

PAPEL DE LA OFERTA DE DINERO EN EL MANEJO DE LA POLÍTICA MONETARIA (*)

POR ARTHUR F. BURNS

Contesto con amplitud a su carta del 17 de septiembre de 1973, en la que solicitaba comentarios acerca de ciertas críticas de que se ha hecho objeto a la política monetaria durante el año último.

Como se indicaba en la referida carta, las críticas son: 1) "que había demasiada variación, de cuando en cuando, en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, que la política monetaria era demasiado errática, demasiado caracterizada por pausas y arranques"; y 2) "que la oferta monetaria había aumentado excesivamente el año último; en realidad, que el aumento habría sido exagerado aunque nos hubiésemos encontrado en lo más profundo de una depresión, en vez de estar disfrutando de una expansión económica bastante vigorosa".

Tales críticas entrañan cuestiones fundamentales acerca del papel del dinero en la economía y del cometido que cumple desempeñar a la oferta de dinero en la formulación y ejecución de la política monetaria. Estas cuestiones, aunadas a los puntos específicos que usted plantea, requieren un examen cuidadoso.

CRÍTICAS DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS DE ESTADOS UNIDOS

Durante los dos años que acaban de transcurrir, la economía estadounidense ha registrado un grado considerable de prosperidad. La producción real ha crecido pronunciadamente, se han creado empleos para millones de trabajadores adicionales, y, globalmente considerado, el ingreso personal —tanto en dólares como en capacidad adquisitiva real— ha alcanzado niveles de una altura sin precedente.

Sin embargo, no ha sido una prosperidad sin trastornos. Grandes y generalizados han sido los aumentos de precios. Durante algún tiempo, la tasa de desempleo se mantuvo indebidamente elevada. Las tasas de interés han registrado pronunciada alza desde la primavera de 1972. En muchas localidades se ha dificultado últimamente la obtención de dinero hipotecario. Y, a veces, se ha tambaleado la confianza en el dólar, en el interior y en el extranjero.

Muchos observadores han atribuido estas dificultades al manejo de las políticas económicas de la administración pública. Sin duda, el presupuesto federal —pese a los vigorosos esfuerzos por mantener bajo el gasto— siguió en déficit sustancial. También ha sido enorme el crecimiento habido en las actividades de organismos de patrocinio federal que, aunque técnicamente fuera del Presupuesto, todavía tienen que ser financiados. Desalentadores han sido los resultados de los esfuerzos llevados a cabo para controlar salarios y precios en el año último. La supresión parcial de controles a comienzos de 1973, y la congelación subsiguiente, dejaron de dar los resultados que se habían esperado.

La política monetaria se ha criticado en virtud de consideraciones un tanto contradictorias: por ser inflacionaria, o por permitir un nivel de tasas de interés demasiado alto, o por no haber logrado que la economía torne al pleno empleo, o por dejar que se produzcan excesivas variaciones a corto plazo en el crecimiento de la oferta monetaria y otras por el estilo.

Una indicación del descontento suscitado por las políticas públicas estadounidenses la procuró un informe, al que hacía usted referencia en su carta, sobre una encuesta dirigida por la Asociación Nacional de Economistas de Empresas. De cuantos respondieron al cuestionario, el 38% estimaba que la política fiscal, "durante el año último", era "deficiente"; "deficiente" era considerada asimismo la política monetaria "durante el año último", por un 41%; y solo a un 14% le parecía que los controles de salarios y precios, conforme a la Fase Cuatro, eran "más o menos adecuados". Si esta muestra tiene algún valor indicativo, es indudable que las políticas públicas en que hemos confiado son, por lo general,

* Texto de la carta que el presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos envió al senador William Proxmire, con fecha 6 de noviembre de 1973, en la que trata el tema del papel desempeñado por la oferta monetaria en el manejo de la política monetaria. El CEMLA traduce el texto y los títulos de esta misiva según aparecen en *Monthly Review* (noviembre de 1973) del Banco de la Reserva Federal, de Nueva York.

puestas en tela de juicio. De hecho, muchos miembros del grupo antes expresado constan como partidarios de una modificación significativa de la política fiscal. Respondiendo a la pregunta de si se mostraban de acuerdo con una desgravación fiscal variable en inversiones, el 46.5% dijo que sí; el 40%, que no, y el 13.5% restante "no expresó opinión".

Volvamos ahora a las cuestiones que plantea usted en su carta y que aparecen también en otros debates acerca de la política monetaria. Examinaré, en particular, el papel de la oferta de dinero en el manejo de la política monetaria, la amplitud y significación de la variabilidad en el crecimiento del circulante, y el comportamiento real de la oferta monetaria durante 1972-73.

PAPEL DE LA OFERTA MONETARIA

Muchos años llevan los economistas debatiendo el papel que desempeña la oferta monetaria en el comportamiento de los sistemas económicos. Una escuela, con frecuencia denominada "monetarista", sostiene que las modificaciones de la oferta monetaria influyen de manera considerable, y quizá decisivamente, en la marcha de la actividad económica y en el nivel de los precios. Afirman los monetaristas que las autoridades encargadas del manejo de la política monetaria deben prestar atención principal a la oferta monetaria, y no a las otras variables financieras, como son, por ejemplo, las tasas de interés. También sostienen que la política fiscal ejerce solo un escaso efecto independiente sobre la economía.

Otra escuela de pensamiento hace menos hincapié en la oferta monetaria y asigna más importancia a las políticas de egresos y de impuestos del Gobierno Federal como factores que afectan la actividad económica real y el nivel de los precios. Esta escuela pone de relieve la necesidad de que la política monetaria se ocupe de las tasas de interés y de las condiciones que existan en los mercados del dinero y del capital. Algunas actividades económicas, en particular la edificación residencial y la de la construcción de los gobiernos estatal y local, se hallan atenuadas en mucho a fondos prestados, y por eso influyen sumamente en ellas los cambios que se operan en el costo y la disponibilidad del crédito. En otras categorías del gasto —como son la inversión empresarial en capital fijo y existencias, y las compras de bienes duraderos por los consumidores— las condiciones del crédito desempeñan un papel menos decisivo, aunque a pesar de ello no dejan de ser importantes.

Los monetaristas reconocen que la política monetaria influye en parte en el gasto privado por medio de sus efectos sobre las tasas de interés y otras

condiciones del crédito. Pero creen que la atención primordial al crecimiento de la oferta de dinero dará por resultado una política monetaria más apropiada que si se centrara la atención en las condiciones de los mercados del crédito.

No hace falta decir que la política monetaria es —y así lo viene siendo desde mucho tiempo atrás— un tema controvertido. Ni siquiera los monetaristas muestran un criterio unánime al referirse a ella. Algunos monetaristas influyentes juzgan que la política monetaria debe aspirar estrictamente a mantener una tasa constante de aumento de la oferta de dinero. Ahora bien, ¿cuál ha de ser esa constante, o con cuánta amplitud debe definirse la oferta monetaria? Materias son estas en las que los monetaristas difieren aún. Y no faltan monetaristas que permitirían ciertos cambios —aunque infrecuentes— en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, de acuerdo con las mudables condiciones económicas.

Parece evidente por sí mismo que el apegarse a una regla rígida de tasa de crecimiento, o inclusive a una que varíe infrecuentemente, evitaría en la práctica que la política monetaria desempeñase un papel activo en la estabilización económica. Los monetaristas lo admiten. Creen que las más de las perturbaciones económicas tienden a autocorregirse, y por eso arguyen que de una tasa de crecimiento constante o casi constante de la oferta monetaria resultaría un comportamiento económico razonablemente satisfactorio.

Pero ni la evidencia histórica ni el acicate de las exploraciones durante más de un siglo en la teoría del ciclo económico prestan apoyo a la noción de que nuestra economía es inherentemente estable. Por el contrario, la experiencia ha demostrado con reiteración que una confianza ciega en las propiedades autocorrectivas de nuestro sistema económico puede ocasionar graves trastornos. La política económica discrecional, si bien a veces ha dado lugar a errores, ha probado con más frecuencia dar resultados razonablemente buenos. La desaparición de las depresiones económicas, que en tiempos pretéritos significaban desempleo masivo de trabajadores y abundantes quiebras empresariales, es atribuible en buena medida a las políticas de estabilización de los treinta años últimos.

El hecho es que el funcionamiento interno de una economía de mercado tiende de por sí a generar fluctuaciones económicas, y esto es reconocido por la mayoría de los economistas modernos. Por ejemplo, unas mejoradas perspectivas de utilidades con frecuencia sirven de acicate a insostenibles aumentos explosivos del gasto de inversión. El flujo del ingreso personal en una era de abundancia brinda amplia

holgura para modificar las erogaciones discrecionales y las tasas de ahorro. Durante la fase de expansión de un ciclo económico tienden a producirse varios desequilibrios en la economía: entre las existencias y las ventas globales, entre la inversión empresarial agregada y el gasto de los consumidores, o entre los costos unitarios promedio de producción y los precios. De tales desequilibrios resultan movimientos cíclicos en la economía. Por eso, a veces, hay necesidad de unas políticas fiscal y monetaria flexibles, para superar situaciones económicas indeseables, y esta necesidad no queda disminuida por el hecho de que nuestros instrumentos de estabilización económica dejen algo que desear.

Existe consenso general entre los economistas acerca de que, como regla, los efectos de las políticas de estabilización van dejándose sentir gradualmente con el tiempo, y de que la previsión económica es un instrumento esencial en la formulación de las políticas. Empero, ningún economista —o escuela de pensamiento económico— tiene el monopolio de la previsión certera. A veces, unos pronósticos fundados en gran medida en la oferta monetaria han resultado ser satisfactorios. Otras veces, tales previsiones han sido bastante deficientes, sobre todo a causa de los cambios imprevistos en la intensidad con la cual el existente acervo monetario es usado por las empresas y los consumidores.

Históricamente, los cambios habidos en la tasa de velocidad-ingreso del dinero han desempeñado un papel importante en las fluctuaciones económicas, y siguen desempeñándolo. Por ejemplo, el acervo de dinero, definido restringidamente (esto es depósitos a la vista y billetes y monedas metálicas en poder del público) aumentó en 5.7% entre el cuarto trimestre de 1969 y el cuarto, asimismo, de 1970. Pero la tasa de velocidad-ingreso del dinero declinó durante ese período de un año y el valor en dólares del producto nacional bruto (PNB) solo subió 4.5%. En el año siguiente la tasa de crecimiento de la oferta monetaria aumentó a 6.9% pero la velocidad-ingreso del dinero mostró una viva aceleración lo que hizo ascender a 9.3% el valor en dólares del PNB. El paso de la recesión de 1970 a la recuperación de 1971 guardaba, pues, un estrecho vínculo con la mayor intensidad del uso de dinero. Sucesos como este son muy comunes toda vez que la propensión a usar el existente acervo de dinero expresada en su tasa de velocidad-ingreso, es una fuerza sumamente dinámica en la vida económica.

Por este y otros motivos la Reserva Federal usa una mezcla de técnicas de previsión. Se pone cuidadosa atención en el comportamiento de la oferta monetaria y de otras variables financieras. También se

atienden con mucho cuidado los resultados de las encuestas más recientes acerca del gasto en plantas y equipo, las actitudes de los consumidores y los planes de acumulación de existencias. Se analizan las tendencias más recientes en sectores clave de producción y de gasto. Se sondean las opiniones de empresarios y de analistas económicos independientes, en parte mediante contactos nacionales de los bancos de la Reserva Federal. Y se hace una valoración del probable curso de la política fiscal, así como de la política del mercado laboral y de la política agrícola, y de sus efectos sobre la economía.

Los testimonios que arrojen todas estas fuentes son ponderados. También se hacen esfuerzos para valorar los acontecimientos económicos por medio del uso de modelos econométricos en grande escala. De esta suerte, la Reserva Federal adopta un enfoque ecléctico, en reconocimiento del hecho de que el estado de los reconocimientos económicos no justifica el inclinarse por una sola de las técnicas de previsión. A medida que va acumulándose la investigación económica, se pone cada vez más de relieve la importancia que el dinero ciertamente tiene. Mas también hay que tomar en cuenta otras variables financieras.

En los últimos años, la Reserva Federal, al manejar la política monetaria, ha hecho algo más de hincapié en el logro de las deseadas tasas de crecimiento de los agregados monetarios, incluida la oferta monetaria en su definición restringida. Pero hemos seguido prestando escrupulosa atención a otros indicadores financieros, como son, por ejemplo, el nivel de las tasas de interés sobre préstamos hipotecarios y de otro género, y la posición de liquidez de las instituciones financieras y el público en general. Esto es necesario, porque las implicaciones económicas de una tasa dada de crecimiento monetario dependen del estado de liquidez, de las actitudes que empresarios, inversionistas y consumidores adoptan respecto a la liquidez, el costo y la disponibilidad de fondos prestables, y otros factores. De igual manera, como banco central de Estados Unidos, la Reserva Federal nunca puede perder de vista su función de prestamista de última instancia, a fin de que se eviten crisis y pánicos financieros.

Reconozco que una ventaja de mantener una tasa de crecimiento relativamente estable de la oferta monetaria está en que sirve en parte de contrapeso a inesperados e indeseados desplazamientos de la demanda agregada de bienes y servicios. Siempre hay alguna incertidumbre en cuanto a la fuerza repentina de la demanda agregada. Si el crecimiento del dinero se mantiene a una tasa bastante estable, y la demanda agregada resulta ser más débil que lo exigido por los objetivos económicos de la nación,

las tasas de interés tenderán a declinar y la liberalización de los mercados crediticios tendrá que contribuir a que se modere la indeseada debilidad de la demanda. De modo semejante, si la demanda de bienes y servicios amenaza sobrepasar la capacidad productiva, una tasa bastante estable de crecimiento monetario suministrará una influencia restrictiva sobre la oferta de crédito y, por ende, tenderá a limitar el gasto excesivo.

Ahora bien, sería imprudente que la política monetaria aspirase en todo momento a una tasa constante o casi constante de crecimiento de los saldos monetarios. La tasa de crecimiento monetario que en mayor grado puede contribuir a los objetivos nacionales variará con las condiciones económicas. Por ejemplo, si la demanda agragada de bienes y servicios es inusitadamente débil, o si la demanda de liquidez es inusitadamente fuerte, quizá pudiera necesitarse algún tiempo una tasa de crecimiento de la oferta monetaria muy superior a la deseable tendencia a largo plazo. Asimismo, cuando la economía sufre una severa inflación impulsada por los costos, tal vez deba tolerarse durante algún tiempo una tasa de crecimiento monetario relativamente alta conforme a un patrón histórico. Si el crecimiento monetario se limitase severamente, a fin de combatir el elemento de inflación resultante de tal causa, bien pudiera tener ello efectos gravemente adversos sobre la producción y el empleo. En suma, la tasa de crecimiento apropiada de la oferta monetaria en un momento dado no se puede determinar simplemente extrapolando pasadas tendencias o mediante alguna fórmula aritmética preconcebida.

Además, cuando se trata de manejar la política monetaria, nunca está exento de riesgos al atenerse a un solo concepto de dinero, aun cuando semejante concepto esté en boga. Son varios los conceptos plausibles que merecen cuidadosa atención, ya que hay una cantidad de activos financieros que sirven como depósito conveniente, seguro y líquido de poder adquisitivo.

La Reserva Federal publica datos correspondientes a las tres definiciones de dinero, y toma a todos ellos en cuenta al determinar la política correspondiente. Son las tres medidas que siguen: a) el acervo monetario definido restringidamente (M_1), que abarca billetes y monedas metálicas y los depósitos a la vista en poder del público no bancario; b) un acervo monetario definido en sentido más amplio (M_2), en el que se incluyen también los depósitos a plazo y de ahorro en bancos comerciales (salvo los certificados de depósito a plazo, negociables y de mucha cuantía); c) una definición más amplia todavía (M_3), que comprende depósitos de ahorro en los bancos

mutualistas de ahorro y en las sociedades de ahorro y préstamo. Podría justificarse aun una definición que abarque otros activos líquidos; por ejemplo, la que incluyera certificados de depósito a plazo negociables de elevada denominación, bonos de ahorro y letras de Tesorería de Estados Unidos, efectos comerciales y otros instrumentos del mercado monetario a corto plazo.

Son muchos los activos estrechamente relacionados con el dinero efectivo, y para el público es fácil desplazarse entre los mismos. Como quiera que se defina el dinero, la tarea de determinar el monto del mismo que se necesita para mantener un alto empleo y una estabilidad razonable del nivel general de precios se complica por las mudables preferencias del público por el efectivo y otros activos financieros.

VARIABILIDAD DEL CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA

A corto plazo, la tasa de modificación en la oferta monetaria observada es muy errática, y no puede confiarse en que sea un indicador del curso que haya de seguir la política monetaria. Esto sería así aun cuando no hubiera errores de medición.

En las actas de las audiencias celebradas por el Comité Económico Mixto (Joint Economic Committee) el 27 de junio de 1973 figura un memorando, por mí presentado, sobre los problemas con los cuales se tropieza en el control de la oferta monetaria. Como allí se indica, las fluctuaciones de semana a semana, de mes a mes y hasta de trimestre a trimestre que se operan en la tasa de variación de los saldos monetarios están con frecuencia influidas por los flujos internacionales de fondos, las modificaciones del nivel de los depósitos gubernamentales de Estados Unidos y los súbitos cambios de la actitud del público para con la liquidez. Algunas de estas variaciones parecen ser esencialmente aleatorias, es decir producto del enorme flujo y reflujo de fondos característicos de nuestra moderna economía.

En virtud de que las demandas de dinero hechas por el público están sujetas a variaciones bastante amplias a corto plazo, los esfuerzos de la Reserva Federal por mantener una constante tasa de crecimiento de la oferta monetaria pueden conducir a pronunciados vaivenes inmediatos de las tasas de interés y al riesgo de que se deterioren los mercados financieros y la economía toda. Las incertidumbres acerca de los costos de financiamiento son susceptibles de reducir la fluidez de los mercados y aumentar los costos de financiamiento para los prestatarios. Además, los dilatados y erráticos movimientos de las tasas de interés y de las condiciones finan-

cieras tal vez entrañen efectos indeseables sobre el gasto de empresas y consumidores. Estas consecuencias adversas quizá no alcancen grandes dimensiones, pero más vale evitarlas.

En todo caso, debido a una variedad de razones que se explican en el memorando elevado al Comité Económico Mixto, a que me he referido, la Reserva Federal no tiene un control preciso sobre la oferta monetaria. Para dar un ejemplo, parte considerable de la oferta monetaria son depósitos situados en bancos no afiliados que no están sujetos a los requisitos de encaje fijados por la Reserva Federal. De ello resulta que hay algún deslizamiento en el control monetario. Además, y puesto que de los depósitos en bancos no afiliados solo se dan informes por dos o cuatro días al año, en contraste con las estadísticas diarias de los bancos de la Reserva, los datos sobre la oferta monetaria —que en el Sistema presentamos regularmente sobre una base semanal, mensual y trimestral— son estimaciones más bien que cálculos precisos. Cuando están disponibles los infrecuentes informes de los bancos no afiliados, suele ocurrir que requieran considerables revisiones de las cifras de la oferta monetaria. En los dos años últimos, las revisiones fueron el alza, y puede suceder lo mismo el año en curso.

Más adelante se dan algunas indicaciones de la amplitud de las variaciones a corto plazo de la oferta monetaria registrada. El cuadro 1 muestra las desviaciones promedio y máxima (sea cualquiera su signo) de M_1 a partir de su tasa promedio de crecimiento anual en un período de tres años y medio. Como era de esperarse, el grado de variación disminuye según aumenta la unidad de tiempo: es mucho mayor para los datos mensuales que para los trimestrales, y también mayor para los datos trimestrales que para los semestrales.

CUADRO 1

Desviaciones de M_1 respecto a su tasa promedio de crecimiento, 1970 hasta mediados de 1973

(Tasas anuales de modificación porcentual)

Período de los datos	Desviación promedio	Desviación máxima
Mensual	3.8	8.8
Trimestral	2.4	5.5
Semestral	1.8	4.1

A nuestro juicio, ha de haber pocos motivos de preocupación acerca de las variaciones a corto plazo que ocurren en la tasa de modificación del acervo monetario. Tales variaciones ejercen efectos mínimos sobre la economía real. Entre otras cosas, la oferta monetaria neta es cuantiosa. Además, es muy

estable, aunque sea inestable la tasa de modificación a corto plazo. En octubre último, la oferta neta promedio de M_1 , estacionalmente ajustada, fue de alrededor de 264.000 millones de dólares. Sobre esta base, un aumento o descenso mensual de hasta 2.500 millones de dólares en el acervo monetario no significaría más que una modificación del 1%. Pero cuando dicha modificación temporal se exprese como tasa anual, lo que ahora es común hacer, viene a resultar de alrededor de 12%, y atrae la atención mucho más allá de lo que en realidad significa.

Los servicios de investigación de la Reserva Federal han estudiado escrupulosamente las repercusiones económicas de la variabilidad en el crecimiento de M_1 . La experiencia de los dos últimos decenios indica que incluso una tasa anormalmente grande o pequeña de crecimiento del acervo monetario, en un período de unos seis meses, ejerce una influencia insignificante en la marcha de la economía (siempre que con posterioridad se absorba dicha tasa). Tales variaciones a corto plazo de la tasa de modificación del circulante pueden no reflejar en modo alguno la política de la Reserva Federal y, por ende, no justifican la atención que suele prestárseles por los analistas financieros.

La fuerza de la política monetaria y sus probables efectos sobre la actividad económica solo pueden determinarse observando el curso de la oferta monetaria y de otros agregados monetarios en períodos que duren seis meses o cosa así. Aun entonces, hay que tener cuidado de calcular el crecimiento de los saldos monetarios en tal forma que se modere la influencia de las variaciones a corto plazo. Por ejemplo, el crecimiento de los saldos monetarios en un trimestre puede medirse a partir del monto en circulación en el mes último del trimestre precedente hasta el último mes del trimestre en curso, o a partir del monto promedio en circulación el último mes del trimestre precedente hasta el promedio del trimestre actual. La primera medición capta las últimas tendencias de la oferta monetaria, pero puede ser alterada por cambios aleatorios carentes de significación duradera. La segunda medición tiende a promediar fluctuaciones temporales, y es comparable a los datos proporcionados respecto a un amplio orden de variables económicas no monetarias, como son el cálculo del PNB y otras mediciones conexas.

Una comparación de estas dos formas de medir la tasa de crecimiento de M_1 se muestra en el cuadro 2, relativo a los trimestres sucesivos de 1972 y 1973. La primera columna, bajo el rubro de M_1 , indica las tasas anuales estimadas a partir de los fines de mes de los trimestres, en tanto que la segunda columna,

T, muestra tasas anuales calculadas a partir de los promedios trimestrales.

CUADRO 2

Tasa de crecimiento de la oferta monetaria con base mensual y trimestral

(Tasa de modificación anual, en %)			
Trimestres		M	T
1972:	I.....	9.2	5.3
	II.....	6.1	8.4
	III.....	8.2	8.0
	IV.....	8.6	7.1
1973:	I.....	1.7	5.7
	II.....	10.3	6.9
	III.....	0.3	5.1

Como puede apreciarse, los promedios trimestrales revelan mucho más claramente la progresiva tendencia de la restricción monetaria, que de hecho comenzó en el segundo trimestre de 1972. Asimismo, el crecimiento de M_1 , que, sobre la base de fines de mes, se ve muy errático en los tres primeros trimestres de 1973, es mucho más estable si se toma en cuenta el promedio trimestral. Por ejemplo, mientras que el nivel de M_1 no mostró una expansión significativa entre junio y septiembre, las cifras del promedio trimestral indican un crecimiento más considerable en el tercer trimestre. Con miras al análisis económico, es una ventaja el reconocer que el dinero disponible para uso fue, apreciablemente, de mayor cantidad en el tercer trimestre que en el segundo.

LA EXPERIENCIA DE 1972-73

Durante 1972, fue incumbencia de la Reserva Federal estimular una tasa de expansión económica adecuada para reducir el desempleo a niveles aceptables. Al mismo tiempo, pese a los efectos desalentadores del programa de control de salarios y precios, las presiones inflacionarias se acumulaban. En tal virtud, la política monetaria tuvo que equilibrar los dos objetivos paralelos de refrenar las presiones inflacionarias y estimular el crecimiento económico. Estos objetivos eran en cierto modo antagónicos, y no podía esperarse que la sola política monetaria resolviera entrambos problemas. Se necesitaba con urgencia el mantenimiento de un eficaz programa de salarios y precios y de una política más firme de restricción fiscal. El acervo monetario, definido restringidamente, aumentó 7,4% durante 1972 (calculado desde el cuarto trimestre de 1971 hasta el cuarto, también de 1972). Entre el tercer trimestre de 1972 y el tercero de 1973, la tasa de crecimiento fue de 6,1%. Para el primer semestre de 1973, la tasa de crecimiento anual había declinado a 5,8%, y aflojó todavía más en el tercer trimestre.

Evaluar hasta qué punto son apropiadas estas tasas de crecimiento requeriría un análisis a fondo de los objetivos, las condiciones y las políticas que, en el orden económico y financiero, privaron durante los dos últimos años, o en un lapso todavía mayor. Un análisis de ese género no puede abordarse aquí. No obstante, puede alcanzarse alguna perspectiva de los acontecimientos monetarios de 1972-73, haciendo comparaciones con la experiencia de otros países industriales, y recordando brevemente la forma en que las condiciones económicas internas evolucionaron durante ese período.

En el cuadro 3 se compara el crecimiento de M_1 en Estados Unidos con el de otros países industriales en 1972 y el primer semestre de 1973. Las definiciones de M_1 difieren un tanto según los países, pero son tan estrechamente comparables como las fuentes estadísticas lo permiten. No es menester decir que cada país enfrentaba la serie de condiciones y problemas económicos que le es propia. Mas conviene señalar que el crecimiento monetario en Estados Unidos era mucho más bajo que el de otros países industriales importantes; y, también, más sostenido.

CUADRO 3

Porcentaje anual de las tasas de crecimiento de la oferta monetaria

Países	4º trimestre de 1971 a 4º trimestre de 1972	4º trimestre de 1972 a 4º trimestre de 1973
Estados Unidos	7.4	5.8
Reino Unido	14.1	10.0
Alemania	14.3	4.2
Francia	15.4	8.7
Japón	23.1	28.2

El cuadro 4 refleja en forma sumaria las tasas de modificación de la oferta monetaria de Estados Unidos, así como las de su producción total y las del nivel de precios al consumidor durante 1972 y 1973. Se basa el cuadro en los últimos datos. Vale notar de pasada que, conforme a los datos disponibles en enero de 1973, la tasa de crecimiento de M_1 durante 1972 fue 7,2%, no 7,4%, y que la tasa de aumento del PNB fue 7,7%, no 7,0%. En otras palabras, con base en los datos disponibles durante 1972, la tasa de crecimiento de M_1 estuvo por debajo de la tasa de crecimiento del volumen físico de la producción global.

Revela el cuadro que el crecimiento de M_1 durante 1972 y 1973 igualó, aproximadamente, el aumento de la producción real, pero fue muy inferior a la expansión del valor en dólares de la producción nacional. Si bien la política monetaria limitaba la disponibilidad de dinero en relación con el crecimiento de las demandas de dinero para transacciones, seguía estimulando aun una expansión sustancial de la ac-

tividad económica; la producción real subió alrededor de 7% en 1972. No obstante, el desempleo siguió siendo insatisfactoriamente elevado durante la mayor parte del año. Fue ya en noviembre cuando la tasa de desempleo descendió a menos de 5½%. Para la totalidad del año, la tasa de desempleo promedió 5.6%. Puede ser de interés recordar que el promedio de desempleo había sido de 5.5% en 1954 y 1960, por lo general considerados como años de recesión.

CUADRO 4

Oferta monetaria PNB y precios en Estados Unidos

(Cambios porcentuales a tasas anuales)

	4º trimestre 1971 a	4º trimestre 1972 a	
	4º trimestre 1972	2º trimestre 1973	3er. trimestre 1973
Oferta monetaria, PNB y precios			
Oferta monetaria (M ₁)	7.4	5.8	5.6
Producto Nacional Bruto			
Dólares (valor corriente)	10.6	12.1	11.7
Dólares (valor constante)	7.0	5.4	4.8
Precios			
Índice de precios al consumidor (IPC)	3.4	7.1	7.8
IPC, salvo alimentos	3.0	4.0	4.1

Toda vez que la expansión de M₁ en 1972 fue baja en relación con las demandas de dinero y crédito, estuvo acompañada de tasas crecientes de interés a corto plazo. A largo plazo, las tasas de interés mostraron poca variación neta el año último, ya que las demandas de crédito se habían satisfecho principalmente en los mercados de corto plazo.

En 1973, el crecimiento de M₁ fue más moderado, en tanto que las demandas de efectivo para transacciones y la velocidad-ingreso del dinero se aceleraban. El PNB en dólares corrientes subió a una tasa anual de 12%, mientras los precios se elevaban con celeridad aún mayor. En los mercados del crédito fue todavía más pronunciado el aumento de las tasas de interés a corto plazo, en tanto que las tasas de interés a mayor término también registraban alza, aunque esta fue sustancialmente inferior a la de las tasas de corto plazo.

La extraordinaria subida del nivel de precios en el año corriente refleja diversas influencias específicas. Primero, un auge económico mundial se ha superpuesto al auge de Estados Unidos. Segundo, los estadounidenses hemos tropezado con escaseces críticas de materiales esenciales. La expansión de la capacidad industrial necesaria para producir estos materiales no había tenido lugar antes en virtud del nivel anormalmente bajo de las utilidades entre 1966 y 1971, y también a causa de los muchos impedimentos a la nueva inversión, por razones ecológicas. Tercero, los precios de los productos agrícolas escala-

ron pronunciadamente, a consecuencia del malogro de las cosechas de la temporada última en muchos países. Cuarto, los precios de los combustibles se precipitaron al alza, como reflejo de la escasez que se iba manifestando en el mercado de energéticos. Y, quinto, la depreciación del dólar en los mercados cambiarios del extranjero ha servido para alzar los precios de los productos importados y para acrecentar las presiones de la demanda sobre los recursos productivos de Estados Unidos.

En vista de tan poderosos factores específicos, y de la expansión cíclica de la economía estadounidense un pronunciado acrecentamiento de los niveles de precios en Estados Unidos habría sido prácticamente inevitable en 1973. La subida del nivel de precios, el año presente, difícilmente representa la tendencia fundamental de los precios o la reacción de estos últimos frente a precedentes políticas monetaria o fiscal, por negligentes que puedan haber sido. En particular, como se desprende del cuadro 4, la explosión de los precios alimenticios ocurrida el año presente es, en buena parte, causa del acelerado aumento habido en el nivel general del costo de la vida.

No sería responsable atribuir la severa tasa de inflación que afectó a Estados Unidos en 1973 al manejo monetario o, en términos más generales, a las políticas de la administración pública. Retrospectivamente, bien puede ser que la política monetaria debiera haber sido un poco menos expansiva en 1972. Pero una política más pronunciadamente restrictiva habría llevado a un aumento aún más riguroso de las tasas de interés, con el riesgo de un fin prematuro de la expansión económica, sin limitar en un grado significativo el alza del nivel de precios del año corriente.

CONCLUSION

La presente inflación es el problema económico más serio que enfrenta Estados Unidos, y plantea grandes dificultades para las políticas de estabilización de la economía. A mi juicio, hay que reconocer que habrá de transcurrir algún tiempo antes de que las fuerzas de inflación, que ahora sumergen la economía estadounidense y la de otros países, se extingan. En el ambiente actual, no puede esperarse que los controles de salarios y precios rindan los beneficios que aportaron en 1971 y 1972, cuando las condiciones económicas eran muy diferentes. Al combatir la inflación —tanto en el futuro inmediato como a largo plazo— hay que confiar sobre todo en las políticas fiscal y monetaria.

Las posibilidades de reconquistar la estabilidad de precios, se acrecentarían en Estados Unidos, con un

mejoramiento de nuestros instrumentos monetarios y fiscales. La gestión de la política monetaria podría perfeccionarse adoptando medidas para aumentar la precisión con que la oferta monetaria puede ser controlada por la Reserva Federal. Parte del presente problema de control reside en las insuficiencias estadísticas, debido principalmente a la escasez de datos sobre los depósitos en bancos no afiliados al Sistema. Empero, debe decirse también que el control sobre la oferta monetaria y otros agregados monetarios es menos preciso de lo que puede o debiera ser, en virtud de que los bancos no afiliados no se hallan sujetos a los mismos requisitos de encaje que los afiliados a la Reserva Federal.

Confío en que el Congreso apoyará los esfuerzos para rectificar estas deficiencias. Por su parte, la Junta de Reserva Federal ya está tratando con la Empresa Nacional Aseguradora de Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation) acerca de la necesidad de mejores estadísticas sobre la oferta monetaria en Estados Unidos. Asimismo, la Junta espera poder recomendar en breve al Congreso una legislación que sitúe los depósitos a la vista en los bancos comerciales sobre una base uniforme desde el punto de vista del encaje legal.

Igualmente necesitamos en Estados Unidos un mejoramiento de nuestras políticas fiscales. Es importante que el Congreso ponga fin a la consideración fragmentada del gasto, que fije un sólido tope máximo a la totalidad de las erogaciones federales, y que vincule estos gastos con los ingresos prospectivos y con las necesidades económicas de la Nación.

Por fortuna, es ahora general, entre los miembros del Congreso, el reconocimiento de la necesidad de reformar los procedimientos presupuestales en armonía con lo aquí expuesto a grandes rasgos.

Es, asimismo, llegado el momento de que la política fiscal se convierta en un instrumento más versátil de estabilización económica. Particularmente apropiados serían unos instrumentos fiscales que pudieran adaptarse rápidamente, conforme a reglas legislativas especiales, a las mudables condiciones económicas: por ejemplo, una desgravación fiscal variable para la inversión de las empresas en capital fijo. De nuevo urgiría yo al Congreso para que preste seria consideración a una reforma tan urgentemente necesaria como es esta.

Debemos esforzarnos también en que se comprendan mejor los efectos que las políticas de estabilización económica ejercen sobre la actividad económica y los precios. Nuestro conocimiento en este campo es mayor ahora que hace cinco o diez años, gracias a los extensos trabajos de investigación emprendidos por los economistas en las instituciones académicas, en la Reserva Federal y en otras partes. Considero que el profundo interés puesto por el Comité Económico Mixto en el mejoramiento de las políticas de estabilización económica representa una influencia de suma importancia para estimular este difundido esfuerzo investigador.

Pongo mi confianza en la continua colaboración con el Comité, en un esfuerzo por lograr la clase de comportamiento económico que nuestros conciudadanos esperan y merecen.

LEYES DEL CONGRESO NACIONAL

Banco de Desarrollo del Caribe

LEY 55 DE 1973

(diciembre 31)

por la cual se autoriza la adhesión de Colombia a un convenio internacional y se otorgan unas facultades.

El Congreso de Colombia,

Visto el texto del Acuerdo que crea el Banco de Desarrollo del Caribe y que fue adoptado por las partes contratantes, el 18 de octubre de 1970 en Kingston, Jamaica, Acuerdo que a la letra dice:

PREFACIO

Convenio que establece el Banco para el desarrollo del Caribe

Las partes contratantes,

Conscientes de la necesidad de acelerar el desarrollo económico de los Estados y Territorios del Caribe y de mejorar el nivel de vida de sus gentes.

Reconociendo la resolución de Estados y Territorios de intensificar la cooperación económica y promover la integración económica del Caribe.

Conscientes del deseo de otros países fuera de la región de contribuir al desarrollo económico de la región.