

La política de descuento

POR EL

DR. LUCAS BELTRAN FLOREZ

*Catedrático de Economía Política y Hacienda
Pública de la Universidad de Murcia*

Ante todo hemos de señalar la inadecuación de la expresión *política de descuento* para designar lo que suele significarse con ella. El descuento es una operación bancaria y el tipo de descuento es el tipo de interés que se aplica a la misma. Pero generalmente se llama en inglés *bank-rate policy*, (expresión que en español suele traducirse por *política de descuento*) a la fijación, por las autoridades monetarias, de un conjunto de tipos de interés para diversas operaciones bancarias que, en definitiva significan préstamos de dinero a corto plazo. Nos encontramos ante uno de los muchos casos en que la Ciencia Económica carece de una terminología adecuada, precisa y unívoca.

Podría creerse que la política de descuento es una cuestión que tiene importancia exclusivamente para la técnica bancaria, tal vez para la teoría económica, pero que en ningún caso posee un interés político ni humano. Intentaremos mostrar que no es así, que se trata de un tema íntimamente ligado a la política económica general y en definitiva a los grandes problemas políticos y sociales con ella relacionados. Sería tal vez exagerado decir que, en las circunstancias del mundo moderno, una política económica fundamentalmente liberal exige una ágil y eficaz política de descuento y que el abandono de la política de descuento va ligado necesariamente a la intervención creciente del Estado en forma de lo que se llama «controles físicos» sobre la producción y el consumo. Sería tal vez exagerado decirlo pero es cierto que reflejaría una verdad.

A pesar de que la importancia de la política de descuento nos parece considerable, esta cuestión no ha sido objeto, que sepamos, de ningún es-



tudio sistemático. Existen sobre la misma ideas, opiniones y noticias, esparcidas en obras de teoría monetaria, bancaria, de comercio internacional, de historia económica, etc. No hay ningún libro ni artículo que enfoque la totalidad de sus aspectos. El estudio más completo que conocemos es el contenido en diversos capítulos del *Treatise on Money* de Keynes; pero además de no ser sistemático, queda hoy anticuado por el transcurso de tres décadas. Ocurre además que buena parte de la literatura existente fué redactada en los años en que rigió el patrón oro y sobre la hipótesis de este sistema monetario. En las últimas décadas, en que éste ha desaparecido, se ha escrito relativamente poco sobre la política de descuento. De manera que la literatura sobre esta materia, además de ser escasa, se refiere casi siempre a circunstancias monetarias distintas de las actuales.

Esta escasez de literatura nos obligará a consagrar una cierta extensión a los aspectos históricos, tanto de historia de los hechos como de historia de las ideas; faltos de una doctrina estructurada, antes de intentar esbozarla, expondremos con un cierto detalle, lo que se ha hecho y lo que se ha opinado sobre la cuestión.

La política de descuento, en el sentido moderno de estas palabras tuvo su origen en las discusiones que siguieron a la crisis monetaria inglesa de 1836-37 y precedieron a la *Peel Bank Act* de 1844. Con anterioridad a 1837 —ha escrito Keynes— no se encuentra ninguna opinión referente a este problema; no hay nada por ejemplo en las obras de Ricardo. Esta afirmación, formulada naturalmente antes de la publicación de las obras completas de Ricardo por Sraffa, no puede mantenerse en todo su rigor después de esta publicación. En alguna de las obras menores de Ricardo, como en sus declaraciones ante el Comité Parlamentario de 1818 para el estudio de las Leyes de Usura, hay alguna alusión al problema. Pero es lo cierto que en este autor hay poca cosa más. La explicación de esta ausencia, en Inglaterra, es sencilla: hasta la derogación de las *Usury Laws*, que decretaron una serie de disposiciones legales escalonadas entre los años 1833 y 1854, pero que tuvo lugar fundamentalmente en 1837, el tipo de interés estaba sujeto a un límite legal máximo del 5 por 100. Durante 66 años —desde el primero de mayo de 1746 hasta el 20 de junio de 1822— el tipo de descuento del Banco de Inglaterra fué invariablemente del 5 por 100. Desde 1822 a 1839 hubo pequeñas fluctuaciones entre el 4 y el 5 por 100. El día 20 de junio de 1839 el tipo de descuento fué fijado en el 5'5 por 100 (y seis semanas más tarde elevado al 6 por 100). Fué ésta la primera ocasión en que el tipo de descuento excedió en Inglaterra del 5 por 100.

En los demás países, existían por una parte disposiciones legales análogas a las *Usury Laws* inglesas. Por otra parte, el desarrollo en ellos de

la teoría económica y de la actividad bancaria estaba mucho más atrasado que en Inglaterra, para que pudiesen surgir preocupaciones doctrinales o prácticas sobre la política de descuento.

Durante el siglo XIX la política de descuento se fué desarrollando, sobre todo en Inglaterra, de una manera empírica, siendo utilizada a la vez como un instrumento para conseguir el equilibrio monetario internacional y para influir sobre la coyuntura económica interior. También en este siglo se fué desarrollando la teoría de la política de descuento, pero este desarrollo fué algo más tardío; en esta materia, la práctica precedió claramente a la teoría.

Ello no puede sorprender: la comprensión total del mecanismo de descuento supone la comprensión de la teoría del interés, y hasta fines del siglo pasado las teorías del interés eran sumamente imperfectas. Si es verdad que en la historia del pensamiento económico, *natura non facit saltum*, también lo es que pocos progresos científico-económicos significaron una innovación tan considerable como la aportación de Böhm-Bawerk a la teoría del interés. La publicación de las dos partes de su gran obra *Kapital und Kapitalzins, Geschichte und Kritik der Kapitalzins-theorien* en 1884 y *Die Positive Theorie des Kapitals* en 1889, significaron una radical renovación y aclaración de las ideas referentes al interés. Sobre la base de la obra de Böhm-Bawerk, Wicksell, uno de los primeros que la estudió profundamente, formuló, antes de terminar el siglo, las ideas que pueden servir de base científica a una política de descuento.

Las ideas de Wicksell tuvieron importancia sobre todo para la concepción de la política de descuento como instrumento para regular la coyuntura interior. La concepción de la política de descuento como instrumento monetario internacional era más fácil de construir, pues no exige tan necesariamente una correcta teoría del interés, y pudo llegarse a ella a mediados del siglo pasado. Un tipo de interés elevado resulta más atractivo que un tipo bajo. Como en el siglo XIX había prestamistas e inversores de carácter internacional, es decir, que estaban dispuestos a llevar sus fondos a uno u otro país, según les resultase más o menos ventajoso, es claro que si las autoridades monetarias fijaban uno u otro tipo de interés, podían influir en el movimiento internacional de capitales, y si en los varios países en cuestión, existía el patrón oro (era el caso del siglo XIX en Europa) podían influir en los movimientos internacionales de este metal. Por otra parte se llegó pronto al convencimiento de que una elevación del tipo de interés tendía a hacer bajar los precios y una reducción del tipo de interés tendía a hacerlos subir, aunque se tardó mucho en explicar analíticamente estos procesos. De esta manera surgió la política consistente en elevar el tipo de descuento frente a una salida de oro del país: la medida obraba como correctivo en una doble forma:

a corto plazo atraía fondos; a plazo un poco más largo, al producir una baja de precios, determinaba una mejora de la balanza de comercio. Por el contrario, cuando el oro tendía a acudir a un país, se acostumbraba rebajar el tipo de descuento, con lo cual se ponían en marcha los procesos inversos: retirada de fondos y elevación de precios. El análisis teórico de estos fenómenos, algo posterior al desarrollo práctico, lo hicieron sobre todo Lord Goschen en su obra *Theory of Foreign Exchanges* (1861) y Walter Bagehot en *Lombard Street* (1873).

La concepción de la política de descuento como instrumento para influir en la coyuntura interior es, como dijimos, más tardía en la práctica y en la teoría. También de manera empírica se fué desarrollando la política bancaria en este sentido. En las épocas de fuerte demanda de crédito e intensa actividad económica, (que solían coincidir con precios altos, flojedad en los cambios exteriores y salida de oro) los bancos acostumbraban elevar el tipo de descuento. Con esta medida perseguían vagamente la finalidad de frenar la «especulación». En épocas de depresión, bajaban el tipo de descuento, con el propósito de estimular la demanda de crédito y reavivar la actividad económica. Con ello los banqueros no hacían otra cosa que seguir sus reacciones casi instintivas. Con el tiempo surgieron inevitablemente intentos de explicación científica de su conducta, y por lo tanto de los efectos de los movimientos de los tipos de interés, no sólo sobre la coyuntura exterior, sino también sobre la interior. Sin embargo sorprende un poco lo incompleto e insuficiente de los primeros esfuerzos intelectuales en este sentido. Keynes, en su *Treatise on Money*, expone las doctrinas tradicionales sobre la materia, en las cuales fué formado en los años de su juventud. Según él, estas doctrinas estaban compuestas de cuatro distintas ideas, con frecuencia entrelazadas en las obras de los diversos autores.

a) La primera idea intentaba enlazar la teoría de la política de descuento con la teoría cuantitativa del dinero, considerando el tipo de descuento como un medio de regulación de la cantidad de dinero: una elevación del tipo de descuento da lugar a una disminución de la cantidad de dinero circulante (o por lo menos a una cantidad de dinero circulante inferior a la que existiría si la elevación del tipo de descuento no hubiese tenido lugar); una rebaja del tipo de descuento produce por el contrario un aumento de la cantidad de dinero circulante. Esta idea está presente en toda la literatura sobre la materia de las últimas décadas del siglo XIX. En la opinión de Marshall, contenida en su *Evidence before the Gold and Silver Commission*, de 1887, juega un papel importante. De él sin duda la tomaron Pigou y Hawtrey. También Cassel en su *Theoretische Sozialökonomie* parece creer que la influencia que el tipo

de descuento ejerce sobre los precios tiene lugar a través de modificaciones en la cantidad de dinero.

En relación con esta teoría cabe decir que es cierto que las variaciones del tipo de descuento van asociadas generalmente a variaciones en la cantidad de dinero circulante. Pero la conexión no se da siempre, las variaciones de los precios no son, a corto plazo, proporcionales a los cambios en la cantidad de dinero, y las circunstancias que complican el proceso son muchas. Esta idea puede formar parte de la explicación, pero no es ella sola toda la explicación.

b) La segunda idea es la que juega un papel más importante en las discusiones y lucubraciones de los banqueros. Es la que considera la función del tipo de descuento como instrumento monetario internacional, en la forma que hemos expuesto. Es evidente que esta idea es uno de los elementos importantes del problema. Lo que no resulta claro es cómo se enlaza con la primera. Además parece que los factores estudiados por estas dos corrientes de pensamiento actúan en forma contrapuesta. Pues si una elevación del tipo de descuento atrae oro, aumenta la base del crédito y parece que debería determinar una elevación y no un descenso de los precios. Puede tal vez replicarse a ello que el aumento de oro sólo puede tener lugar si el Banco de Emisión reduce los otros elementos de su activo más de lo que aumenta sus existencias de oro, de manera que el resultado final es restringir la base del crédito. Pero en todo caso se trata de una explicación cuya exactitud no está demostrada, ni nadie se ha preocupado de demostrar.

c) La tercera idea, es la de que la influencia del tipo de descuento sobre los precios tiene lugar a través de la inversión o por lo menos a través de algunas clases de inversión. Uno de los primeros representantes de este punto de vista es Marshall en sus mencionadas declaraciones ante la *Commission* de 1887. Según Marshall, la entrada de oro en una economía (en la que existía un tipo de interés que podemos considerar de equilibrio) hace que la oferta de crédito sea superior a la demanda. Esto hace bajar los tipos de interés. Esta baja estimula la especulación y en definitiva la inversión, pues con un tipo de interés más bajo son posibles y viables negocios e inversiones que no lo eran con el anterior tipo. Pero la especulación y el aumento de inversiones más pronto o más tarde elevan los precios; a su vez el alza de precios estimula la demanda de dinero y ésta hace subir nuevamente el tipo de interés. Las ideas de Marshall constituyen sin duda un precedente de las de Keynes y probablemente también de las de Wicksell.

d) Existe una cuarta idea con la cual varios autores refuerzan su explicación del proceso que nos ocupa. Según ella, los movimientos del tipo de descuento tienen una influencia sobre los precios, de carácter psicoló-

gico. Claro está que para que esta idea sea lógicamente aceptable, ha de ir combinada con alguna otra explicación de la conexión entre el tipo de descuento y los precios. No puede sostenerse que es sólo la creencia de que un alza del tipo de descuento hace bajar los precios, lo que hace efectivamente que bajen. Sería perfectamente concebible que los hombres de negocios tuviesen la creencia contraria, por la razón de que los tipos de interés más alto elevan los costos, y en tales circunstancias habríamos de creer que los movimientos del tipo de interés determinarían movimientos de los precios en el mismo sentido. Lo que generalmente se ha sostenido es que los hombres de negocios saben que, por las razones que sean, los movimientos del tipo de descuento producen movimientos de los precios de signo contrario, y al adaptar su conducta a esta previsión, anticipan y acentúan el movimiento de los precios.

A fines del siglo XIX, Wicksell dió un paso decisivo en la comprensión de los problemas teóricos referentes a la influencia del tipo de descuento en la vida económica. Sus ideas sobre la materia fueron expuestas por primera vez en una conferencia pronunciada el 14 de abril de 1898, recientemente traducida al inglés en el volumen *Selected Papers on Economic Theory*. Posteriormente, como es bien sabido, estas ideas fueron ampliamente desarrolladas en el libro *Geldzins und Güterpreise*, publicado el mismo año 1898. En el libro y en la conferencia Wicksell revela, como en múltiples ocasiones, que su interés se dirige, en definitiva, predominantemente hacia los problemas prácticos, y revela también su gran optimismo. La conferencia acaba con las siguientes palabras: «Permítaseme limitarme aquí al aspecto puramente teórico, que, como he indicado, es el más importante para la solución del presente problema. Una vez se haya conseguido una clara comprensión de las causas de los cambios en el valor del dinero y de la actual inestabilidad del mismo, las personas que se ocupan de los aspectos prácticos se mostrarán sin duda capaces de la tarea de utilizar esta comprensión para crear un dinero de valor completamente estable, que resultará ventajoso para el comercio mundial. Una vez las causas del mal hayan sido descubiertas, la terapéutica y, sobre todo, la prevención de la enfermedad, serán cuestiones comparativamente sencillas».

En la solución teórica del problema probablemente Wicksell aprovechó, como dijimos, las ideas de Marshall. El economista sueco, en su citada conferencia, dice conocer las declaraciones de la Comisión monetaria inglesa de 1887, y entre las ideas de ambos autores hay una evidente semejanza, si bien las de Wicksell son más claras y precisas. Afirma este autor que el nivel de precios viene determinado de manera distinta según que el dinero circulante sea metálico o bien crediticio o bancario. En el primer caso, la teoría cuantitativa tiene una validez indudable. En

el segundo caso lo que determina el nivel de precios es el tipo de interés vigente en el mercado, o más exactamente la relación entre éste y lo que Wicksell llama tipo de interés natural; entiende por tal el que existiría en una economía monetaria en la que los préstamos se hicieran en especie. Si el tipo de interés del mercado y el natural coinciden, el nivel de precios permanece estable; si en un cierto momento, el tipo de mercado pasa a ser inferior al natural, se produce un alza de precios de los bienes duraderos, cuya producción experimenta un estímulo, lo cual hace subir los precios de los demás bienes. Los efectos contrarios tienen lugar si el interés del mercado pasa a ser superior al natural. El alza y la baja de precios son acumulativos y prosiguen mientras persista la discrepancia entre el interés del mercado y el natural; no es necesario que esta discrepancia aumente: basta con que persista, para que el movimiento de precios prosiga indefinidamente. Keynes observa que Wicksell no acentúa suficientemente un aspecto de la cuestión: para que se produjera el movimiento indefinido de precios, sería necesario que las autoridades monetarias accediesen a modificar indefinidamente la cantidad de dinero.

Contra lo que esperaba Wicksell en su optimismo, sus ideas tuvieron, durante muchos años, una influencia práctica casi nula. En realidad fueron muy poco conocidas fuera de Suecia hasta que el *Treatise on Money* les dió amplia difusión en el mundo de lengua inglesa y en el mundo en general.

Hasta después de la Primera Guerra Mundial la política de descuento siguió siendo utilizada muy principalmente como instrumento para mantener el equilibrio económico exterior. Se empezaba a fijar la atención en su influencia sobre la coyuntura interior, pero no existía una política sistemática en este sentido. Las autoridades monetarias se interesaban sobre todo por el equilibrio internacional y creían que la estructura de precios y costos y en general toda la coyuntura interior acababan adaptándose a las condiciones que el equilibrio internacional dictaba.

Después de la Primera Guerra Mundial y sobre todo después de la crisis de 1921 y de la depresión que la siguió, fué variando el punto de vista de las autoridades monetarias. En 1923 escribía Keynes que el patrón oro era una reliquia bárbara. Pero había llegado a la situación de reliquia de una manera gradual, al aumentar progresivamente el peso de las consideraciones de política interior en las decisiones de las autoridades monetarias, y disminuir paralelamente la importancia atribuída a los problemas monetarios exteriores.

En 1930, la publicación del *Treatise on Money* (que desarrolló y sistematizó las ideas de Marshall y Wicksell) pareció anunciar una época de gran importancia de la política de descuento. Por una parte los Bancos Centrales habían perfeccionado sus instrumentos de control del mer-

cado monetario, tomando como meta, sobre todo, el mantenimiento de la estabilidad de la coyuntura interior. Por otra parte, en la esfera científica, se inauguraba un período en que se atribuía al tipo de interés una trascendencia extrema. Como dice Robertson, según las teorías científicas en boga aquellos años, el tipo de interés lo regía todo: «no se permitía que el dinero influyese sobre los precios, no se permitía que el nivel de los salarios influyese sobre el volumen de ocupación, casi diría no se permitía que la luna influyese sobre las mareas, más que a través del tipo de interés».

Pero paradójicamente en la década que precedió a la Segunda Guerra Mundial, la política de descuento había de perder toda su importancia. Frente a la Gran Depresión, empezó utilizándose como instrumento coyuntural. En Inglaterra en el año 1932 el tipo de descuento se fijó en el 2 por 100 y gran parte del mundo siguió su ejemplo de política de «dinero barato».

Esta política no consiguió vencer la depresión. En 1936, en la *General Theory*, Keynes manifestaba un optimismo mucho menor sobre la posibilidad de eliminar el ciclo económico con medios puramente monetarios. La política de dinero barato persistió hasta la Segunda Guerra Mundial, pero el entusiasmo por la misma decreció considerablemente.

Por otra parte, la Gran Depresión trajo una oleada de nacionalismo económico. Se multiplicaron en todas partes las trabas al tráfico internacional de mercancías y de dinero. La política de descuento como instrumento de equilibrio monetario internacional perdió toda virtualidad. El equilibrio de la balanza de pagos se buscó mediante intervenciones directas.

En agosto de 1939, ante la inminencia del conflicto bélico, el Banco de Inglaterra elevó el tipo de descuento del 2 al 4 por 100; la elevación persistió durante las primeras semanas de la Guerra; fué éste un movimiento inspirado en los recuerdos de la Guerra anterior y que además estaba de acuerdo con las ideas de Keynes tal como se interpretaban el año 1930: la coyuntura había cambiado, se preveía la rápida sustitución de la depresión por la inflación y una demanda efectiva excesiva, y podía sostenerse la conveniencia de una política de dinero caro que seleccionase las inversiones y frenase el alza de precios. Pero las ideas de Keynes y de los dirigentes económicos habían evolucionado en los últimos años y muy pronto se decidió mantener durante la Guerra 'a política de dinero barato. Indujo a ella la creencia de que el control de las inversiones y de la vida económica en general, durante una Guerra, en los tiempos modernos, puede hacerse mejor mediante controles físicos e intervenciones directas que mediante procedimientos monetarios: los primeros son más rápidos y de efectos más seguros. Por otra parte influyó

el deseo del Fisco de reducir en lo posible el peso de los intereses de la considerable Deuda Pública a que la Guerra daría lugar.

Así es que el tipo de descuento se redujo pronto otra vez en Inglaterra al 2 por 100, nivel en que había de permanecer durante todo el conflicto bélico y después de él, hasta 1951. En la Primera Guerra Mundial el Gobierno inglés había emitido sus Deudas a largo plazo al tipo del 5 por 100 por lo general. En la Segunda Guerra las emisiones pudieron hacerse al 3 por 100, lo cual quiere decir que, teniendo en cuenta que el tipo *standard* del *income tax* era 10 chelines por libra, el Gobierno pagó aproximadamente un 1'5 por 100 neto de las deudas a largo plazo contraídas en la Segunda Guerra Mundial.

Para conseguir que el público suscribiera voluntariamente estas Deudas se siguió una política monetaria y económica *ad hoc*. Los déficit presupuestarios aumentaron considerablemente la cantidad de dinero; las posibilidades de invertirlo estaban severamente restringidas mediante el control estatal de las inversiones, que prácticamente no autorizaba más que las que tenían interés militar; las posibilidades de gastarlo en bienes de consumo quedaban reducidas por el racionamiento, la escasez general de estos bienes y la propaganda contra esta clase de gastos. El control de cambios impedía la situación de fondos en el extranjero. La inversión en títulos de la Deuda fué estimulada por la propaganda patriótica.

Generalmente con menor perfección técnica, el ejemplo de Inglaterra fué imitado, y la Guerra fué financiada con dinero barato en casi todos los países.

Terminada la contienda, la victoria electoral del Partido Laborista de 1945 hizo que la política de *cheap money* persistiese y se acentuase. En octubre de 1945 el Ministro de Hacienda inglés inició su campaña para reducir más los tipos de interés. El tipo de descuento no fué modificado pero las deudas a largo plazo fueron convertidas en otras al tipo del 2'5 por 100 y las nuevas emisiones se hicieron al mismo tipo. El público aceptó la conversión y suscribió las nuevas Deudas, porque esencialmente prosiguió la política monetaria y de inversiones de la Guerra, aunque adaptada a las circunstancias de la paz. La cantidad de dinero siguió aumentando: durante los seis meses de abril a septiembre de 1946 el volumen de los depósitos bancarios aumentó en un 12 por 100. Dada la escasez de capitales reales, en circunstancias de libertad económica, el tipo de interés se habría elevado. Pero el Gobierno mantuvo el control de las inversiones y sólo autorizaba las que consideraba tenían prioridad. El control de cambios seguía impidiendo la salida de fondos al extranjero. Con el dinero abundante podía hacerse poca cosa más que suscribir Deuda Pública.

Tal política tiene para un Gobierno socialista una serie de atractivos. Crea una situación de ocupación más que total, que no sólo elimina el paro forzoso sino que da una fuerza considerable a los sindicatos obreros. Reduce los ingresos de los acreedores en general y sobre todo de los tenedores de la Deuda Pública. Y facilita la intervención a fondo del Estado en la vida económica, singularmente en el mercado de capitales y en las inversiones reales: desaparecido el criterio del tipo de interés, como seleccionador de las inversiones, es el Estado quien determina las que han de tener lugar, con arreglo a sus criterios económicos, políticos y sociales. Estas inversiones, en muchos casos no serán las mismas que habrían tenido lugar si las empresas hubiesen atraído capitales pagando altos intereses o prometiendo altos dividendos.

Una tal situación significa la desaparición virtual de la política de descuento. El tipo de descuento ya no juega con la coyuntura, ya no se modifica al compás de ésta. Permanece anclado siempre en un bajo nivel. Vemos pues que, por unas u otras razones esta política fué inoperante durante casi veinte años: desde 1932 hasta 1951. En Inglaterra el tipo de descuento permaneció invariable en el 2 por 100, con un pequeño paréntesis de elevación al principio de la Segunda Guerra Mundial. El ejemplo inglés fué muy seguido por los países económicamente avanzados. Tres razones sobre todo determinaron esta imitación: el hecho de que Londres fué hasta la Segunda Guerra Mundial el centro financiero más importante del mundo, hacia el cual todos dirigían los ojos; el hecho de que Inglaterra fuera el país que desarrolló la técnica de la Banca Central y sirviera con frecuencia de modelo en esta materia, y el hecho de que el inspirador remoto de la política de descuento durante estas dos décadas fuera, para casi todos, Keynes, cuyas doctrinas eran diversamente interpretadas.

En los últimos años se ha iniciado un retorno a lo que se llama «una política realista del tipo de descuento». La persistencia y acentuación de las consecuencias de la inflación reprimida determinaron esta rectificación. Paralelamente se ha manifestado un mayor interés por los estudios monetarios; en él se ha distinguido el grupo de economistas neo-liberales de la Universidad de Chicago, especialmente Milton Friedman y Lloyd Mints. En Inglaterra el retorno a una activa política de descuento tuvo su punto de arranque en la vuelta al poder del Partido Conservador, con un programa económico fundamentalmente liberal, aunque muy cauto y matizado. En noviembre de 1951 la política de *cheap money* fué abandonada elevándose el tipo de descuento al 2'5 por 100, para pasar en marzo de 1952 al 4 por 100.

Con todo no fué Inglaterra el primer país en abandonar la política de dinero barato. En 1948 había tenido lugar la reforma monetaria ale-

mana, que inauguraba el viraje de este país hacia fórmulas liberales muy acentuadas. El éxito de la reforma permitió en 1949 reducir el tipo de descuento, que en los últimos tiempos de la inflación era del 5 por 100, al 4'5 por 100 primero y al 4 por 100 después. Pero el año siguiente, cuando la Guerra de Corea amenazó con desencadenar una oleada inflacionista, fué elevado al 6 por 100. Otros varios países lo elevaron con ocasión de esta Guerra. Con el abandono de la política de dinero barato por Inglaterra en noviembre de 1951, el empleo del tipo de descuento como instrumento coyuntural se generalizó en casi todos los países y ha continuado hasta los momentos actuales. En 1951 con la continuación de la coyuntura alcista hubo, en diversos países, elevaciones del tipo de descuento; en 1952 conjurado el peligro de conflagración mundial y desaparecida la tendencia alcista predominaron las reducciones, aunque hubo todavía alguna alza. En 1953 y 1954 las disminuciones dominaron todavía más; contribuyó a ellas la recesión de los Estados Unidos de este último año. En 1955, 1956 y 1957 el miedo constante a un desbordamiento de la inflación hizo que los movimientos del tipo de descuento fueran en todas partes al alza con poquísimas excepciones. En 1958 el tránsito del temor a la inflación al temor a la depresión se ha traducido en gran número de reducciones.

En los Estados Unidos, si bien el tipo de descuento viene utilizándose como instrumento coyuntural, la política de dinero barato sigue teniendo fuerte arraigo, y el tipo se ha movido generalmente en niveles bajos. Desde 1946 hasta 1954 osciló entre el 0'5 por 100 y el 2 por 100. En 1955 llegó al 2'25 por 100, en 1956 al 3 por 100 y en 1957 al 3'5, límite máximo del cual ha vuelto a descender en el año en curso.

* * *

Terminado este rápido examen histórico, vamos a formular algunas observaciones de carácter general sobre la política de descuento. No pretendemos construir una teoría completa sobre la materia, tarea ardua y larga, sino simplemente señalar algunos temas que nos parecen centrales dentro de la misma.

Aunque resulta difícil imaginar un sistema económico en que la política de descuento no exista en alguna forma, esta política adquiere su máxima trascendencia en un régimen fundamentalmente liberal, en el cual las autoridades económicas renuncien a la mayor parte de intervenciones directas en la vida económica, pero no a influir sobre los movimientos generales de la coyuntura. No es imposible concebir un régimen más radicalmente liberal, en el cual las autoridades se abstengan incluso de toda intervención en la esfera del dinero y de los capitales confiando

exclusivamente a las fuerzas del mercado la función de determinar el tipo de interés, igualmente que los demás precios. Sin embargo resulta un poco difícil imaginar cómo ello podría ocurrir en el mundo moderno; tal vez sería posible con un sistema monetario rigurosamente metálico en el que la cantidad de dinero fuera determinada de manera rígida por la cantidad de oro o plata extraída de las minas. Pero desde el momento en que el Estado es quien crea el dinero y regula su cantidad, resulta prácticamente imposible que no tenga alguna intervención en la determinación de los tipos de interés. La política más aproximada a la libertad extrema es, sin duda, entre las modernas, la inaugurada en noviembre de 1956 por el Banco del Canadá al anunciar que en adelante y mientras no se dispusiera lo contrario, el tipo mínimo para sus operaciones de préstamo y descuento se fijaría semanalmente en un cuarto por ciento por encima del tipo promedio a que se ofrecen los bonos del Tesoro. El Banco de Canadá explicó que el nuevo régimen tenía entre otras finalidades, la de hacer comprender al público que «los tipos de interés se determinan en el mercado por el juego de la oferta y la demanda de los fondos disponibles para préstamos». Un sistema similar existe en Finlandia, donde el Banco Central aplica en sus operaciones tipos superiores en ciertos márgenes a los tipos que los bancos comerciales aplican en el papel que se presenta el redescuento.

En un régimen de economía totalmente centralizada, una política de descuento no tendría razón de ser. Los problemas relacionados con el tipo de interés del capital no dejarían de plantearse, pero tomarían otras formas que no harían necesaria ni conveniente una política de descuento propiamente dicha. Cuando una economía sin llegar a estar totalmente centralizada, se acerque a este modelo, la política de descuento irá perdiendo importancia. Ya vimos la relativamente pequeña que tuvo durante la Segunda Guerra mundial, y en Inglaterra durante los años de Gobierno laborista.

Pero en una economía liberal en lo que se refiere a la producción y al consumo, en la cual el Estado, como es hoy la regla general, tenga en sus manos los mecanismos monetarios y crediticios o ejerza sobre ellos una influencia decisiva, la política de descuento adquiere plena significación: el renacimiento de la misma que ha tenido lugar a partir sobre todo de 1951, no ha de considerarse como episódico; si no hay un nuevo avance de las corrientes económicas planificadoras, los Estados tenderán a perfeccionar este instrumento impersonal de control económico. La manera de ejercerlo podrá variar, como podrá variar el grado de adaptación o de respeto a los movimientos de la coyuntura. Pero la importancia del instrumento será, en todo caso, considerable.

Sería mucho menor si estuvieran en lo cierto las opiniones expuestas

en los últimos años sobre lo que se ha llamado las *economías maduras*. Esta idea arranca de la *General Theory* de Keynes y ha sido propagada sobre todo por Alvin Hansen y sus seguidores en América. Keynes suponía que en el mundo moderno —o más exactamente en el mundo de 1936— había fuerzas que reducirían rápidamente a tipos bajos lo que él llamó la eficiencia marginal del capital. Esta creencia se basaba en una serie de supuestos: que la población dejaba de aumentar, que el ahorro voluntario era considerable, que no tenían lugar inventos técnicos importantes, que las grandes depresiones se evitaban y que no había guerras; en tales circunstancias, la acumulación de capitales reales sería tan grande que pronto resultaría difícil encontrar una colocación para nuevos ahorros.

Esta idea fué en los primeros años después de 1936 calurosamente acogida y grandemente exagerada. Keynes había señalado más bien la posibilidad de que unos pocos países llegasen relativamente pronto a una situación de economía madura. Algunos de sus seguidores razonaron como si muchos países hubiesen llegado ya a esta situación. En tales circunstancias no cabe propiamente una política de descuento; la única practicable es un descuento siempre bajo y además una política estatal, sobre todo en forma de obras públicas, destinada a asegurar un suficiente volumen de inversión. Esta concepción estuvo en la base de la política de *cheap money* practicada por Inglaterra y los Estados Unidos durante los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial.

Pero la idea de las economías maduras parece hoy difícilmente sostenible. Los supuestos de Keynes están lejos de darse. El mundo en su conjunto no es precisamente una economía madura sino todo lo contrario: una economía sumamente escasa en capitales, y el mundo constituye, cada día más, una unidad psicológica, humana y política. Pero ni considerando aisladamente los pueblos más ricos —Estados Unidos, Canadá, Inglaterra— se dan los supuestos de la economía madura: la población, por una serie de razones, crece más rápidamente que hace 20 años; las posibilidades de inversión creadas por nuevos inventos parecen hoy mucho mayores que en 1936; piénsese sólo en las suscitadas por la energía nuclear, la televisión y la industria química; el ahorro voluntario ha disminuído y sigue disminuyendo de manera alarmante, y la guerra no ha sido eliminada: tenemos constantemente pequeños conflictos bélicos y la guerra fría perenne que absorbe una enorme proporción de nuestros recursos. No parece pues que el argumento de las economías maduras pueda servir para renunciar a la política de descuento o para minimizarla. Cabe esperar que, por muchos años todavía, la eficiencia marginal del capital seguirá siendo relativamente alta, y que por consiguiente una política de descuento continuará siendo viable y útil.

Esta política supone que el Banco central pueda influir rápida y fácilmente en los tipos de interés a corto plazo en todo el país de que se trate, es decir, que las elevaciones y reducciones de su tipo de descuento se reflejan sin tardanza en los tipos realmente vigentes en todos los mercados. ¿Es ésta una hipótesis realista?

Ello depende de factores institucionales. En los países con una estructura monetaria y bancaria plenamente desarrollada, esta hipótesis coincide casi exactamente con la realidad. El tipo de descuento del Banco de Inglaterra, por ejemplo, es siempre, como se dice, efectivo, es decir, es más elevado que el complejo de tipos a corto plazo vigentes en el mercado y éstos guardan una cierta relación con él. Tipos más altos que los correspondientes a esta relación no pueden regir, pues nadie estará dispuesto a pagarlos sabiendo que puede acudir al redescuento en el Banco de Inglaterra. Tipos más bajos tampoco pues el Banco puede siempre forzar al mercado a acudir a él, mediante la reducción de su cartera comercial o la venta de títulos. En países con mercados monetarios menos desarrollados, la situación puede ser muy distinta y el dominio del Banco central mucho menos pleno. Puede ocurrir que el sistema y los hábitos bancarios estén poco formados y que los tipos de interés practicados fuera del mercado bancario sean distintos y generalmente más altos que los vigentes en éste. En países subdesarrollados ha ocurrido a veces que el Banco central ha tenido un dominio muy débil sobre el mercado, porque las sucursales de Bancos extranjeros podían proveerse de fondos en los países de su casa matriz. En otros países, no precisamente subdesarrollados, se ha dado el caso de que los Bancos privados han tenido, por un cierto tiempo, fondos abundantes que les daban independencia frente al Banco central. Claro está que estos fondos abundantes tienden a producir alza de precios, con lo cual la abundancia desaparece y el Banco central puede recobrar su autoridad. Ello ocurrió por ejemplo en Italia, Bélgica y Francia, en los años inmediatamente posteriores a la Segunda Guerra mundial.

En todos estos casos, la política de descuento pierde una parte de su eficacia, mayor o menor según las circunstancias, pero la tendencia institucional es claramente en todas partes hacia el desarrollo de los mercados monetarios y de la estructura bancaria y hacia el dominio de ambos por el Banco central. El libro de Peter G. Fousek, *Foreign Central Banking: The Instruments of Monetary Policy*, publicado recientemente por el *Federal Reserve Bank* de Nueva York describe muy documentadamente esta tendencia y estudia cómo va acompañada por el progresivo aumento de la eficacia e importancia de la política de descuento.

Podría dirigirse una objeción contra esta pretendida eficacia: la política de descuento ejerce su influencia sobre los tipos de interés a corto

plazo; el redescuento por el Banco central suele ser de efectos comerciales a menos de tres meses. El tipo de interés a corto plazo puede tener efectos sobre las inversiones en capital circulante; el factor fundamental de la coyuntura son las inversiones en capital fijo, y el tipo de interés que afecta a éstas es el tipo a largo plazo.

La solución de esta dificultad se encuentra en la estrecha coincidencia observada en los mercados monetarios bien desarrollados entre los movimientos del interés a largo y a corto plazo. En los estudios que se han hecho sobre la cuestión, sobre todo en Estados Unidos y en Inglaterra, se ve que si bien el interés a largo plazo es generalmente superior al interés a corto plazo y si bien los movimientos de éste son más frecuentes y amplios que los de aquél, la coincidencia entre estos dos movimientos es muy grande. ¿A qué razones es debida?

Las hay en primer lugar de carácter teórico. Las expone Hicks en *Value and Capital* ilustrándolas con una sencilla prueba matemática. Stackelberg en sus *Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre* reproduce sustancialmente los argumentos de Hicks. De ellos se concluye que el tipo de interés a largo plazo es el promedio de los tipos a corto plazo que se prevé regirán durante el largo plazo. Pero los argumentos de Hicks y de Stackelberg tienen unas hipótesis iniciales bastante alejadas de la realidad. Stackelberg supone que los que contratan un préstamo por cuatro años prevén en el momento del contrato cuál será el tipo de interés a corto plazo que regirá en cada uno de los cuatro años de duración del préstamo. Hicks no habla de años sino de semanas; con ello parece que la previsión se hace menos irreal, pero su demostración, tomada literalmente, no probaría nada porque el largo plazo tratándose de fenómenos de interés se refiere siempre a varios años no a varias semanas. En resumen, los argumentos de Hicks y Stackelberg por sí solos nos harían esperar, en el mundo real, una cierta relación entre los tipos de interés a corto y a largo plazo, no la estrecha coincidencia que se observa entre ellos.

Las razones que la explican son de carácter institucional y pueden reducirse a las siguientes:

Si el tipo de interés a largo plazo es más elevado que el tipo a corto plazo, resulta ventajoso tomar dinero prestado a corto plazo para comprar títulos de renta fija. Aquellas empresas que necesiten utilizar en sus negocios una parte de sus reservas que hayan mantenido en títulos de renta fija, si el tipo de interés a corto plazo es inferior al rendimiento de estos títulos, tenderán a pedir préstamos con su garantía; pero si aquel tipo es superior a este rendimiento, tenderán a vender los títulos.

Por ello tiene gran importancia el hecho de que la curva del interés a corto plazo corte la curva del rendimiento de los títulos de renta fija.

Cuando la primera curva esté, tan sólo unas semanas por encima de la segunda, los títulos rara vez dejarán de bajar; cuando se sitúe por debajo, rara vez dejarán de subir.

Además existen instituciones financieras, como sociedades de seguros, *Investment Trusts*, etc. que varían de cuando en cuando la proporción de sus inversiones en títulos de renta fija a corto y a largo plazo; si el interés a corto plazo es elevado, las ventajas de seguridad y liquidez son muy atractivas. Si este tipo baja, tales instituciones tienden a reducir sus inversiones a corto plazo y a aumentar sus inversiones a largo plazo, con lo cual realizan una acción correctora que tiende a equilibrar los tipos de interés de una y otra clase.

A estos factores se unen los de carácter psicológico o si se quiere especulativo. En definitiva la estrecha correlación que se observa entre los tipos de interés a largo y a corto plazo es una manifestación más del hecho de que los hombres toman como guía el plazo corto, del cual en realidad, saben muy poca cosa, para prever el plazo largo, del cual no saben prácticamente nada.

También estos argumentos se refieren a países con mercados monetarios bien desarrollados. Es posible que en aquellos en que no se dé esta circunstancia, la correlación entre los movimientos de los tipos de interés a corto y a largo plazo sea menor. Hemos buscado estudios sobre la cuestión, sin encontrarlos. En tales países, la política de descuento tendrá, también por esta razón, menos eficacia. Pero siendo general la tendencia al desarrollo de los mercados monetarios, también lo será la tendencia al aumento de la eficacia de la política de descuento. En los países con mercado monetario bien desarrollado, podemos aceptar como válida la hipótesis de que si el Banco central consigue regir los tipos de interés a corto plazo, regirá también los tipos a largo plazo.

Pero además las autoridades monetarias tomadas en su conjunto, es decir, el Banco central y el Ministerio de Hacienda tienen la posibilidad de influir directamente sobre los tipos a largo plazo con instrumentos complementarios de la política de descuento. Los más importantes son: el interés asignado a la Deuda Pública y las intervenciones en el *open market* o mercado abierto.

En los Estados modernos, el Tesoro Público es con frecuencia una de las fuerzas más influyentes en los mercados de dinero y de capitales. En un régimen fundamentalmente liberal no puede violentarlos pero puede influirlos. La vigencia, en el mercado, de bajos tipos de interés permitirá a la Hacienda la emisión a bajo interés de sus deudas nuevas y la conversión de las antiguas; a su vez el hecho de que la Deuda Pública lleve interés reducido será una poderosa influencia real y psicológica que ayudará al mantenimiento del dinero barato. Influencias análo-

gas tendrán lugar en caso de que rijan o se pretenda que rijan tipos de interés elevado.

Las intervenciones en el mercado abierto mediante las cuales las autoridades monetarias compran o venden títulos de la Deuda y también, aunque con menos frecuencia, efectos comerciales, son un instrumento de control monetario con el que se completa el dominio que proporciona el tipo de descuento. Algún autor ha dicho que este nuevo instrumento era innecesario pues con el uso exclusivo del tipo de descuento se podían conseguir las mismas finalidades que con la combinación de los dos. La argumentación en favor de este punto de vista puede resumirse diciendo que la política de descuento aspira a determinar en el mercado, el tipo de interés, y la intervención en el mercado abierto pretende determinar la cantidad de dinero. Pero en un cierto momento y un cierto mercado monetario, el tipo de interés y la cantidad de dinero han de guardar una relación, de manera que a cada tipo de interés ha de corresponder una cierta cantidad de dinero para que haya equilibrio. Basta pues con modificar el interés para que se produzca la correspondiente modificación de la cantidad de dinero. Si se fijan un tipo de interés y una cantidad de dinero que no se corresponden, se crea una situación de desequilibrio que el mercado tenderá a corregir.

Este punto de vista no puede aceptarse. La correlación del tipo de interés y la cantidad de dinero es cierta en un mercado teórico y perfecto. En la realidad, aunque no son posibles discrepancias entre los dos a largo plazo, también es cierto que un tipo de interés puede ser compatible con distintas cantidades de dinero durante lapsos de tiempo un poco prolongados.

En resumen la política de descuento influye inmediatamente sobre el tipo de interés a corto plazo y pone en marcha fuerzas que a plazo más o menos largo influyen sobre el tipo de interés a largo plazo y sobre la cantidad de dinero. Las intervenciones en el mercado abierto modifican inmediatamente la cantidad de dinero y menos inmediatamente los tipos de interés. Como estas intervenciones consisten generalmente en compras y ventas de títulos de Deuda Pública a largo plazo, su influencia es más inmediata sobre el tipo de interés a largo plazo que sobre el tipo a corto plazo.

Se comprende así que la combinación de los dos instrumentos asegura a las autoridades monetarias el dominio del mercado. Se comprende también que la intervención en el mercado abierto es más elástica, más graduable. Las modificaciones del tipo de descuento no pueden tener fácilmente una magnitud inferior a $\frac{1}{4}$ por ciento. En cambio a la intervención en el mercado abierto puede dársele las dimensiones que se deseen.

Por otra parte la intervención en el mercado abierto parece tener eficacia incluso en aquellas situaciones coyunturales difíciles, en las que la política de descuento se revela impotente. Ello puede ocurrir tanto en casos de depresión profunda como de aguda inflación. Ya vimos cómo durante los años de la Gran Depresión, los bajos tipos de interés no consiguieron reanimar la economía. Es posible que una intensa intervención en el mercado abierto, que hubiese inyectado en este grandes sumas de dinero, lo hubiese logrado. Análogamente, es posible que una inflación no pueda ser contenida con una política de descuento: los tipos de interés elevados pueden ser ineficaces para frenar el alza de precios en un mercado que espera alzas de precios considerables. Pero incluso este mercado puede probablemente ser dominado con una intervención consistente en vender grandes masas de títulos. Milton Friedman, en su artículo *Comments on Monetary Policy* publicado en 1951, en plena inflación producida por la Guerra de Corea, afirma que incluso en aquellos momentos, el *Federal Reserve System* podía imponer una severa desinflación en el país. Si la venta de títulos por valor de diez mil millones de dólares no bastaba para producirla, podía vender quince mil millones, veinte mil millones, etc. Los que afirman que tales cantidades de títulos «no podrían» ser vendidas, lo que quieren decir implícitamente es que antes de haberse terminado su venta, se habría producido la desinflación buscada.

Con mayor o menor intensidad todos los países utilizan hoy ambos instrumentos. En Inglaterra la política de descuento goza de mayor tradición; las intervenciones en el mercado abierto se han desarrollado más tarde y menos vigorosamente. En cambio el *Federal Reserve System* pasó pronto, después de su creación, a confiar más en las intervenciones en el mercado abierto que en el tipo de descuento.

La efectividad de una política de descuento está íntimamente relacionada con la elasticidad de la estructura de precios y salarios del país correspondiente. Lo que pretende esta política es, en definitiva, producir movimientos de los precios. Si existen obstáculos institucionales o de otro carácter a estos movimientos, el valor de la misma queda correspondientemente disminuído, o por lo menos, modificado. Por esta razón, no puede servirnos de guía para juzgar sobre su eficacia en el marco social actual, la eficacia que pudo tener en el siglo XIX, pues hoy la elasticidad de precios y costos es muy distinta de la de entonces: mucho mayor en el sentido de alza y mucho menor en el de baja. Uno de los contrastes entre los razonamientos de los economistas del siglo XIX y los del XX, que llaman la atención al leerlos, es que aquellos hablan con toda naturalidad de que unos determinados hechos o coyunturas pueden producir una baja de salarios general o en determinados sectores. Para

Marshall y para Walras, la posibilidad de esta baja es una condición necesaria para que pueda llegarse al equilibrio parcial y al equilibrio general. Los economistas contemporáneos procuran evitar la expresión «baja de salarios», sin duda porque saben que el marco social la consiente muy rara vez. Keynes, en la *General Theory*, afirma que los obreros se oponen siempre enérgicamente a una reducción de los salarios nominales pero aceptan generalmente sin oposición una reducción de sus salarios reales en forma de alza de precios. Esta hipótesis inicial de Keynes, pieza esencial de su teoría de la coyuntura, si no refleja con exactitud la realidad, no se aleja excesivamente de ella. En los momentos presentes en que los sindicatos obreros tienen economistas profesionales como asesores y consultan constantemente los índices de precios, la mencionada hipótesis está más lejos de la realidad que en 1936. Con todo, la resistencia que los sindicatos obreros oponen hoy a una reducción de los salarios nominales es considerablemente mayor que la que oponen a una reducción de los salarios reales mediante un alza general de precios.

Esta modificación del marco social condiciona considerablemente la eficacia de una política de descuento. Pero no la hace desaparecer. Hoy no puede esgrimirse el argumento de que frente a una inflación o una balanza de pagos deficitaria, un alza del tipo de descuento puede actuar de correctivo porque puede provocar una contracción de la estructura de precios y costos. Pero no por esto la política de descuento es totalmente inoperante: en las circunstancias expresadas puede hacer que el alza de costos y precios se detenga o por lo menos se frene; y que ello signifique, si no una solución del problema, sí una mejora.

Por ejemplo en el verano de 1957 la balanza de pagos inglesa era fuertemente deficitaria, y el cambio de la libra bajó; ello hizo que se hablara de una probable desvalorización, lo cual, a su vez, provocó una salida de capitales con destino sobre todo a Alemania, que agravó la situación. Decidido a defender el valor interior y exterior de la esterlina, el Gobierno inglés en el mes de septiembre elevó el tipo de descuento del 5 al 7 por 100, nivel en que permaneció hasta principios de 1958. Aunque todo lo relacionado con la coyuntura puede discutirse, creemos que, en términos generales la operación fué un éxito: el cambio de la esterlina se recuperó, el movimiento de capitales se detuvo y ulteriormente se invirtió. Esto tuvo lugar sin que en Inglaterra se produjera ninguna baja de precios; éstos y los salarios siguieron subiendo. Pero lo hicieron con un ritmo más lento, y tal lentitud, en un mundo en que el alza era general, bastó para conseguir la consolidación de la libra.

La importancia de los factores psicológicos es muy grande en la economía del mundo moderno, en la que la especulación juega un papel tan destacado. Estos factores pueden colaborar con las autoridades moneta-

rias: si las medidas que éstas adoptan hacen ver que pretenden unas determinadas finalidades, el público puede creer que las conseguirá, y al obrar con arreglo a esta previsión, puede hacer que se logren más pronto y con menor esfuerzo: la elevación del tipo de descuento del Banco de Inglaterra al 7 por 100 a que acabamos de referirnos, detuvo rápidamente la salida de capitales porque convenció a todos de que el Gobierno inglés estaba firmemente decidido a mantener el cambio de la libra.

Pero en ocasiones los factores psicológicos que la política de descuento puede suscitar actúan en sentido contrario al de esta política. Fijémosnos en el caso de los Estados Unidos; allí no ha existido desde hace muchos años una crisis de la balanza de pagos, y por lo tanto el tipo de descuento ha de interpretarse siempre a la luz de los fenómenos de economía interior. Su elevación puede hacer suponer que las autoridades del *Federal Reserve System* prevén un período relativamente largo de fuerte expansión y alza de precios (pues es de creer que si se previese que estos fenómenos hubiesen de ser breves y de pequeña intensidad, no habrían provocado un alza del tipo de descuento). El conocimiento por parte del público de que las autoridades tienen esta opinión, puede intensificar la tendencia expansionista. A estas consecuencias podría llegarse razonando *a priori*, y la experiencia parece demostrar que en repetidas ocasiones las cosas han ocurrido así.

Por último ¿qué hay que pensar de la función de la política de descuento como instrumento de equilibrio internacional, en los momentos actuales? Se opina con frecuencia que tal función ha pasado a la historia, y que hoy el equilibrio se consigue con otros medios. Es verdad que ésta es la situación de hecho, pero no es realmente satisfactoria, ni considerada como tal por nadie. El equilibrio monetario internacional se consigue hoy mediante desvalorizaciones, cambios diferenciales, limitaciones a los movimientos internacionales del dinero, trabas al comercio exterior, y préstamos y ayudas de otros países. Pero es difícil considerar un tal régimen como normal. Va además siempre contra el espíritu y con frecuencia contra la letra de los acuerdos de Bretton Woods que pretendieron crear un auténtico sistema monetario internacional, menos rígido que el patrón oro, pero que sujetase a los países miembros a unas ciertas normas. En él, las diversas monedas nacionales no son legalmente convertibles en oro ni en ninguna otra mercancía, pero lo son en las monedas de los demás países, a cambios fijos, que sólo podrán ser alterados en circunstancias excepcionales. Para cumplir los acuerdos de Bretton Woods es necesario que los países que los suscribieron se sometan a una disciplina monetaria que no es esencialmente distinta de la que imponía el patrón oro, aunque es más amplia. Como instrumento de la misma, la política de descuento parece necesaria.



Sin embargo, hay algunos autores que no creen posible o deseable la sustitución de la actual anarquía monetaria internacional, por la rígida disciplina del patrón oro ni por la menos rígida del Fondo Monetario Internacional. Tal vez el más destacado es Milton Friedman y la exposición más completa de sus ideas sobre la materia, su estudio *The Case for Flexible Exchange Rates*, incluido en el libro *Essays in positive Economics*. Friedman propugna la supresión de los cambios oficiales y el establecimiento de mercados monetarios libres que reflejen diariamente el valor internacional de las diversas monedas, derivado de su respectivo poder de compra en el interior de cada país. Este sistema sería distinto del actual del *Fondo*, en el que los cambios son rígidos, pero existe la posibilidad de modificarlos, cuando las circunstancias lo aconsejen. Para Friedman el régimen del Fondo carece tanto de las ventajas que daba al patrón oro la estabilidad permanente de los cambios, como de las que daría al sistema que él propone, la perfecta sensibilidad de los mismos.

Este autor no propugna la inestabilidad monetaria. Para él, el mundo ideal sería aquel en que los cambios, libres siempre para oscilar, no oscilasen nunca porque nada obligase a hacerlo. Pero cree que cuando alguna circunstancia altera la relación existente entre los poderes de compra de dos unidades monetarias, lo mejor que puede hacerse es dejar que se modifique en seguida, en un mercado libre, la equivalencia entre las mismas. Si así no se hace, resulta necesario usar algunos medios, entre ellos probablemente el tipo de descuento, para modificar el nivel de precios de uno u otro de los países o de los dos. Esta solución es, para Friedman, claramente inferior.

Se comprende que la adopción internacional de un sistema de cambios monetarios flexibles quitaría a la política de descuento sus funciones de instrumento de equilibrio monetario internacional. La política de descuento pasaría a ser definitivamente lo que ya casi es de momento: un puro instrumento de coyuntura interior.

En resumen. En un país con una política económica fundamentalmente liberal, con un sistema monetario y bancario desarrollado, con una estructura de precios y salarios no demasiado rígida y con unos movimientos psicológicos no demasiado incontrolables, la política de descuento es un instrumento de dirección de la coyuntura de gran eficacia. Puede sostenerse que es suficiente para realizar tal dirección. Si alguna de las condiciones mencionadas no se da, la eficacia de la política de descuento queda disminuída. Con todo no puede renunciarse a esta política más que tomando el camino de un intervencionismo creciente.

