

# Las limitaciones de la política monetaria

EMILIO DE FIGUEROA

## I

Es natural que la política monetaria haya gozado de gran predicamento en la época del liberalismo económico. Se trata del medio más indirecto posible de influir en el funcionamiento del sistema. La «mano invisible» nunca pasó de ser una proposición teórica, incluso en la época del «laissez faire». La regulación del dinero, como las leyes jurídicas y el orden público, tenía que ser forzosamente una prerrogativa del Estado. Pero de esta afirmación a la creencia en la infalibilidad de la política monetaria media un abismo.

En la segunda postguerra, sin embargo, tuvo lugar una resurrección de la política monetaria en el mundo occidental, con la misma fe ciega que siempre gozaron las panaceas y los ungüentos milagrosos. El gran animador de este resurgimiento fue el Director del Fondo Monetario Internacional a la sazón, Per Jacobsson. El Dr. Jacobsson, al igual que todos los hombres importantes, estaba demasiado ocupado para remozar las ideas adquiridas en su juventud. Como su maestro, el Prof. Gustavo Cassel, en la primera postguerra, creía ciegamente en la posibilidad de una vuelta al pasado. Este convencimiento reposaba implícitamente en la premisa de que todos los sistemas monetarios son uniformes y funcionan del mismo modo cualesquiera que sean las estructuras reales y las instituciones del país.

No obstante, Inglaterra, creadora y ferviente partidaria de la política monetaria, dio al mundo un ejemplo de sensatez al someter periódicamente a examen el «background», el medio que rodeaba a su sistema monetario. El famoso «Macmillan Committee», nombrado en 1931, y el «Radcliffe Committee», constituido en 1957, trataron de examinar la orga-

nización financiera británica y el funcionamiento del sistema monetario en sus respectivas épocas. Claro es que dichos Comités no se nombraron por el Gobierno con el exclusivo objeto de obtener una precisa información sobre el comportamiento institucional; los Comités se nombran cuando existe un malestar generalizado acerca del funcionamiento de ciertas instituciones, y su tarea no consiste sólo en informar a las autoridades públicas, sino en hacer recomendaciones concretas. Así, por ejemplo, el Comité Macmillan se enfrentó con el considerable y continuo paro involuntario que la economía británica venía padeciendo desde la década de los años 20, además de la difundida creencia de que esta situación obedecía, en gran parte, a la vuelta al patrón oro en 1925 y a las restricciones de crédito y elevados tipos de interés que, lógicamente, acompañaron a dicho retorno. En aquella época se pensaba que el único medio de regular el sistema económico era a través de la política monetaria realizada por el Banco de Inglaterra. No se creía entonces en la posibilidad de una política económica expansiva por parte del Estado.

La situación en 1957 era radicalmente distinta. El Comité Radcliffe no tenía por objeto averiguar si la política monetaria funcionaba o no de una manera correcta, sino en explicar por qué había fracasado en lograr los fines propuestos de una manera suave y efectiva. La debilidad técnica de la política monetaria se hizo, sin embargo, evidente.

La concepción del alcance y límites de la política económica ha cambiado radicalmente en los últimos treinta años. El Estado ha asumido la responsabilidad de mantener al mismo tiempo el pleno empleo, la estabilidad de los precios, el equilibrio de la balanza de pagos y el logro de un ritmo rápido de desarrollo económico. En los países democráticos, el público ha aprendido o está aprendiendo, a juzgar a los partidos y a los Gobiernos por su éxito en el logro de tales objetivos. Por otra parte, ha habido una honda transformación en el marco y en las instituciones de la política monetaria. La mayoría de los Bancos centrales se han nacionalizado y las medidas de control monetario no son sino unas entre las muchas que un Estado moderno tiene a su disposición. No se trata ya de que el Gobierno consulte al Banco central acerca de los objetivos y directrices de la política monetaria, sino de ajustar ésta a la política económica general del Estado. Los fines constituyen hoy una prerrogativa del poder público, quedando sólo los medios técnicos a la discreción de los órganos de regulación, entre los cuales se encuentra —como es sabido— el Banco central.

Ya en 1931, el Comité Macmillan señalaba en su famoso Informe que:

«Desgraciadamente, no existen principios generales universalmente aceptados acerca del modo en que las instituciones y actividades monetarias afectan a la situación económica, y menos aún respecto al grado preciso de su importancia comparada con otras causas. En realidad, nos enfrentamos con una amplia gama de opiniones, en un extremo de la cual se hallan aquellos que atribuyen todas las dificultades a causas monetarias, y en el otro, los que opinan diametralmente lo contrario; esta divergencia de puntos de vista se puede atribuir, sin duda, en parte, a las distintas concepciones sobre cuáles son las causas monetarias».

No cabe duda que, en la actualidad, las dificultades de este género son todavía muy grandes, a pesar de que la información estadística sobre la situación económica nacional e internacional ha mejorado mucho y de que la teoría económica necesaria para el análisis del empleo, el interés y el dinero ha avanzado de manera espectacular desde 1936. La discusión sobre el funcionamiento del sistema monetario y la política económica en general está aún sujeta a grandes divergencias de opinión entre los economistas profesionales. Conviene distinguir los diferentes elementos de esta discusión, porque la principal dificultad consiste precisamente en fijar los límites de la misma.

El funcionamiento de la política monetaria debe analizarse en dos etapas. La primera se refiere al modo en que se hace efectiva la decisión de utilizar la política monetaria; es decir, el análisis de cómo influyen las medidas monetarias (variación del tipo de descuento, operaciones de «open market» y reservas obligatorias mínimas) sobre el mercado monetario y de capitales y sobre el comportamiento de los bancos comerciales. Consiste en un complicado proceso de acciones y reacciones en cadena a través de diferentes instituciones. Su análisis consiste en aclarar la fortaleza e importancia de cada eslabón y el papel que desempeña dentro de dicha cadena. Así, por ejemplo, ¿por qué medio lograrán las autoridades monetarias que la restricción del crédito se transmita a través de los bancos privados al público y cómo lograr los resultados previstos? La mayoría de las discusiones habidas en política monetaria se han centrado sobre este tipo de problemas, pero es evidente que sólo constituyen una primera etapa de la cuestión. Las modificaciones en el volumen del crédito bancario y los cambios en el tipo de interés no constituyen fines en sí mismos, sino medios para regular la situación económica general del país.

La segunda y más importante etapa en el análisis de la política monetaria consiste en averiguar cómo la variación de las condiciones monetarias afecta a las decisiones de los empresarios relativas a las inversiones en capital fijo, en «stocks» y en bienes en general, y a las de los consumidores con respecto a sus gastos en bienes de consumo. Esta segunda etapa analítica suele pasarse por alto a menudo en las discusiones sobre los problemas monetarios; no obstante, constituir el criterio decisivo para juzgar la efectividad de la política monetaria como instrumento regulador de la demanda, la producción, el empleo, la balanza de pagos y el nivel de precios.

Trataremos de analizar aquí las limitaciones que presenta la política monetaria en esta segunda etapa, repasando brevemente los aspectos técnicos de la regulación del dinero y el crédito.

## II

La política monetaria influye en la situación económica general de un país a través de sus efectos sobre los diferentes componentes de la demanda efectiva. No hay razón, por supuesto, para admitir que la demanda global que es consistente con un determinado nivel de empleo y de producción nacional haya de serlo también con la estabilidad de los precios y con el equilibrio de la balanza de pagos, y esta inconsistencia potencial pone un límite severo a lo que puede hacerse simplemente mediante el control de la demanda global; ya sea utilizando la política monetaria u otros medios diferentes, tomando como objetivos de la política económica un alto nivel de empleo, el equilibrio de la balanza de pagos, la estabilidad de los precios y un rápido crecimiento de la producción y de la productividad, no existe motivo para suponer que todos estos objetivos podrán lograrse siempre de una manera simultánea. En realidad, es muy probable que, dado el comportamiento presente de los sindicatos en los convenios colectivos y las dificultades en la balanza de pagos, sean irreconciliables. Los límites al uso de la política monetaria, como un medio de evitar la subida de precios o de corregir el déficit de la balanza de pagos, son establecidos, al menos en parte, por los sacrificios que resultan social y políticamente soportables por la comunidad en el nivel de paro y en el estancamiento económico. Estas constituyen difíciles cuestiones políticas, que implican graves decisiones del Gobierno, acerca de la importancia relativa de los diferentes objetivos de la política económica, como, asimismo, con respecto al fun-

cionamiento del sistema económico. Su solución no depende simplemente del análisis metodológico de la técnica económica. Con estas limitaciones por delante, veamos ahora el aspecto de los precios, la balanza de pagos, los gastos de consumo y la inversión.

Los precios suben debido a un exceso de la demanda sobre la oferta global o a un aumento en los costes de producción. La política monetaria puede contribuir a evitar que un exceso de demanda eleve los precios mediante su acción contractiva sobre el nivel general de la demanda efectiva. Pero un exceso de demanda no es la causa única de la subida de los precios; en efecto, a partir de 1973, las alzas de precios no se han debido a un exceso de demanda —en su sentido habitual—, sino a un aumento de los costes, debido éste principalmente al mayor precio del petróleo y a la subida del coste del trabajo por unidad de producción (al crecer los salarios más deprisa que la productividad). Si este proceso de *inflación de costes*, originado independientemente de cualquier exceso de demanda sobre la capacidad de producción, ha de ser frenado por la política monetaria, tendrá que serlo contrayendo la demanda efectiva, la producción y el empleo hasta tal punto que los sindicatos estén dispuestos a moderar sus reivindicaciones salariales.

El criterio —frecuentemente mantenido— de que los precios no pueden subir si la oferta monetaria se mantiene constante, es probablemente correcto como una proposición a largo plazo, pero fracasa en dar una explicación del mecanismo mediante el cual el proceso inflacionista se propaga. De un modo más explícito: los salarios monetarios y los costes suben; la demanda monetaria, por parte de las empresas, para financiar el aumento de los costes también crece; pero, al permanecer constante la oferta de dinero, la mayor demanda monetaria se enfrentará con una escasez de crédito, y esto elevará los tipos de interés. La falta de liquidez y la subida del coste del dinero obligarán a los empresarios a reducir las inversiones y el nivel de producción, con lo que aumentará el paro forzoso hasta que los sindicatos estén dispuestos a aceptar menores alzas de salarios. La escasez de dinero tiende a promover la estabilidad de los precios, pero esto sólo será compatible con el mantenimiento del nivel existente de producción y de empleo si los empresarios reaccionan frente a esta situación oponiéndose a las elevaciones excesivas de salarios (con el riesgo, a corto plazo, de tener que soportar graves huelgas), y si logran mantener intactos al mismo tiempo sus planes de inversión, a pesar de la subida de los tipos de interés y de la contracción del crédito.

Sin embargo, para mantener la estabilidad de los precios a largo plazo por tales medios, será necesario, no sólo reducir meramente a corto plazo la demanda efectiva y el empleo, sino tolerar el mayor nivel de paro alcanzado durante un período de varios años. ¿Cuánto paro forzoso habrá que soportar? No existe una respuesta unívoca a este respecto: todo lo que puede decirse es que el desempleo será tanto mayor cuanto más rígida sea la actitud de los sindicatos y la frecuencia del ajuste de los salarios al índice de precios al consumo (*indexación*).

En cuanto a la balanza de pagos, una de las causas de su desequilibrio es el movimiento de los precios relativos. En tanto los costes y precios nacionales suban más, o bajen menos, que los de los países con los cuales mantenemos relaciones económicas, es probable que las exportaciones crezcan menos que las importaciones. Aunque sea improbable que pequeñas diferencias de un año a otro en los movimientos de costes y precios ocasionen considerables efectos inmediatos sobre las exportaciones e importaciones del país, a largo plazo, estos efectos son acumulativos, y si los costes y precios interiores se desvían mucho de los demás países, debido a que su productividad haya crecido menos o a que sus salarios hayan subido más, habrá que recurrir a una devaluación o a una reducción de los salarios monetarios. La extensión en que la política monetaria es capaz de evitar o corregir esta clase de desequilibrio es muy limitada. Los efectos de la política monetaria sobre las exportaciones e importaciones tienen lugar mediante su acción sobre los componentes de la demanda global; si ésta es excesiva, de modo que la capacidad productiva esté plenamente empleada, y la demanda de materias primas y de bienes de equipo no puede satisfacerse con la producción interior, el exceso de demanda es probable que se traduzca en un gran aumento de importaciones y en una absorción de bienes que podrían haberse exportado en otro caso. En estas circunstancias, si la política monetaria reduce el nivel de la demanda global, es probable que ello incida favorablemente sobre la balanza de pagos. Pero si se tiene, por el contrario, un amplio margen de capacidad productiva ociosa, como sucede cuando no existe exceso de demanda ni pleno empleo, la respuesta de la balanza de pagos a los cambios en la demanda efectiva originados por la política monetaria es probable que sea muy lenta y puede implicar un desagradable conflicto entre el nivel de empleo y el equilibrio de la misma. Este conflicto se hará sumamente agudo si existe, al mismo tiempo, una recesión económica exterior.

En lo que concierne a los movimientos internacionales de capital, éstos son influidos —de una forma muy compleja y aleatoria por multitud de

factores, además de las diferencias en los tipos de interés, lo que hace dudosa la eficacia de la política monetaria a este respecto.

En cuanto a los gastos de consumo, la política monetaria les afecta de dos modos: primero, aquella parte de los mismos que se financia con créditos, préstamos o venta de activos, es influida por las variaciones en los tipos de interés, la oferta de crédito y las cotizaciones en Bolsa o por los cambios en los valores patrimoniales; segundo, existe un efecto indirecto mediante la inversión. Si una política monetaria restrictiva provoca una caída de la inversión, esto originará un menor nivel de producción, inferiores rentas y menos empleo, y, por tanto, *ceteris paribus*, menor consumo.

Los efectos directos tienen lugar principalmente mediante las compras a plazo y los créditos al consumo, los anticipos bancarios a los individuos y los gastos del capital o de las ganancias de éste. Dado que, en las circunstancias actuales, una proporción de los incrementos en la renta es probable se gaste en bienes de consumo duraderos, y siendo financiada una parte considerable de los gastos en bienes de consumo duraderos mediante las compras a plazos, el control sobre las mismas desempeña un importante papel influyendo sobre el nivel y la composición de la demanda de bienes de consumo. Pero la experiencia reciente sugiere que la financiación de las compras a plazo es un asunto complicado, que puede no responder al tipo de control general sobre el crédito a disposición de las autoridades monetarias. En efecto, una reducción del período legal de cancelación de las compras a plazo, por ejemplo, puede reducir la demanda a corto plazo; pero cuando se extingue la deuda pendiente, puede tener lugar una nueva expansión explosiva de los gastos, resultando, por tanto, muy difícil evitar los efectos desestabilizadores de las compras a plazo (las variaciones de los impuestos sobre las compras pueden constituir un procedimiento más útil de control de la demanda de bienes duraderos).

Si bien es probable que la política monetaria ejerza alguna influencia sobre los gastos de consumo mediante sus efectos sobre las facilidades de crédito personal y las oportunidades para realizar las ganancias del capital o el gasto de la venta de éste, resulta muy difícil conocer la cuantía de sus efectos, por lo que se ignoran las consecuencias cuantitativas de la actuación de la misma, incluso en el caso de que lo haga en la dirección correcta.

En lo que concierne a la inversión, conviene observar que el 30-40 por ciento de la inversión fija corresponde a la realizada por el Estado, las corporaciones públicas y las autoridades locales, siendo muy improbable que ésta sea sensible (por lo menos en los cambios de un año a otro) a las variaciones de los tipos de interés o de la oferta de crédito. La mayoría

de las inversiones públicas forman parte de programas a largo plazo que no pueden ser modificados de una manera fácil o rápida, y, en tanto que es posible realizar ajustes a corto plazo en la inversión pública utilizando métodos más directos, las autoridades gubernamentales o locales no necesitan acudir a la política crediticia o a los tipos de interés para lograr lo que pretenden.

Respecto a la inversión privada, se reconoce generalmente que un alza suficiente en los tipos de interés y restricciones bastante fuertes en la oferta monetaria pueden frenar siempre cualquier expansión excesiva de la inversión; es también admitido que —en el punto opuesto de la escala— si la demanda está deprimida, de modo que las empresas tienen un exceso de capacidad y escasos beneficios, es poco probable que una política monetaria expansiva estimule, por sí misma, de un modo significativo, un crecimiento de los gastos en nuevo capital.

A semejanza de una cuerda, la política monetaria al hacerse tirante puede impedir un movimiento expansivo, pero el aflojamiento de la misma es incapaz de iniciarlo de nuevo.

### III

Por consiguiente, el principal elemento de la demanda global que es, probablemente, susceptible de un control monetario efectivo son los gastos de inversión privada en capital fijo y en «stocks». Pero, para poder valorar el papel que la regulación monetaria desempeña en la política económica general del Estado es necesario saber, tan claramente como sea posible, hasta qué punto es factible el control de la inversión privada mediante el mecanismo del tipo de interés y las variaciones en la oferta de crédito.

En el caso de que las empresas practiquen la autofinanciación en gran escala, la política monetaria dejará de ser un medio efectivo de control de las fluctuaciones anuales en la inversión privada; pero, incluso en el caso de que la mayoría de las empresas financien sus inversiones por medio de préstamos bancarios, como sucede en España, ha sido contrastado por la experiencia que las decisiones de los empresarios acerca de la inversión son tomadas a la luz de un juicio valorativo, sobre la demanda futura de sus productos, y que el coste y las facilidades de financiación carecen de importancia relativa. Las expectativas acerca de la demanda futura y de los beneficios esperados son, sin embargo, afectadas por lo que suceda en el mercado monetario y en la Bolsa. Esto plantea dos cuestiones, a saber:



primera, qué grado de confianza inspira la política monetaria como un indicador de la situación económica nacional, y, segunda, si las decisiones de inversión dependen de las expectativas sobre la demanda de productos finales, pudiera ser conveniente influir el nivel de la inversión, no directamente mediante el sistema monetario, cuyos medios de control son inciertos, sino indirectamente, mediante el control del nivel y del ritmo de aumento de los gastos de consumo. Se tropieza aquí, sin embargo, de nuevo con la cuestión de la eficacia relativa de la política monetaria comparada con la política fiscal y con otros medios de control.

Dejando aparte la importante cuestión de hasta dónde el control de la inversión privada interior puede acomodarse a los medios de regulación de los movimientos internacionales de capital —y el posible conflicto entre la política de la inversión interna y la externa—, la operación de la política monetaria implica una valoración del grado en que es posible lograr resultados definidos y predecibles en términos de la regulación de la inversión interior, tanto en «stocks» como en capital fijo.

Mucha de la discusión reciente ha señalado que debido al exceso de liquidez en el sistema, los frecuentes vencimientos de la Deuda pública, el tamaño de la Deuda flotante y otras razones, los métodos tradicionales de regulación monetaria carecen, en absoluto, de eficacia. Ello no es cierto.

Al tener que redescantar obligatoriamente el Banco central las letras que se le presentan por la banca privada y las cajas de ahorro, el proceso del redescuento mantiene la liquidez del mercado, de modo que todo intento por parte del Banco central de reducir la cantidad de efectivo existente será neutralizado por el redescuento. Pero, si la demanda monetaria de efectivo no se reduce ante el primer aumento del tipo de interés bancario, será siempre posible elevar éste y vender títulos hasta que la estructura total de los tipos de interés se haya elevado lo suficientemente como para provocar un freno en la nueva inversión y un corte en la demanda de crédito. Esto puede significar, sin embargo, un largo y molesto proceso; pero, adecuadamente conducido, funcionará al fin. La cuestión será, sin embargo, cómo hacer que el sistema funcione de un modo suave y efectivo.

Desde el punto de vista del control de la inversión, si los anticipos bancarios constituyen una importante fuente de financiación, ¿cómo se lograrán las variaciones apropiadas en el volumen de los mismos? Si las fuentes alternativas de financiación están disponibles —reservas internas, préstamos de instituciones diferentes del sistema bancario, nuevas emisiones—, ¿cómo conseguir su control? Admitiendo la importancia de las variaciones de los tipos de interés en la regulación de las inversiones, cabe, sin embargo,

preguntarse: ¿se trata del tipo de las letras de cambio y de los anticipos o de los tipos de interés a largo plazo que devengan los bonos y las nuevas emisiones de títulos? Si las inversiones en capital fijo y en «stocks» es probable respondan a diferentes influencias, ¿será posible separarlas para lograr una regulación consciente? Si es el volumen del crédito más bien que su precio lo que verdaderamente importa, ¿deberán prescribirse «ratios» de liquidez o «ratios» de efectivo, o recurrir mejor al mecanismo del mercado monetario? ¿Es posible restringir efectivamente la oferta de crédito sin elevar los tipos de interés? Si lo importante son los tipos de interés a largo plazo y el mercado de nuevas emisiones, ¿será más fácil afectar indirectamente el mercado de títulos a largo plazo por medio del mercado de letras de cambio o directamente mediante las operaciones de «open market» o de mercado abierto?

En relación con el problema de cómo hacer que funcione la política monetaria está la cuestión del coste. En las controversias recientes se ha enfocado la atención sobre la alegada inconsistencia entre la necesidad de elevados tipos de interés para hacer la política monetaria efectiva y el coste en términos del mayor pago de intereses de la Deuda pública y de los saldos exteriores. Toda decisión respecto a la utilización de la política monetaria implica, pues, una decisión respecto a los costes en términos de mayores pagos de interés, en comparación con otros métodos de lograr los mismos objetivos. La elevación de los tipos de interés implica, pues, un doble efecto; por el lado de la demanda efectiva, una reducción de la inversión a causa de la elevación del tipo de interés tiende a frenar el alza del nivel general de precios (lucha contra la inflación) y a reducir las importaciones (lucha contra el déficit de la balanza de pagos); pero, por el lado de la oferta, la subida del tipo de interés supone un aumento de los costes financieros, y, por tanto, de los costes de producción, lo que con la política del «mark up» y de los *precios administrados* practicada por las empresas, es muy probable que se traduzca en un alza del nivel general de precios, y al estar los salarios ligados al alza de precios mediante la «indexación» de los mismos, la subida de los tipos de interés derivada de una política monetaria restrictiva (*política de estabilización convencional u ortodoxa*), pondrá, sin duda, en marcha una espiral inflacionista del tipo descrito por el lado de los costes. En cuanto a la balanza de pagos, no cabe duda que si el país soporta un fuerte pasivo exterior, la elevación de los tipos de interés acentuará el desequilibrio existente.

Otra objeción es que para que la estabilidad monetaria se alcance y mantenga compatible con un alto nivel de empleo es necesaria la existen-

cia de mercados libres y flexibilidad de precios, lo que exige el complemento de una política antimonopolística y de salarios adecuados.

#### IV

En resumen, el papel que desempeña la política monetaria dentro de la política económica general del Estado será siempre objeto de una gran controversia debido, en parte, a las amplias divergencias de criterios acerca del carácter y objetivos de la propia política; en parte, a la diversidad de problemas que se le plantean, y, en parte, al cambio de énfasis de la política en respuesta a la cambiante situación económica. Es, sin embargo, posible distinguir dos clases de problemas, a saber: el control de las fluctuaciones en la demanda efectiva y en la balanza de pagos, y los problemas a más largo plazo del equilibrio de la balanza de pagos, del progreso técnico del crecimiento económico y de la persistente inflación de costes —distinta de la provocada por un exceso de demanda sobre la capacidad productiva disponible—, en condiciones de elevado nivel de empleo.

El problema de controlar las fluctuaciones a corto plazo predomina en la práctica por la necesidad de mantener el equilibrio en la balanza de pagos. Las reservas exteriores (oro y divisas) son relativamente escasas con respecto al volumen del comercio y las transacciones financieras internacionales, lo que motiva que pequeñas fluctuaciones en las importaciones y exportaciones, o en los precios de las mercancías, provoquen fluctuaciones relativamente grandes en las reservas, y, en estas circunstancias, las pequeñas variaciones están siempre sujetas a la provocación de grandes movimientos especulativos; pero según ha demostrado la experiencia histórica reciente, los cambios en el tipo de interés bancario, por sí solos, es probable que sólo logren resultados positivos temporales. En otros términos, a no ser que la demanda global responda, de una manera rápida y predecible, a la acción monetaria, es imposible confiar en que la política monetaria, por sí sola, pueda proporcionar una regulación efectiva de las fluctuaciones a corto plazo en la balanza de pagos, incluso cuando no exista la probabilidad de que la reducción de la demanda efectiva afecte al nivel de empleo por encima de un límite tolerable. Aunque no exista un desequilibrio en la balanza de pagos, teniéndose, por tanto, más espacio de maniobra, sigue habiendo la cuestión de cómo responderán las fluctuaciones de la inversión privada, en facilidad y rapidez, a los cambios en la política monetaria, o si existen otros medios más sencillos y seguros de control de la misma.

Una investigación sobre el funcionamiento del sistema monetario (como los famosos Informes Macmillan, en 1931, y Radcliffe, en 1957, en la Gran Bretaña) no puede proporcionar respuestas categóricas al problema de cómo las fluctuaciones económicas pueden ser reguladas. Pero, aclarando los hechos acerca del funcionamiento de las diversas instituciones, tanto industriales como financieras, sobre las cuales intenta operar la política monetaria, los responsables de la política económica general del Estado podrán juzgar las posibilidades y limitaciones de las técnicas monetarias. Finalmente, la cuestión de hasta dónde es económicamente posible, o política y socialmente deseable, tratar los problemas a largo plazo de la balanza de pagos, la estabilidad de los precios y el crecimiento económico simplemente regulando la demanda efectiva, mediante medidas de política monetaria o fiscal, es necesariamente incierta. Existen problemas a largo plazo que no tienen aún un adecuado tratamiento, y, por tanto, no cabe esperar que se resuelvan simplemente utilizando fáciles expedientes monetarios.

Hasta ahora, el tratar de resolver problemas tales como el de la inflación utilizando la política monetaria, sólo ha dado lugar a que se originen otros como el del desempleo y el estancamiento económico. Es algo así como si en medicina se curase una enfermedad provocando otras dolencias...

Mientras la política económica no ofrezca soluciones válidas para todos los problemas, de forma que se alcancen simultáneamente los objetivos del *pleno empleo, la estabilidad de los precios, el equilibrio de la balanza de pagos y el crecimiento económico*, no podrá hablarse propiamente de un estado satisfactorio de nuestros conocimientos sobre la materia, dado que de lo que se trata, en fin de cuentas, es de maximizar el bienestar general de la comunidad, y este fin no se habrá alcanzado definitivamente si para frenar la inflación, verbigracia, hay que soportar un paro masivo, o viceversa, para lograr el pleno empleo hay que sufrir una inflación galopante. Un *trade off* entre ambos objetivos sólo es aceptable dentro de márgenes tolerables económica, social y políticamente.