



ARTÍCULOS

El dilema de los bancos centrales

R. S. Sayers

Revista de Economía y Estadística, Vol. 2, No 3 (1958): 3° Trimestre, pp. 27-42.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4900>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.

Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.

Contacto: rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar

Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

Cómo citar este documento:

Sayers, R. (1958) El dilema de los bancos centrales. *Revista de Economía y Estadística*. Tercera Época, Vol. 2, No 3: 3° Trimestre, pp. 27-42.

Disponible en: <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4900>

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>



REVISTAS
de la Universidad
Nacional de Córdoba



UNC
Universidad
Nacional
de Córdoba



FCE
Facultad de Ciencias
Económicas



1613 - 2013
400
AÑOS

EL DILEMA DE LOS BANCOS CENTRALES (*)

I

Por las investigaciones del Profesor Usher ha llegado a mi conocimiento que la Banca en España tiene una historia mucho más dilatada que en Inglaterra. Asimismo he aprendido en una publicación de un inglés que ha establecido su hogar en vuestro país, que España tiene una larga historia de teoría monetaria; los estudiantes de Salamanca hacían experimentos en su Universidad ya mucho antes de que en Inglaterra se hiciera algo semejante. Resulta, por lo tanto, algo impropio que yo, un inglés, que es sólo un teórico en el campo bancario, venga en esta ocasión a la Universidad de Madrid a pronunciar una conferencia. ¿Qué es lo que yo pueda deciros que no os sea ya familiar, tradición viva que forma parte de vuestra herencia nacional?

Sin embargo, con todo respeto para las tradiciones españolas y para las de otros países, yo aseguraría que hay una clase de Banca en la cual Inglaterra ha dirigido al mundo: la Banca Central. No diría yo que Inglaterra es la nación que puede reclamar exclusivamente para ella la historia de los provechosos experimentos llevados a cabo en este terreno: los Estados Unidos, durante la primera mitad del siglo diecinueve,

(*) (Conferencia del Profesor R. S. Sayers, de la Universidad de Londres, en la Facultad de Derecho, Cátedra de Economía Bancaria Luis Olariaga, de la Universidad de Madrid, el 9 de mayo de 1953, y transcripta con permiso del Profesor Olariaga y del autor).

han sido el escenario de uno de los mejores de tales experimentos. Ni diría tampoco que nosotros, los ingleses, hayamos adoc-trinado al mundo sólidamente siempre en este respecto: nues-tros parientes de cualquier parte de la Commonwealth podrían sentirse incitados a hacer algunas observaciones muy contun-dentes. Pero sí proclamo que la Banca central ha venido a ser un producto peculiarmente inglés: da la casualidad que noso-tros los ingleses nos hemos encontrado con una tradición de Banca central que hace que otros miren aún al Banco de In-glaterra como el prototipo, si no el patrón perfecto, de Bancos centrales. Y puesto que la Banca central es esencialmente una actividad intelectual, se ha desarrollado naturalmente como una zona de discusión teórica en la cual los escritores ingleses han tomado parte prominente. He considerado apropiado, por lo tanto, dedicar esta conferencia a la especulación sobre algunos problemas fundamentales de la Banca Central.

II

Un Banco Central es un Banco que ejerce un control dis-crecional sobre el sistema bancario, en interés de la estabilidad económica. La razón de tal institución está en el fenómeno descrito apropiadamente como “la inherente inestabilidad del crédito”. El crédito es esencialmente la creencia personal o la confianza de un hombre de negocios en otro, y lleva natural-mente a extremos: o se confía en un hombre, o no se confía. Si se confía en él, nuestra confianza tiende a crecer; si no se confía en él, nuestra desconfianza tiende a hacerse mayor. Y aún más, el crédito es muy delicado: con facilidad se disipa. Estos son hechos que entran en todas las operaciones de tomar y conceder préstamos. Los Bancos y cualesquiera otras insti-tuciones que solicitan y conceden préstamos dependen siempre de la situación del crédito. Si los prestatarios parecen compor-tarse bien, los prestamistas amplían sus préstamos, los presta-

tarios gastan con más libertad y hacen subir los precios. Ello hace que los nuevos préstamos sean productivos y así una inflación de crédito se alimenta a sí misma. Cuando las cosas van mal, los prestamistas reducen sus préstamos y la presión de los gastos se reduce; ello agrava las pérdidas en los negocios y los peligros de prestar; el crédito escasea cada vez más, y el comportamiento de toda la estructura de los negocios financieros agrava la desinflación de la economía. Todo esto sucede a través de acciones individualistas de gran número de personas que persiguen sus propios intereses. El cometido del Banco central fue en sus orígenes evitar las más violentas de estas oscilaciones del crédito. Hoy en día, esperamos con mayor sofisticación que los Bancos hagan más: esperamos que creen crédito más abundantemente cuando los negocios van mal, y que lo hagan escaso cuando la actividad de los negocios y la presión de la demanda son inusitadamente altas. Esperamos del Banco central, por así decirlo, que “se apoye en el viento” y es de observar que esta frase “apoyarse en el viento” ha venido a ser una de las principales frases de los principales banqueros centrales del mundo.

En el párrafo anterior he dado un salto desde el principio hasta el fin del desarrollo de la Banca central tal como hoy la conocemos, resultando todo ello sencillo y evidente. Pero históricamente ese desarrollo ha sido todo menos sencillo y recto. Me permito recordaros que antes hice referencia a que los ingleses hemos “tropezado” con una tradición de Banca central. Debo ahora dar marcha atrás hacia las primeras jornadas de ese proceso. El Banco de Inglaterra se fundó a fines del siglo diecisiete, por un grupo de comerciantes ricos refugiados en la City de Londres, que vieron perspectivas de lucro consiguiendo dos objetivos principales: una mejora en el mecanismo financiero para saldar el enorme volumen de operaciones de la City de Londres, y la movilización de recursos financieros para el sostenimiento del nuevo régimen protestante, que a la sazón

luchaba por su vida contra los Estados católicos vecinos. La nueva Institución iba a ser inmediatamente el principal banquero de la City de Londres y el banquero del Gobierno. En su evolución durante el siglo siguiente a la posición de prestamista en última instancia —el primer y más crítico período de su desarrollo como Banco central— el Banco de Inglaterra fue deudor en algo a cada uno de los dos aspectos de su origen. Como banquero del Gobierno era natural que el Banco ayudara a su cliente a superar pequeñas dificultades prestándole —es decir, actuando como prestamista en última instancia— del propio Gobierno. Pero el desenvolvimiento de Londres como centro financiero había ido ya demasiado lejos para que esto bastara. A mediados del siglo dieciocho la financiación de los déficits gubernamentales tenía ya amplia base en el mercado financiero, en el que el Banco de Inglaterra era el máximo operante, y el modo más efectivo de respaldar las finanzas gubernamentales era el de respaldar el mercado del cual dependía el Gobierno. En la segunda mitad del siglo dieciocho el Banco de Inglaterra surgió como prestamista en última instancia no sólo del Gobierno sino también, lo que es más importante, de las empresas privadas que estaban a su alrededor en la City de Londres. En crisis sucesivas —en aquellos momentos en los que la inherente inestabilidad del crédito se manifiesta catastróficamente— el Banco de Inglaterra vino en ayuda del mercado y salvó la delicada estructura del crédito de un completo colapso.

Una vez en este camino, era imposible volver atrás. Aunque ha habido raros episodios en los que la “Anciana Señora de Threadneedle Street” (como suele llamarse al Banco de Inglaterra) ha mirado hacia atrás por encima de su hombro, el encargo de actuar de prestamista en última instancia fue irrevocable y forzó al Banco de Inglaterra a hacer frente a una serie de problemas resultantes, que hoy consideramos tarea corriente de un Banco central. Y esto ocurrió porque su éxito como prestamista en última instancia pone al Banco central

precisamente ante el dilema fundamental: a causa de la inherente inestabilidad del crédito, la ayuda que evita el colapso del crédito necesariamente tiende a alentar la inflación del mismo. Si un Banco central salva a los Bancos y a otras entidades financieras de los peores peligros en que pueden caer, ¿no impulsa con ello al continuo crecimiento y creación de instituciones financieras que economizan el uso del dinero? ¿No impulsa así una tendencia al decrecimiento de la capacidad de compra del dinero? En resumen: una vez que ha pasado la etapa crítica del desarrollo como prestamista en última instancia, el Banco central se enfrenta con la tarea de controlar las tendencias expansivas que su propia existencia ha alentado. El éxito ha alimentado su propio y más peligroso enemigo.

III

Ya he dicho que Inglaterra ha dirigido al mundo en el desarrollo de la Banca central; en ninguna otra parte se ha establecido un Banco central más completo y más delicadamente sobre esta cuerda tensa. La responsabilidad del Banco como prestamista en última instancia se había establecido en parte, a comienzos del siglo diecinueve, y entonces, tras importantes titubeos a mitad de dicho siglo, la posición quedó establecida completa y finalmente alrededor de 1870. En consecuencia, los Bancos comerciales han llegado gradualmente a manejar sus negocios en el supuesto que siempre hay tras ellos un prestamista en última instancia; lo cual significa que han eliminado prácticamente *reservas* de activos no productivos, o sea, de encaje. No quiero decir con esto que los Bancos no posean encaje en absoluto —es evidente que tienen que poseer algún encaje para su uso diario como dinero de caja— pero sí que no conservan encaje reservado. Actualmente, y por acuerdo con el Banco de Inglaterra, los Bancos conservan al final de cada día una cantidad de dinero equivalente al 8 por 100

de sus obligaciones de pasivo. Esta proporción debe ser mayor de lo que ellos pudieran concebir necesario como dinero de caja; sin embargo no constituye ningún elemento de verdadera *reserva* puesto que ese 8 por 100 siempre ha de mantenerse íntegro, y el hecho que los Bancos no conserven más que el 8 por 100 significa que no mantienen encaje reservado. No mantienen encaje en reserva porque saben que el Banco de Inglaterra siempre, de uno o de otro modo, creará más dinero a medida que el público y los Bancos lo necesiten —es decir, que siempre se puede confiar en que el Banco de Inglaterra actuará como prestamista en última instancia. Una proporción de encaje absolutamente fija es la lógica consecuencia del perfecto funcionamiento de un prestamista en última instancia, y ésa es la situación a que se ha llegado hoy en Inglaterra.

Entre paréntesis, me permito llamar vuestra atención sobre el hecho histórico de que Keynes en 1930, en su "Tratado del Dinero", y el famoso Comité Macmillan, en su Informe de 1931, describieron el sistema inglés de este modo. De hecho en aquel tiempo no se había llegado a la conclusión lógica; y no es sorprendente, por lo tanto, que ni Keynes ni el Comité se dieran cuenta de las deducciones que podían derivar de tal situación; deducciones a las que vuelvo ahora.

Una proporción fija de encaje, consecuencia de la perfección del Banco central como prestamista en última instancia, parece a primera vista que establece también la perfección en la facultad del Banco Central de controlar el sistema bancario, en tanto que sus operaciones de mercado abierto, mediante la destrucción o la creación de dinero, puede confiarse en que producen un efecto múltiple determinado sobre el importe total de los préstamos de los Bancos comerciales. Pero este procedimiento fracasa, y fracasa porque los Bancos comerciales han dejado de tomar seriamente en consideración el carácter de "reserva" de su encaje. La doctrina que una variación real del encaje, al variar la situación de liquidabilidad de los

Bancos comerciales, obliga a éstos a modificar el suministro de crédito a la economía, depende de que existe cierta conciencia en los Bancos que no siempre es fácil la obtención de encaje. Una vez que han llegado a considerarlo como algo que se obtiene automáticamente a cambio de ciertas partidas de sus activos, estos activos, y no el encaje propiamente dicho, se convertirán en la reserva variable (restringible) que gobierna su voluntad de adquirir otros activos y variar así la situación general del crédito. En Inglaterra, estos activos, verdaderos activos de reserva, son “los activos del mercado de dinero” que son directa o indirectamente convertibles en encaje, en el Banco de Inglaterra. Hemos llegado a la situación que la única forma en que el Banco Central pueda operar *cuantitativa-mente* en la situación del crédito es forzando una modificación en los “activos del mercado de dinero” poseídos por los Bancos. El objetivo de sus operaciones de mercado abierto debe ser el de forzar tal modificación, lo que sólo puede hacerse mediante operaciones en valores por los que el público muestra alguna apetencia. En general, tales valores, para que puedan tener buen mercado externo, deben tener vida más larga que las letras a corto plazo, a las que los Bancos centrales tradicionalmente, y por buenas razones, han circunscrito sus operaciones. En Inglaterra existe algún mercado “externo” para bonos de Tesoro, que proporciona al Banco central cierto espacio para maniobrar de acuerdo con las orientaciones tradicionales. Pero hablando en general, las instituciones financieras inglesas han llegado a tal especialización y tan cerca del automatismo en su confiado funcionamiento, que el Banco central no puede confiar en sus métodos tradicionales de control cuantitativo. ¡Su éxito ha sido demasiado completo!

IV

El control cuantitativo, sin embargo, no lo es todo. He descrito como “completada hacia 1870” la aceptación por el

Banco de Inglaterra de su responsabilidad como prestamista en última instancia Pero es de la mayor importancia reconocer que el Banco de Inglaterra nunca ha aceptado obligaciones que no fueran convenientes. Dos son los requisitos importantes para que el Banco esté dispuesto a prestar: primero, el Banco nunca ha aceptado la obligación de prestar a cualquiera que se encuentre en situación difícil; y, segundo, impone un precio, en forma de interés, cuya cuantía fija por sí mismo.

La restricción de crédito por parte del Banco a determinados prestatarios es la base del control *cualitativo*. Históricamente, por responder al instinto del Banco de Inglaterra en los negocios corrientes, el "préstamo en última instancia" ha llegado a quedar restringido a un pequeño grupo de empresas financieras *cuya conducta es aprobada por el Banco*. Esta condición se entiende que implica que las empresas en cuestión (las llamamos "Casas de descuento") circunscriben sus actividades a negocios cuya naturaleza en general es aprobada por el Banco de Inglaterra, y se entiende que supone también cierta continuidad de contacto. Este control cualitativo en el órgano central de los mercados financieros es bastante efectivo y está claramente establecido en modo suficiente para penetrar más allá de los establecimientos que son prestatarios directos del Banco de Inglaterra. En los países en los cuales los Bancos comerciales contraen préstamos directamente en el Banco central (como normalmente sucede) y donde los Bancos comerciales dominan en toda la línea las peticiones y concesiones de préstamos, este control cualitativo que está en manos del Banco central es lógicamente un arma muy poderosa y segura.

En Inglaterra el control cualitativo carece de estos apoyos. Los Bancos comerciales no solicitan directamente crédito del Banco de Inglaterra sino que consiguen directamente el dinero que necesitan, a través del mercado de descuento; y en cuanto se refiere al segundo apoyo, el desarrollo de las solicitudes y

concesiones de préstamos fuera de los grandes Bancos ha ido tan lejos que ya no se puede decir que los Bancos dominan el mercado. Sin embargo, queda suficiente contacto entre las distintas partes del mercado para dejar al Banco de Inglaterra con una influencia muy considerable, si no con poder absoluto. Aunque no dependen directamente del Banco de Inglaterra, los grandes Bancos han crecido en un mercado que depende de él, y las costumbres inculcadas a dicho mercado por los puntos de vista del Banco de Inglaterra han llegado a ser parte esencial de la tradición de los Bancos comerciales. También, aunque es cierto que los Bancos no dominan el negocio de solicitar y conceder préstamos, sí constituyen una parte importante del mercado, y con mucho la parte más conveniente para muchos de los prestatarios. Por consiguiente, la actitud de los Bancos comerciales —actitud que es un reflejo de las ideas del Banco central— puede tener influencia importante en la facilidad con que puede pedirse dinero prestado en una esfera mucho más amplia.

Sin embargo, una vez dicho todo lo concerniente a la influencia del Banco de Inglaterra, hay que admitir cierta debilidad en la posición. Esta debilidad tiene básicamente su origen en el alto grado de especialización de las instituciones financieras inglesas; circunstancia que desvía cada vez más las actividades de préstamo del país, de la esfera de influencia directa del Banco central. Esta tendencia a extremar cada vez más la especialización de las instituciones financieras es fenómeno natural en el desarrollo de una economía, y ha sido notable en Inglaterra —en realidad ha sido la principal característica de la historia monetaria inglesa— durante dos siglos o más. Es una tendencia que ha sido estimulada por el éxito del Banco central al hacer que el mecanismo financiero del país funcionara sin dificultad a través de tiempos buenos y malos. Aquí también el propio éxito del Banco central tiende a socavar la base de su propio poder e influencia. La apari-

ción de más y más especializadas empresas financieras también ha sido alentada, particularmente en el presente siglo, por la desgana de los Bancos comerciales ingleses de modificar sus métodos de operar en respuesta a las condiciones cambiantes de la demanda. Esta desgana, me permito subrayar, no carece de justificación, pero surte el efecto de alentar el desarrollo de nuevas instituciones financieras más alejadas de la influencia del Banco de Inglaterra. De estas nuevas instituciones especializadas, las Sociedades de construcción y las instituciones de financiación de ventas a plazos son importantes ejemplos.

Esta extensión de nuevos negocios financieros fuera del alcance del Banco central debilita tanto su control cuantitativo como su control cualitativo. Recientemente, las autoridades monetarias inglesas, fortaleciendo las armas tradicionales de la Banca central mediante instrucciones directas (las llamadas "ruegos") a los grandes Bancos, han conseguido sujetar algo las actividades prestamistas de estos Bancos y un suministro de dinero arbitrariamente definido, pero el importe total de los préstamos en la economía ha eludido por completo el control. Similarmente, la mayor parte del control cualitativo ejercido por las autoridades ha dependido, no de la tradicional influencia del Banco central sino de diferentes clases de órdenes directas, órdenes que han venido obligando a entidades financieras completamente fuera del alcance ordinario del Banco de Inglaterra.

V

Así, en varias formas, el éxito con que el Banco central apuntala la estructura financiera de un país, produce un debilitamiento de su propia fuerza. Tanto su control cuantitativo como su control cualitativo están expuestos a irse debilitando a medida que la estructura financiera del país se hace más estable, más elástica y más detallada. Pero ahora debo recor-

daros la segunda condición importante de la obligación del Banco central de actuar como prestamista en última instancia. Al aceptar la obligación de prestar, el Banco central fija el tipo de interés a que presta y que generalmente se llama "tipo de interés bancario". Mientras las instituciones directamente afectadas por el tipo de interés bancario sean del todo substanciales y estén en el eje de toda la estructura de los mercados financieros, las fuerzas competidoras que ligan a los mercados pueden llegar a ocasionar un movimiento *general* de tipos de interés al ser modificado el tipo bancario; y estas fuerzas competidoras pueden ser, como en Londres, apuntaladas por ciertos convenios basados en la experiencia tradicional del mercado. En este respecto, el hecho que los mercados financieros estén muy desarrollados viene en apoyo del Banco central: es por haber desarrollado Londres mucho los mercados por lo que las modificaciones del tipo de interés bancario tienen repercusiones que son, a la vez, rápidas y de amplia difusión.

Estas repercusiones tienen, sin embargo, importantes límites. Por varias razones, el préstamo en última instancia está limitado a las transacciones de muy corto plazo y el tipo de interés bancario es, por lo tanto, un tipo a plazo extremadamente corto. En parte por las mismas razones, las instituciones financieras más próximas al Banco central están predominantemente interesadas en operaciones de petición o de concesión de préstamos a corto plazo, y la naturaleza de corto plazo del tipo de interés bancario se intensifica por su concentración en negocios a corto plazo. Y más importante aún puesto que una modificación del tipo bancario puede ser invertida rápidamente, y la experiencia demuestra que esto ocurre con frecuencia porque la modificación del tipo bancario y de otros tipos de corto plazo, ocasiona normalmente pequeñas alteraciones en los tipos de interés a largo plazo. Resumiendo: por ser el Banco central un Banco en el sentido tradicional, su

poder directo sobre los tipos de interés queda restringido al mercado de corto plazo.

Esta limitación de la influencia del Banco central no se ha considerado una mutilación, por la razón de que los movimientos de los tipos de interés a corto plazo se han considerado adecuados a los propósitos de las autoridades monetarias. Pero esta cómoda doctrina es en sí misma el producto de accidentes históricos; debo subrayar de nuevo el proceso del desarrollo en Inglaterra, pues fue en circunstancias inglesas en las que creció esta fe en el tipo de interés bancario, y han sido principalmente autoridades inglesas las que transmitieron dicha fe al mundo. En las décadas anteriores a 1914, aunque los tipos de interés a largo plazo quedaban poco afectados por las modificaciones del tipo bancario, éste pareció ser muy eficaz en los casos en que se le utilizaba. En los primeros años, esta eficacia del tipo de interés bancario se debió en parte, probablemente, a la importancia que tenían en la economía inglesa (en aquel tiempo) los comerciantes especuladores, especialmente en el comercio de exportación. Estos comerciantes dependían especialmente del crédito a corto plazo y eran, por tanto, especialmente sensibles a los tipos de interés a corto plazo. Pero la eficacia del tipo bancario de interés en el siglo diecinueve también desde un principio descansaba en cierta medida en la potencia de Londres como centro financiero internacional. La balanza internacional de créditos a corto plazo solicitados y concedidos podía ser alterada rápida y violentamente a causa de una variación del tipo de interés a corto plazo en el altamente desarrollado mercado de Londres. Además, la fijación de plazo y, por lo tanto, el balance actual de los préstamos a largo plazo era sensible al tipo de interés bancario, a pesar de que las variaciones en los tipos de largo plazo fueron por lo general muy poco importantes. Hay cierta evidencia que la presión del gasto en el desarrollo del capital interno fue afectada más pronto o más tarde por estos cam-

bios en los tipos de interés, pero los efectos mayores y más rápidos no se produjeron ciertamente en tal sentido. El prestigio del tipo de interés bancario —prestigio que sigue siendo importante— fue basado en su influencia sobre la especulación mercantil, y especialmente sobre los desplazamientos de capital internacional a corto plazo.

Estas condiciones, las condiciones en las cuales se basaba la eficacia tradicional del tipo de interés bancario, en gran parte han desaparecido. Hay todavía testimonios que las variaciones de los tipos de interés a corto plazo, al producirse cambios en los costes de almacenamiento de las mercancías, alteran a veces la presión del gasto en recursos reales. Y es evidente que la influencia de Londres sobre los desplazamientos de capital internacional a corto plazo no han desaparecido del todo. Pero la economía inglesa ciertamente no está dominada por actividades especulativas mercantiles y la influencia de Londres como centro financiero internacional no es ciertamente lo que fue. A pesar de todo ello, seguimos dándole importancia al tipo de interés bancario. El prestigio de que gozaba en la generación anterior, cuando el Keynes del *Tra-tado del Dinero* y el Comité Macmillan lo describieron como “instrumento delicado y hermoso”, ha desaparecido, pero todavía se impone como ninguna otra medida monetaria lo ha hecho jamás. Temo, sin embargo, que todo lo que puede decirse sobre el tipo de interés bancario como arma de control no pase de considerarlo más que como un arma fantasmal. Quizá no sea juicioso basarse en el miedo continuo de este fantasma; y recalco que me refiero al tipo de interés bancario tomado en sí mismo. Todo ello es muy desafortunado, puesto que la primera parte de mi conferencia ha sugerido que el lógico desarrollo de una Banca central socava el control cuantitativo y el control cualitativo, dejando el tipo de interés como la sola arma digna de confianza. Si el tipo de interés bancario, que es el artificio tradicional para manejar los tipos de inte-

rés, ha perdido también su seguridad, ¿cómo puede el Banco central mantener el control de la situación?

Para un sistema monetario que, alimentándose del éxito de su Banco central como preventivo de las crisis de liquida- bilidad ha alcanzado el presente estado de desarrollo de In- glaterra, me temo que la única solución para el Banco central es la de adoptar una política de tipos de interés a largo plazo y dirigir sus operaciones de mercado abierto y sus demás ope- raciones al fortalecimiento de tal política. Volviendo por un momento a lo que antes dije en relación con el control cuanti- tativo, me permito recordaros que las operaciones de mercado abierto fuera de los mercados a corto plazo ofrecen de hecho al Banco central cierta medida de control de las reservas ope- rativas del sistema bancario —ventaja incidental que no debe ser ignorada. Por otro lado existen serias desventajas en el hecho de que el Banco central actúe directamente sobre los tipos de interés a largo plazo. En primer lugar, hay una ma- yor apariencia de acción arbitraria que supone grandes ga- nancias o pérdidas de capital para los poseedores de valores; ganancias o pérdidas mucho más importantes que las que se producen cuando solamente se modifican los tipos de corto plazo. En segundo lugar, existe la dificultad técnica de per- suadir a los mercados para que acepten un cambio de política —dificultad que necesariamente retarda el proceso del cambio y hace que el arma resulte inapropiada para manejar los cambios rápidos de clima económico. Aun cuando estas difi- cultades sean superadas queda aún la interrogante de si una modificación de los tipos de interés a largo plazo opera con la suficiente potencia sobre la presión del consumo de capital como para constituir un arma valiosa. La evidencia sobre esta última cuestión no es aún satisfactoria; tal como se repre- senta, proporciona un apoyo leve a la consideración de que este arma puede ser útil para producir ajustes marginales que normalmente son todo lo que se necesita. Pero si surgiere la

conclusión contraria, el papel de la política monetaria debe entonces ser muy insignificante, pues, en una economía en la que las instituciones financieras están muy desarrolladas y muy especializadas, lo que no pueda hacerse mediante el tipo de interés difícilmente podría hacerse con ninguna otra arma monetaria.

VI

Lo que acabo de decir me parece que es la lógica deducción de lo que tenía que decir sobre el desarrollo de la Banca central y la estructura de las instituciones financieras estimuladas por el éxito de dicha Banca. ¿Hay en ello alguna lección para aquellos países en los que ni el Banco central ni otras instituciones financieras han llegado en su desarrollo tan lejos como Inglaterra? Me permito insinuar que sí la hay; voy a ofrecer las siguientes conclusiones:

- (1) Suponer que, a medida que van desarrollándose las instituciones financieras y los mercados de dinero, la Banca central cae dentro del patrón histórico puro y se hace en cierto sentido más fácil y sencilla, es una ilusión.
- (2) Las circunstancias de Londres en la segunda mitad del siglo diecinueve —circunstancias en las que la Banca central fue muy fácil— fueron caprichosas; ningún otro país puede esperar que, modelando sus instituciones sobre patrones ingleses, gozará de semejantes condiciones favorables para su Banca central.
- (3) El desarrollo de la especialización en instituciones financieras puede no facilitar sino más bien dificultar la imposición de la política monetaria.
- (4) Sería aconsejable no tratar de forzar, con el fin de facilitar el control monetario, ningún tipo especial de institución financiera, sino dejar al Banco central que

actúe lo mejor que pueda en el ambiente en que pueda encontrarse.

Resumiendo: No puedo ofrecer a Uds. otra regla de oro para evitar el fundamental dilema de la Banca central, que éste: el dilema de hacerlo demasiado bien.

R. S. SAYERS