un estímulo fiscal de tipo discrecional, aunque sería aconsejable que se limitara a concesiones en materia impositiva, preferentemente de índole capaz de fomentar las inversiones de capital fijo. El incremento resultante de la demanda final podría compensar con creces cualesquiera efectos de "expulsión" relacionados con tasas más elevadas de interés, que podrían presentarse solo con un rezago.

¿Pero esto no alentaría expectativas inflacionarias

de naturaleza contraproducente? Creo que no, en especial si los países no alcanzan ni siquiera moderados objetivos de crecimiento a mediano plazo y siempre que sigan comprometidos abierta y convincentemente a llegar a objetivos de tasas de crecimiento monetario. Por otra parte, los encargados de formular las políticas nacionales sufren la pesadilla del temor de que los mecanismos salarios/precios se hayan sensibilizado tanto que un nuevo estímulo a la demanda podría desencadenar una aceleración de la inflación, aun cuando hubiera bajos niveles de utilización de la capacidad y altas tasas de desempleo. Si bien pueden resultar útiles, en el mejor de los casos los objetivos monetarios son modos indirectos, lentos e inciertos de afrontar este problema crítico. No hay dudas de que si las autoridades nacionales pudieran estar seguras de obtener respuestas razonables en materia de precios/salarios, podrían y estarían dispuestas a devolver a sus economías satisfactorios niveles de empleo.

1/ Véase Milton Friedman, "Nobel lecture: Inflation and unemployment" (Discurso pronunciado al recibir el Premio Nobel: inflación y desempleo), Journal of Political Economy, Vol. LXXXV, No. 3, 1977, p. 470.

2/ Sin embargo, ya desde 1971, las autoridades monetarias de Estados Unidos habían comenzado a utilizar metas relativas a agregados monetarios para fines internos.

3/ Suecia, miembro asociado de la "serpiente", decidió desvincularse de ella momentáneamente en agosto de 1977.

4/ Véase Henry C. Wallich, Innovations in monetary policy (Innovaciones en materia de política monetaria), ponencia presentada a la Asociación de Economistas del Sur, Atlanta, Georgia, 18 de noviembre de 1976, p. 2, texto mimeografiado.

5/ Véase Horst Bockleman, Quantitative targets for monetary policy in Germany (Objetivos cuantitativos para la política monetaria en Alemania), ponencia elaborada por el Seminario de Bancos Centrales e Instituciones Internacionales organizado por el Banco de Francia, abril de 1977, p. 2.

6/ En algunos casos, los objetivos monetarios pueden recibir el apoyo indirecto de los objetivos fiscales, tales como "límites del efectivo" en lo que se refiere al gasto público, o límites a las necesidades de endeudamiento del gobierno.

7/ Por supuesto, si un banco central puede ejercer cierto grado de independencia, un objetivo tal puede, a veces, considerarse como un medio de ejercer presión sobre el gobierno para que mejore su posición financiera.

8/ Discurso pronunciado ante los banqueros y comerciantes de la ciudad de Londres, 21 de octubre de 1976.

9/ Por ejemplo, en el caso de Suiza, "El objetivo monetario ... puede considerarse como una solución de compromiso entre el deseo, por una parte, de proporcionar una oferta monetaria tan abundante como sea posible por motivos relacionados con la recesión, el desempleo, los tipos de cambio y las tasas de interés y, por otra parte, el deseo de evitar una nueva ola de inflación". Discurso pronunciado por F. Leutwiler en Basilea, 19 de enero de 1976.

10/ Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, "A Growth Scenario to 1980", 1976.

11/ Véase Banco de Pagos Internacionales, Cuadragésimo Sexto Informe Anual, donde señala: "... podría resultar beneficioso que un número creciente de países se comprometieran públicamente a un objetivo de crecimiento de uno o varios de sus agregados monetarios ... En primer lugar, esto podría imponer una restricción a la política gubernamental, especialmente en lo que se refiere al financiamiento monetario del sector público. En segundo lugar, podría también ejercer un efecto amortiguador en las expectativas inflacionarias al informar al público, así como a los obreros y a los empresarios, que las autoridades se comprometieran plenamente a alcanzar el objetivo de dominar la inflación". (p. 133).

12/ Véase Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, Towards full employment and price stability (Hacia el pleno empleo y la estabilidad en los precios), junio de 1977, donde se afirma: "... los gobiernos, al fijar sus objetivos de crecimiento y de empleo, deben expresar con la mayor claridad posible que no están preparados -y a la larga capacitados- para permitir, por medio del manejo de la demanda, tasas elevadas de inflación ... En general, ... la declaración pública de objetivos relativos a la tasa de crecimiento de la oferta monetaria puede constituir una de las mejores formas de dar expresión concreta a este hecho ineludible. En las circunstancias actuales la meta debe consistir en reducir progresivamente estos objetivos, con el paso del tiempo, a medida que se vaya disminuyendo la inflación hasta niveles aceptablemente bajos". (p. 193).

13/ Véase The Times, 23 de noviembre de 1976.

14/ En la práctica, cuando menos hasta una fecha reciente, al parecer se atribuyó el mayor peso a la definición M_1 de dinero. En cada una de las reuniones de la Comisión Federal de Mercado Abierto, ésta fija las llamadas "márgenes de tolerancia" correspondientes a M_1 y M_2 , basadas en las tasas promedio del crecimiento sobre períodos móviles de dos meses. Estos márgenes son bastante amplios y reflejan el alto grado de incertidumbre relacionado con los movimientos a corto plazo en los agregados.

15/ Véase Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, op. cit., p. 194. Este informe añade, sin embargo, que el margen podría estrecharse gradualmente conforme pasara el tiempo y se adquiriera mayor experiencia en su uso.

16/ Una de las desventajas posibles del margen es que el límite superior puede llegar a ser considerado realmente como el objetivo.

17/ El Banco Nacional Suizo insiste en que el objetivo de crecimiento de la oferta monetaria es una tasa que se cita para orientación, que se reexamina constantemente y que debe, si es necesario, revisarse hacia arriba o hacia abajo. Sin embargo, en la práctica las modificaciones han sido escasas.

18/ Véase L. Price, Monetary objectives and instruments in the United Kingdom (Objetivos e instrumentos monetarios en el Reino Unido), Seminario de los Bancos Centrales e Instituciones Internacionales organizado por el Banco de Francia, abril de 1977, donde el autor afirma: "La respuesta monetarista (o sea que, en última instancia, los cambios en el crecimiento monetario lograrán solamente modificar la tasa de inflación) parece insuficiente, ya que los gobiernos se preocupan no solamente por lo que sucede a largo plazo, sino también a corto plazo". (p. 14).

19/ Los peligros inherentes al uso instrumental a corto plazo de las tasas de interés son tres: (i) un cálculo estimativo incorrecto de la elasticidad con respecto a los intereses de la función de la demanda de la base monetaria, (ii) un pronóstico inexacto de la actividad económica y (iii) la omisión de la posibilidad de modificar las reglamentaciones o prácticas relacionadas con los bancos.

20/ Al parecer, en Estados Unidos ya llegó el momento de la prueba, como lo indican las tasas de crecimiento superiores a los objetivos monetarios registradas en meses recientes.

21/ Junio de 1977, p. 15.

22/ L. Price, *ibid*, p. 18.

23/ Banco de Pagos Internacionales, Public-sector deficits: current problems and policies (Déficit del sector público: problemas y políticas actuales). Basilea, marzo de 1977.