



Universidad Nacional de La Plata



**Décimas Jornadas de Economía
Monetaria e Internacional
La Plata, 12 y 13 de mayo de 2005**

La Oferta de Dinero
Guillermo Gigliani (Universidad de Buenos Aires)

LA OFERTA DE DINERO

GUILLERMO GIGLIANI

**Profesor de Dinero, Crédito y Bancos
Universidad de Buenos Aires**

Buenos Aires, 4 de abril de 2005.

Resumen.

El objetivo de este trabajo es presentar una visión alternativa al enfoque monetarista/exógeno de la oferta monetaria. El análisis macroeconómico descansa en la noción de que el dinero puede ser tratado en forma exógena. Presentamos una visión alternativa, para una economía moderna y abierta. La oferta de dinero se genera en forma endógena, por las necesidades de liquidez de los capitalistas para producir y por la decisión de los bancos de prestar.

Summary.

The aim of this paper is to present an alternative approach to the monetarist/exogenous view of the money supply. Macroeconomic analysis has been largely based on the notion that money can be treated as exogenous. This paper presents an alternative view. Money supply is mainly endogenously determined by the needs of capitalists to produce and by the willingness of banks to provide loans.

LA OFERTA DE DINERO.

Las teorías endógenas del dinero.

En el estudio de la oferta monetaria aparecen dos tradiciones teóricas cuyo origen nos remite a la escuela clásica. De acuerdo a una de ellas, la oferta de dinero es una variable exógena que puede ser controlada por el gobierno. Esta perspectiva arranca en Hume y continúa hasta nuestros días a través de las distintas interpretaciones monetaristas y keynesianas.

En las economías contemporáneas, la oferta de dinero es el resultado de la emisión primaria del banco central y de la expansión de préstamos y depósitos a cargo de los bancos. Para el monetarismo y la síntesis neoclásica-keynesiana, el gobierno tiene la capacidad suficiente para ejercer el control de la cantidad total de dinero. Primero, porque expande y contrae la base monetaria. Segundo, porque aún cuando la creación del crédito esté a cargo de los bancos comerciales, el banco central puede controlarlo mediante sus diversos mecanismos de regulación.

La segunda tradición, que se inicia en Marx y los teóricos de la Banking School, sostiene que la oferta monetaria se genera fundamentalmente a partir de los requerimientos de crédito por los capitalistas para llevar adelante su ciclo productivo. Se trata, por consiguiente, de una variable endógena vinculada a la necesidad de fondos para producir. Esta visión está presente, entre otros, en los trabajos de Kaldor, Goodhart, Lavoie y Godley y ha sido actualizada recientemente por autores marxistas como Foley, Moudud, Shaikh, Duménil y Lévy.

De acuerdo a este enfoque, la creación de dinero está determinada en el mercado de crédito. Por consiguiente, la oferta monetaria no constituye una variable autónoma que el banco central pueda controlar a su voluntad, sino que está condicionada endógenamente por la demanda de préstamos de los capitalistas para producir y por las acciones de los bancos comerciales para satisfacer esos requerimientos. Sin embargo, aún cuando el origen del dinero se encuentre en el mercado de préstamos, los gobiernos pueden ejercer

políticas activas destinadas a influir sobre su ritmo de creación. En determinados casos, estas políticas restrictivas suelen tomar un carácter muy agresivo como ocurre con los programas de ajuste del FMI que se aplican en los países dependientes.

En este trabajo presentamos un marco teórico para el análisis de la oferta de dinero, que es válido para la Argentina o para cualquier otro país, desde una perspectiva endógena. Tras esta introducción, en la sección siguiente, exponemos la perspectiva marxista del dinero, con énfasis en una economía abierta. A continuación, describimos los agregados monetarios del país. En la sección siguiente, planteamos una crítica del enfoque de la base monetaria y de los multiplicadores, que es la forma convencional de abordar este tema. La última sección está dedicada al marco que explica cómo se genera endógenamente el flujo de dinero. El trabajo se cierra una discusión referida a los dos enfoques monetarios contrapuestos.

Una aproximación marxista a la oferta monetaria.

Foley, Moudud y Shaikh han desarrollado un análisis del dinero y el crédito que, en la línea de Marx, toma en cuenta los aspectos endógenos y exógenos de la oferta monetaria, pero que se desenvuelve en un sistema moderno de dinero inconvertible, que es sustancialmente distinto al sistema de dinero-mercancía (oro) que regía en la época en que se escribió *El Capital*.

A lo largo de sus escritos, Marx planteó diversos aspectos que conforman una explicación endógena. En primer lugar, al destacar la vinculación que existe entre el ciclo productivo y las necesidades de crédito (Shaikh, 1991; Foley, 1986), lo cual configura una verdadera teoría monetaria de la producción. Asimismo, a través de su teoría del circuito, Marx muestra de qué manera el dinero se expande y se contrae vis-a-vis la marcha del nivel de actividad. En esta visión, la relación causal corre desde el lado de la producción hacia el dinero y no a la inversa.

En segundo término, Marx identifica una de las mayores dificultades con que se enfrentan los partidarios de la teoría exógena, esto es, la inestabilidad de la demanda de dinero. Cuando explica el papel que juega el atesoramiento, al retirar dinero de la circulación en

los momentos de menor actividad económica y al reinyectarlo (desatesoramiento) en las fases de expansión, pone en claro que la demanda monetaria no es estable, sino que se mueve en consonancia con la evolución del ciclo económico. No sólo la oferta, sino también la demanda tiene un carácter endógeno.

En tercer lugar, la extensa exposición sobre el sistema bancario –esto es, la concentración de los capitales líquidos de toda la economía- hecha en el libro III de El Capital refleja la importancia decisiva asignada por Marx al crédito en impulsar la acumulación en capital circulante y fijo. Esta vinculación entre el crédito bancario y el producto, según Bernanke et al, fue largamente descuidada por la teoría ortodoxa (Bernanke et al, 1999).

Por último, Marx ofrece una concepción abarcadora de como todo el sistema de préstamos se adapta a los requerimientos de la producción, trascendiendo incluso el ámbito del sistema bancario, al tomar en cuenta el comportamiento de circuitos crediticios alternativos. Un ejemplo de ello, es su análisis del crédito comercial como un canal adicional del financiamiento. Todos estos elementos cuestionan la idea de una oferta monetaria exógena bajo el control del gobierno.

Junto a estos diversos factores, Marx advierte sobre la capacidad que tienen los gobiernos de intervenir en los mercados del dinero, tanto fijando la tasa de interés como controlando los flujos monetarios. Esto se evidencia en su análisis del debate entre la Banking y la Currency School, que se desarrolló en Inglaterra en la década del cuarenta y en su defensa de la primera de esas escuelas, al sostener que el banco de Inglaterra debía desplegar políticas expansivas para auxiliar a la producción en las fases de iliquidez generadas por las salidas de los capitales. En segundo término, Marx examina las emisiones monetarias no asociadas a la producción y destinadas a sufragar los gastos militares. En aquellos casos en que se suelen “lanzar a la circulación tantos billetes como quiera, con las denominaciones monetarias que se le ocurra”, el resultado, dice Marx, será la inflación y que el dinero deje de cumplir su papel de tal y de sujetarse a las leyes que lo rigen”.

El dinero, los ciclos y los flujos externos de capitales.

Por otra parte, el análisis de la oferta monetaria en Marx es parte de una concepción teórica de la economía, que ve al ciclo y al crecimiento como rasgos endógenos del capitalismo. La tasa de ganancia es la variable que determina la expansión de la producción y de la inversión y, por lo tanto, regula la demanda efectiva y el crecimiento. En esta visión, la interacción entre los sectores real y financiero muestra que el crédito, por un lado, impulsa la acumulación y, por el otro, constituye un amortiguador endógeno que la limita (Shaikh, 1991).

Por último, toda explicación marxista del dinero debe tomar en cuenta la relación que se plantea entre el sistema monetario y la economía mundial (Astarita, 2004). A principios del siglo XX, los clásicos del imperialismo, como Lenin y Hilferding, destacaron las consecuencias negativas de la exportación del capital desde los países avanzados hacia la periferia, por sus efectos sobre la apropiación del excedente económico de esta última.

Pero, los procesos de globalización, que cobraron impulso en las últimas décadas, incorporaron nuevos elementos a esta crítica. Salama advirtió cómo el crecimiento de las deudas externas en los países dependientes provocaba continuas crisis fiscales y de balanza de pagos, que desembocaban en espirales inflacionarias. La continua pérdida de valor de la moneda nacional originada por estos procesos determinó, en un contexto de apertura financiera, que el dólar comenzara a ser empleado progresivamente, primero, como instrumento de ahorro y, frente a casos de alzas descontroladas de los precios, también como medio de transacciones.

Este fenómeno de sustitución de la moneda nacional se generalizó y adquirió un carácter persistente, aún cuando las inflaciones cedieran. De esta forma, se generó en muchos países una nueva estructura monetaria muy propensa a crisis bancarias y de balanzas de pagos y, en consecuencia, a desplomes del nivel de actividad (Salama, 1991). Más allá de estas crisis recurrentes, el sistema “dolarizado” se desenvuelve “normalmente” en condiciones particulares que afectan tanto a la demanda como a la oferta monetaria. En primer lugar, la *demandas de dinero* se vuelve mucho más inestable, puesto que el dólar pasa a ser una moneda más, junto a la interna. En segundo término, también la *oferta de*

dinero se ve afectada por una mayor volatilidad, por cuanto va a estar sometida a los movimientos de capitales externos, o en caso de tipo de cambio flexible, a las continuas intervenciones del gobierno en los mercados de divisas ¹.

Los agregados monetarios en la Argentina

El análisis de la creación de dinero en una economía toma en cuenta dos aspectos. En primer lugar, la composición de los agregados monetarios y, en segundo término, sus canales de creación.

La oferta monetaria, desde el punto de vista de su *composición*, es la suma del circulante en poder del público más los depósitos bancarios. Esta definición sufre modificaciones según cuál sea el tipo de depósito que se toma en cuenta. Para el BCRA (Banco Central de la República Argentina), M1 es la oferta monetaria compuesta por el circulante más los depósitos en cuenta corriente.

$$M1 = \text{Circulante} + \text{Depósitos a la vista}$$

A su vez, M2 es la suma de M1 más los depósitos en caja de ahorro. Por último, M3 es la suma de M2 más los depósitos a plazo fijo

$$M3 = M2 + \text{Depósitos a plazo fijo}$$

Como la Argentina continúa siendo un sistema “bimonetario” –aún cuando la proporción de depósitos en dólares sea muy baja desde 2002- estos agregados incluyen también las colocaciones en moneda extranjera (computadas al tipo de cambio libre).

Desde el punto de vista de su *creación*, la oferta monetaria está compuesta por la liquidez primaria emitida por el banco central –los billetes en poder del público (circulante)- y por la expansión del dinero efectuada por los bancos comerciales, esto es, por los distintos tipos de depósitos. Así, a diciembre de 2004, la oferta monetaria (cantidad total de dinero) de la Argentina ascendía a 145.747 millones de pesos. Este total está distribuido de la siguiente

¹ Naturalmente, en las economías “dolarizadas”, los movimientos en el mercado de cambios son muy frecuentes y ello determina una mayor necesidad de los gobiernos de intervenir.

manera (en millones de pesos): 1) 31.811 en circulante, 2) 39.759 en cuenta corriente, 3) 27.109 en caja de ahorro y, 4) 47.068 en plazo fijo.

La mayor parte del dinero es dinero bancario, es decir está formado por depósitos creados por los bancos comerciales y sólo una fracción –el 22% en 2004- es dinero (billetes y monedas) del banco central. Este predominio del dinero bancario es un fenómeno que se verifica en todas las economías del mundo.

La visión exógena de la oferta monetaria.

La teoría exógena, defendida por los monetaristas y por las distintas vertientes de la síntesis neoclásica-keynesiana, se basa en dos ideas centrales. En primer lugar, supone que el banco central tiene el control de la oferta de dinero. Esto es así, porque, por un lado, emite y contrae la base monetaria. Por el otro, tiene la capacidad para regular la expansión secundaria llevada a cabo por los bancos por el mecanismo del multiplicador. En su formulación más simple, esto se expresa como

Base monetaria k = Oferta monetaria

El factor $k = 1 / [c + (r_o + r_e) (1-c)]$ constituye la expresión analítica del multiplicador, siendo r_o el encaje legal, r_e , el encaje excedente y c la relación circulante/dinero ². Como puede observarse, el multiplicador depende de la regulación estatal (encaje legal), de las decisiones de los bancos (encaje excedente) y de la proporción circulante/dinero que deciden tener los particulares. Si bien estos dos últimos factores se encuentran fuera del control del gobierno, la teoría exógena supone que poseen estabilidad. En virtud de ello, se afirma que el banco central está en condiciones de controlar la cantidad de dinero de la economía.

Por consiguiente, el proceso de la oferta es estable en el sentido de que una variación de la base monetaria dispuesta por el banco central tiene efectos predecibles sobre la oferta de dinero. Pero, además, esto supone que la demanda de dinero también es estable, de

² Por simplicidad, nos manejamos con un solo encaje. Pero esta fórmula puede ser extendida para obtener el multiplicador de M2, de M3 y así sucesivamente, cuando se tienen en cuenta distintos encajes.

forma tal que los cambios en la oferta tenga efectos predecibles sobre el ingreso monetario de la economía.

La segunda idea que está detrás de la concepción exógena es que para poder hacer préstamos, los bancos comerciales deben contar previamente con depósitos y, en consecuencia, con encajes (reservas). En otras palabras, los bancos pueden extender más créditos al sector privado en la medida en que hayan aumentado el volumen de sus reservas excedentes, a través de la obtención de nuevos depósitos. La literatura llama “high powered money” (dinero de alta potencia) a la base monetaria y, esto da una idea de la gravitación que le es asignada en el proceso de creación de dinero, por este enfoque. En la concepción endógena, esta relación entre encajes y préstamos no es mecánica y la iniciativa en la creación monetaria está en el mercado del crédito. Una vez concedido un préstamo, el banco ve la manera de constituir el encaje legal.

¿Puede el banco central controlar la base monetaria?

Uno de los puntos de divergencia más importantes entre la teoría endógena del dinero y el monetarismo se refiere a la posibilidad del banco central de controlar la base. Los canales de expansión primaria del banco central son tres: el sector fiscal, el sector bancario y el sector externo.

Base monetaria = Reservas internacionales + Adelantos + Redescuento

Pero esto no significa que la autoridad monetaria puede tener un control exógeno sobre ellos. En cualquier país, el desequilibrio de las cuentas públicas está condicionado por la marcha de la actividad económica. Ello significa que la emisión de dinero con destino al gobierno no responde sólo a políticas deliberadas, sino que además está influida por el ciclo económico, que es algo que escapa a la capacidad de decisión del gobierno o del banco central. Esta falta de exogeneidad del crédito al gobierno es más notoria en las economías dependientes, cuyas deudas públicas están sujetas a variables sobre las cuales el país deudor no tiene control, como por ejemplo, la tasa de interés internacional.

En los tiempos de tipo de cambio fijo, la monetización de las reservas internacionales tenía un carácter completamente pasivo. Pero, aún en la época de los tipos flexibles, la regla es que los gobiernos intervengan continuamente en el mercado de divisas, para evitar apreciaciones o depreciaciones indeseables. Reinhart ha constatado este comportamiento en la mayoría de los países, por lo que esta autora denomina un “miedo de flotar” (Reinhart, 2000).

Por último, el redescuento del banco central está condicionado por los requerimientos de los capitalistas y, en consecuencia, por el ciclo productivo. Cuando hay necesidades de circulante para la producción, los bancos comerciales extienden préstamos y cubren sus necesidades de liquidez a través del redescuento. El propio monetarismo presta cierta atención a esta realidad, cuando distingue entre base monetaria “prestada” (redescuento) y “no prestada” (sectores gobierno y externo), asignándole a esta última una mayor autonomía.

Es cierto, sostiene Goodhart, que el gobierno podría organizar todo su accionar de manera tal que la base monetaria estuviera completamente bajo su control. Pero esto implicaría restricciones tan duras sobre el conjunto de la economía, que difícilmente algún país esté dispuesto a emprender tal curso. Empezar el camino de “controlar” la base monetaria para controlar la cantidad de dinero, obligaría a los bancos centrales a expandir o a contraer la liquidez primaria cada vez que fuera necesario, con el fin de compensar las fluctuaciones de cualquier tipo que tengan lugar en la economía. Aunque así pudieran hacerlo, mal podría decirse que se está frente a un manejo “autónomo” de la base. Considerar la base monetaria como una variable “exógena” es erróneo y manejarse con supuestos equivocados conduce, inevitablemente, a tomar medidas equivocadas.

Los multiplicadores y la oferta monetaria.

Como hemos visto, el análisis de la creación monetaria a través del multiplicador exige considerarlo como estable, aún cuando está sujeto a modificaciones por las decisiones de los bancos, que normalmente reaccionan frente a las acciones de regulación, adoptando manejos de cartera activa (movimientos de encajes excedentes) con el fin de neutralizarlas, aunque sea parcialmente (Palley, 1996). También las decisiones de los

particulares (con relación al circulante y a los diversos tipos de depósitos) influyen sobre el multiplicador. Si se toman en cuentas estos factores, se tendría que concluir que el multiplicador tiene una naturaleza endógena.

Por otra parte, los propios partidarios de la teoría exógena admiten varias limitaciones de este instrumento. Gaba reconoce que se trata de un enfoque “excesivamente parametrizado”, o en otros términos “demasiado mecanicista”. Esto se debe a que el análisis del multiplicador se lleva a cabo como un ejercicio de estática comparativa, bajo el supuesto *ceteris paribus*, lo cual conduce a mantener constante a coeficientes —el coeficiente de circulante del público o la proporción de las reservas excedentes— que normalmente varían. También el rezago temporal del multiplicador, esto es, el tiempo necesario para que el proceso de creación monetaria se complete a partir de un cambio en la base monetaria o en el encaje legal, es un tema controvertido.

Estas limitaciones son muy evidentes para los banqueros centrales. Por ejemplo, Bindseil afirma que la concepción del multiplicador está en marcado contraste con la práctica diaria de los bancos centrales y que en diez años de trabajo en esas instituciones (banco central alemán y europeo), jamás escuchó en discusiones sobre decisiones de política monetaria una sola referencia a ese instrumento (Bindseil, 2004).

La teoría endógena del dinero.

El enfoque alternativo, que encararemos a continuación, aborda la creación del circulante y de los depósitos analizando su contrapartida en los activos del sistema monetario. Es el llamado análisis de flujos que toma en consideración los movimientos de los pasivos y de los activos de los distintos agentes que intervienen en la economía. Esta perspectiva ha sido adoptada, entre otros por Tobin, Modigliani y Goodhart. Más recientemente, fue desarrollada por Lavoie, Godley y Moudud.

En base a ello, presentaremos la creación de la oferta monetaria en una economía abierta, a partir de los flujos de crédito que se generan en el sistema. Esta exposición será abordada a través de dos pasos sucesivos. En primer lugar, mediante el desarrollo del

balance financiero de los distintos sectores de la economía. En segundo término, esos balances contables nos brindarán una expresión simple de la oferta monetaria.

El sistema de balances de una economía.

Este desarrollo parte de los balances de cinco sectores que componen la economía (global): 1) el sector externo, 2) el gobierno, 3) el banco central, 4) los bancos comerciales y, 5) el sector privado (Taylor, 1986). En cada caso, el flujo del activo de un sector será igual al flujo del pasivo de otro. En el sector privado no vamos a distinguir, por razones de simplicidad, a las firmas de las familias. Se trata de un sistema simplificado, pero que incorpora a todos los sectores y toma en cuenta datos muy actuales de la economía argentina: 1) la “dolarización” del sector privado (Salama, 1991), 2) los títulos públicos, que recobraron su importancia en 2005 y, 3) las innovaciones en el balance del BCRA, después de la convertibilidad.

BALANCE FINANCIERO DE UNA ECONOMIA ABIERTA.

1. Sector externo

Deuda pública externa	Capitales externos
Deuda privada externa	

2. Gobierno

Deuda pública externa
Adelantos transitorios
Títulos públicos

3. Banco Central

Reservas internacionales	<i>Pasivo monetario</i>
Adelantos transitorios	Circulante del público
Redescuento	Circulante en bancos
	Depósitos de bancos
	<i>Pasivo no monetario</i>
	Lebac

4. Bancos

Préstamos sector privado
Circulante en bancos
Depósitos en BCRA
Títulos públicos
Lebac

5. Sector privado

Depósitos	Préstamos bancos
Circulante	Deuda privada externa
Dólares	
Títulos públicos	

El sector externo está compuesto por los préstamos del resto del mundo tanto al gobierno como a los capitalistas de la Argentina (deuda externa privada). El pasivo del sector externo (resto del mundo) son los dólares (capitales externos) que se mantienen como activos del BCRA (reservas internacionales) o del sector privado (dólares) ³.

En el balance del sector gobierno figuran sólo cuentas del pasivo: deudas con el exterior, deudas con el banco central (adelantos transitorios) y títulos públicos.

La cuenta del banco central está formada por los adelantos transitorios otorgados al gobierno, el redescuento extendido a los bancos y por las reservas internacionales. Su

³ Constituyen un pasivo del resto del mundo porque son una emisión monetaria de la Reserva Federal (o un pasivo de los bancos comerciales o deuda del tesoro estadounidense).

pasivo es la base monetaria (circulante en público, circulante en bancos y depósitos de los bancos en el banco central). En el sistema argentino, el banco central posee un pasivo no monetario constituido por las Lebac, que son un instrumento para regular la liquidez del mercado bancario.

Los bancos comerciales tienen como activo los encajes (circulante y depósitos en el banco central), los préstamos al sector privado, los préstamos al gobierno (títulos públicos) y las Lebac. Su pasivo está integrado por el redescuento y por los depósitos del sector privado (el gobierno puede tener como activo depósitos en los bancos, pero, por simplicidad, no los consideramos).

Finalmente, el balance financiero del sector privado muestra en sus activos al circulante, los depósitos, los dólares y los títulos públicos. Sus pasivos son la deuda externa (privada) y la deuda contraída con los bancos. A pesar de su simplicidad, en esta presentación computamos, además del dinero (circulante y depósitos) los dólares en manos del sector privado, que no forman parte de la oferta monetaria local (del sistema monetario local).

El sistema monetario: banco central y bancos comerciales.

Para centrarnos en la oferta de dinero, vamos a examinar a los dos sectores que intervienen en su creación, los bancos y el banco central.

En su conformación actual, la expansión de la base monetaria del banco central en la Argentina se expresa como

$$BM = \text{Reservas internacionales} + \text{Adelantos} + \text{Redescuento} + [\text{Lebac}]$$

Cada canal de expansión lleva su respectivo signo, positivo si se trata de un aumento y negativo si estamos frente a una contracción. Otro tanto ocurre con las Lebac, que son un instrumento de regulación (es negativo cuando hay venta de Lebac y positivo cuando hay una venta).

Si se consideraran los pases, que son un nuevo mercado creado por el BCRA en mayo de 2004, la expansión de la liquidez del banco central –llamada pasivos monetarios de corto plazo, (anexo)- resultaría

Pasivos monetarios de corto plazo = BM + pases activos - pases pasivos

Por su parte, los bancos comerciales otorgan préstamos y con ello crean dinero. Cada otorgamiento de un crédito al sector no financiero (empresas, familias y gobierno) significa un aumento en la oferta monetaria.

Dado que la oferta monetaria resulta del accionar conjunto del banco central y de los bancos, consolidaremos sus balances en una sola entidad, que denominamos sistema monetario o sistema monetario consolidado (Gaba, 1977). Para ello, sumamos las cuentas de pasivo y de activo de ambas instituciones y las volcamos a un nuevo balance. Como corresponde a una consolidación, debemos cancelar además sus préstamos y deudas recíprocas. De esta forma obtenemos

Sistema monetario total

<i>Activo</i>	<i>Pasivo</i>
Activos externos	Circulante del público
Préstamos sector privado	Depósitos
Préstamos gobierno	

El balance consolidado incluye en el activo las reservas internacionales del banco central, los préstamos efectuados por los bancos al sector privado y los préstamos hechos al gobierno por la autoridad monetaria (adelantos) y por los bancos (títulos públicos). El circulante de los bancos, sus depósitos y las Lebac son activos de los bancos cuya contrapartida son pasivos del banco central y, por ello, se cancelan. Igual criterio se sigue para cancelar el redescuento.

Los *pasivos del sistema monetario* consolidado van a estar constituidos por el circulante privado (una parte de la base monetaria) y por los depósitos bancarios del sector privado. Ambos conceptos representan el pasivo del sistema bancario consolidado. De esta

manera, se ve que los pasivos del sistema monetario total constituyen el *activo monetario del sector privado*, esto es, la *cantidad total de dinero que existe en la economía*.

También podemos ver con claridad que el circulante en dólares no es un pasivo generado por el sistema monetario local. Es un pasivo del sistema monetario estadounidense (forma parte de la base monetaria de la Reserva Federal). Por otra parte, en un sistema bimonetario (como el que existe en la Argentina y en otros países dependientes), los depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera constituidos en el mercado bancario local sí forman parte de la oferta monetaria ⁴.

La oferta monetaria y la contrapartida de activos.

El sistema monetario consolidado que surge de los balances financieros de una economía en su conjunto, incluyendo el sector externo, es un instrumento muy útil porque permite expresar, en forma directa, una *ecuación de la oferta monetaria*. Tomando en cuenta los activos y pasivos del sistema, podemos escribir

$$\begin{aligned} \text{Oferta monetaria (M3)} &= \text{Circulante} + \text{Depósitos} \\ &= \text{Préstamos bancarios} + \text{Adelantos} + \text{Reservas internacionales} \end{aligned}$$

El activo del sistema total representa los canales de expansión de la oferta de dinero de la economía y el pasivo muestra la composición de ese dinero. Dicho en otros términos, la contrapartida del dinero –circulante y depósitos totales- está dada por los préstamos directos del BCRA al gobierno y de los bancos (títulos), por la monetización de las reservas y por el crédito otorgado por los bancos comerciales al sector privado.

Esta ecuación tiene la suficiente generalidad como para expresar el flujo de oferta en cualquier economía abierta. Además, combina la liquidez primaria y la expansión de los bancos *en una sola expresión*. Un enfoque similar es desarrollado por Moudud (1998) y, desde una perspectiva postkeynesiana por Arestis (1988) y por de Mourgues (2000). Un modelo estilizado sumamente claro sobre la oferta endógena, puede ser encontrado en Palley (1996).

⁴ No ocurre así con los depósitos de capitalistas argentinos en bancos del exterior.

El crédito como factor de creación del dinero en las economías abiertas.

Este enfoque de la oferta destaca el papel que juega el crédito bancario. El mercado de préstamos constituye la fuente principal de la creación de dinero en una economía. A pesar de que los préstamos bancarios a las familias (consumo y vivienda) y al gobierno (títulos) son importantes, el rol dominante lo desempeña el crédito a las empresas. El motivo de los capitalistas para tomar fondos no es asegurar su supervivencia física ni alterar su patrón de consumo. El capitalista va a usar esos fondos como capital-dinero para obtener plusvalía o para asegurar su supervivencia económica mediante el pago de las deudas que contrajo anteriormente y evitar, de esta forma, su quiebra (Foley, 1986).

Aún cuando la mayor parte del crédito se dirige a la producción o al consumo, en la actualidad, muchas transacciones tienen un objetivo especulativo. Esto quiere decir que las finanzas tienen un rol tanto “schumpeteriano” como “especulativo”. En el primer caso, el dinero sirve para sostener los procesos de producción. En el segundo, las tenencias líquidas cambian de forma para aprovechar ganancias financieras. Sería imposible comprender los volúmenes de dinero que se negocian diariamente en los mercados mayoristas del crédito –el de federal funds estadounidense, por ejemplo- si no se tiene presente este tipo de requerimientos. En la visión de Moudud, una teoría monetaria completa debe partir de un modelo que tome en cuenta tanto la demanda de dinero como la de crédito para las transacciones financieras de todo tipo.

Si se desagregan los préstamos bancarios de acuerdo a su destino, podría extenderse convenientemente (por el lado del activo) la expresión anterior. Por ejemplo

$$\begin{aligned} \text{Oferta monetaria} &= \text{Préstamos a la producción} + \text{Préstamos al consumo} + \\ &+ \text{Adelantos} + \text{Reservas internacionales} \end{aligned}$$

Esto está indicando que la expansión del dinero tiene una vinculación con los mismos factores que explican la expansión del crédito, tales como la tasa de ganancia y la evolución del ciclo, entre otros. De esta forma se puede integrar la teoría del dinero y del crédito en un marco único. Por otra parte, este análisis del flujo de fondos es la forma

normal en que llevan a cabo la programación monetaria la mayoría de los bancos centrales. Esto es particularmente cierto en las economías dependientes, en las cuales la base monetaria es muy volátil y el multiplicador es muy inestable.

La concepción endógena del dinero y del crédito.

Estas ideas aportan una visión distinta sobre varios aspectos del funcionamiento monetario. La primera de ellas tiene que ver con la causalidad entre los préstamos bancarios y el dinero. En las economías modernas, las empresas requieren crédito para llevar adelante la producción. Cuando los bancos extienden esos préstamos, lo hacen abriendo un depósito a nombre de la empresa que lo recibe. Dicho de otra manera, los préstamos crean los depósitos y la causalidad va en ese orden. De esta forma es cómo se crea el dinero en todas las economías.

Esto implica una diferencia drástica con la visión exógena. Para esta corriente, los depósitos crean préstamos. En la medida en que los bancos consigan nuevos depósitos – y, en consecuencia, encajes- podrán llevar a cabo la creación secundaria. En cambio, para la teoría endógena los préstamos no están atados de manera mecánica a los depósitos (y a las reservas) existentes, porque los bancos tienen diversos medios para constituir los encajes. Además, la oferta del crédito depende de la evolución del ciclo económico y, por lo tanto, de la tasa esperada de ganancia de los bancos y de su tasa deseada de liquidez (Moudud, 1998).

La segunda característica se refiere a la forma en que se inyecta el dinero en una economía. En la concepción de Marx, los flujos monetarios están vinculados al circuito del capital. Por el contrario, en la visión exógena, la génesis del dinero es un asunto opaco que queda sin definir y, por eso los economistas apelan a diversas parábolas para explicar cómo aparece en la economía. En Milton Friedman es lanzado desde un helicóptero, en Dom Patinkin cae desde el cielo como el maná y, en la mayor parte de los modelos neoclásicos, el dinero hace su irrupción como una dotación inicial, esto es, como una asignación igualitaria y ahistórica que lleva a cabo el gobierno entre los individuos en una sociedad imaginaria.

Oferta monetaria endógena y exógena: las relaciones de causalidad.

En la literatura económica ortodoxa, actualmente, la idea de la exogeneidad ha sido dejada de lado y una prueba de ello está dada por las políticas basadas en la fijación de la tasa de interés de corto plazo (“regla de Taylor”) y por la ausencia de metas monetarias cuantitativas. No obstante, los modelos teóricos ortodoxos siguen desarrollándose sobre las premisas echadas por el monetarismo y ello pone de manifiesto el carácter contrapuesto de las dos visiones de la oferta, que hemos expuesto en este trabajo. Entre esas diferencias, cabe subrayar las siguientes.

1. En la teoría exógena, los bancos comerciales deben contar con reservas excedentes y, en consecuencia, con depósitos, para poder conceder préstamos al sector privado. De esta forma, el multiplicador vincula la base monetaria con la cantidad de dinero. En el proceso de creación monetaria, la causalidad va desde las reservas (base monetaria) hacia la oferta de dinero.

BM k \implies M

siendo la base, una variable exógena que está bajo el control del banco central.

En el enfoque endógeno el factor causal es la demanda de préstamos. Por consiguiente, estamos frente a una causalidad inversa, que va desde el crédito hacia la base monetaria

Préstamos g \implies BM

siendo g un cociente –un *divisor*- que expresa el monto de base monetaria (variable dependiente) que es creada por impulso del crédito (variable independiente).

De acuerdo a Lavoie, además de este divisor del crédito, también existe un divisor del dinero (la inversa del multiplicador), que vincula la cantidad de medios de pago demandada por el sector privado con el stock de base monetaria inducido esa expansión del dinero (de Mourgues). En igual sentido, el modelo “estructural” de Palley está basado en relaciones funcionales de este tipo. Así, la base monetaria es una fracción –y, a la vez, un “resultante”- de la masa de dinero que se inyecta en la economía.

2. Además de esta vinculación entre el dinero y la base monetaria, hay otra diferencia muy importante entre ambas visiones. Se trata de la relación entre el dinero y el sector real de la economía.

Para la visión endógena, la cantidad de dinero existente en la economía es un resultado de los requerimientos del proceso de producción, esto es, del nivel de actividad. Esto significa que en la ecuación cuantitativa

$$M V = P Q$$

los movimientos en la producción real Q inducen una expansión de la cantidad necesaria de dinero M , para que aquel aumento de la producción pueda ser llevado a cabo. Otro tanto ocurre con las dificultades que puedan verificarse en ese proceso de expansión de la producción física y que se expresan en aumentos de precios P , esto es, que dan lugar a una inflación de tipo estructural ⁵.

3. El sistema que hemos presentado en este trabajo combina elementos de endogeneidad y de exogeneidad, siguiendo las líneas de Moudud, Shaikh, Duménil y Lévy. Esta visión de la oferta monetaria fue estilizada por Palley (modelo “estructuralista”). Se rechaza, por lo tanto una visión “horizontalista” del dinero, de una oferta perfectamente elástica, como la propiciada por Lavoie (1992).

Más allá de que la teoría ortodoxa no reconozca en forma explícita la naturaleza endógena del dinero y que el término “endogeneidad” no sea utilizado, las políticas de actuales –por ejemplo, la “regla de Taylor”, de dejar de lado el control de los agregados monetarios y de fijar la tasa de interés del mercado- se corresponde más con una explicación endógena del dinero que con la teoría exógena (Arestis y Sawyer, 2003).

4. En el análisis clásico se acentúa la necesidad de contar con un ahorro previo. Esto es, que el capitalista cuente con utilidades retenidas o que obtenga el ahorro de otros capitalistas (utilidades retenidas). Como su análisis está desarrollado en la época del

patrón oro, los economistas clásicos no toman en cuenta la extensión del crédito bancario no sujeto a la existencia de un ahorro previo, como una forma normal de financiar la producción y la inversión (Duménil y Lévy, 1996).

En la visión postkeynesiana tiende a prevalecer la idea de que la existencia de una oferta elástica de crédito permite llevar adelante todas las inversiones. Esta posición fue teorizada por Asimakopulos y fundamenta la idea de Keynes de que la inversión determina el ahorro (expost). También es desarrollada por autores como Pollin y Rousseas. El dinero endógeno juega un papel clave en su explicación de la relación entre la inversión y el ahorro, porque la expansión de las inversiones requiere la disponibilidad de préstamos lo cual conduce a una expansión correspondiente del ahorro.

Pero, como señala Kalecki, la existencia de un capital previo es fundamental. El primer requisito que se necesita para ser un capitalista es contar con un capital. Asimismo, en sus estudios sobre el financiamiento del desarrollo Kalecki pone en pie de igualdad la fuente fiscal (ahorro) como la crediticia. Finalmente, su idea del riesgo crediticio creciente implica que el financiamiento disponible para los capitalistas está sujeto a límites establecidos por los propios bancos frente al monto de la deuda que registran los solicitantes de nuevos préstamos.

En tal sentido, la visión clásica expuesta por Duménil y Lévy, sobre la necesidad de la existencia de un ahorro previo, refleja la realidad de los negocios capitalistas. En Estados Unidos, por ejemplo, un porcentaje muy alto de las inversiones de la firma se lleva a cabo con el cash-flow, esto es, con las utilidades no distribuidas.

⁵ Esto no significa desconocer otro tipo de inflación, aquélla que se verifica cuando Q no puede aumentar porque el nivel de producción coincide con el nivel de la capacidad instalada. En este caso, la suba de precios

BIBLIOGRAFIA.

Philip Arestis, 1988, Post-Keynesian Theory of Money, Credit and Finance, en Philip Arestis (ed.), Post-Keynesian Monetary Economics, Aldershot, Edward Elgar, pags. 41-71.

Philip Arestis y Malcolm Saywer, 2003, The Nature and Role of Monetary Policy When Money Is Endogenous, Annandale-on-Hudson, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper No. 369, enero.

Rolando Astarita, 2004, Valor, mercado mundial y globalización, Buenos Aires, Ediciones Cooperativas, 444 páginas.

Ben Bernanke, Mark Gertler y Simon Gilchrist, 1999, The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, en John Taylor y Michael Woodford (eds.), Handbook of Macroeconomics, Volumen 1C, Amsterdam, Elsevier, pags. 1341-1393.

Ulrich Bindseil, 2004, Monetary Policy Implementation, Oxford, Oxford University Press, 276 páginas.

Michelle de Mourgues, 2000, Macroeconomie Monetaire, Paris, Economica, 665 páginas.

Gérard Duménil y Dominique Lévy, 1996, La dynamique du capital, Paris, Presses Universitaires de France, 410 páginas.

Duncan Foley, 1986, Money, Accumulation and Crisis, Nueva York, Harwood, 60 páginas.

Ernesto Gaba, 1977, Curso Superior de Economía Monetaria, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, mimeo.

Charles Goodhart, 1989, Money, Information, and Uncertainty, Houndmills, Macmillan Press, 493 páginas.

P obedece a una inflación de demanda.

Marc Lavoie, 1992, Foundations of Post-Keynesian Analysis, Aldershot, Edward Elgar, 461 páginas.

Carlos Marx, 1977, El Capital, Libros I y III, México, Fondo de Cultura Económica, 769 y 953 páginas.

Frederic Mishkin, 1997, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Nueva York, Addison-Wesley, 732 páginas.

Jammee Moudud, 1998, Finance and the Macroeconomic Process in a Classical Growth and Cycle Model, Annandale-on-Hudson, The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper no. 253, octubre.

Thomas Palley, 1996, Accommodation versus Structuralism, time for an accommodation, Journal of Post Keynesian Economics, verano, volumen 18, número 4, pags. 585-594.

Carmen Reinhart, 2000, The Mirage of Floating Exchange Rates, American Economic Review, volumen 90, número 2, mayo, pags. 65-70.

Pierre Salama, 1991, La dolarización. Ensayo sobre la moneda, la industrialización y el endeudamiento de los países subdesarrollados, México, Siglo XXI, 115 páginas.

Anwar Shaikh, 1991, Valor, acumulación y crisis, Bogotá, Tercer Mundo Ediciones, 407 páginas.

Lance Taylor, 1986, Modelos macroeconómicos para los países en desarrollo, México, Fondo de Cultura Económica, 357 páginas.

Anexo.

En la Argentina, a partir de 2004, el análisis de la base monetaria debe incluir además los llamados pases. Como se muestra más abajo, la liquidez primaria del BCRA está compuesta por la base monetaria más los pases pasivos (que en el actual contexto de exceso de liquidez del sistema bancario, superan largamente a los activos). Este agregado amplio se denomina pasivos monetarios de corto plazo (PMCP). Tomando en cuenta estos elementos, una versión más completa del balance está dada por

Banco central

Activo	Pasivos
Reservas internacionales	<i>Pasivos monetarios de corto plazo</i>
Activos internos	Base monetaria
Gobierno	Circulante en público
Sector bancos	Circulante en bancos
Redescuento	Depósitos de bancos
Pases activos	Pases pasivos
	<i>Pasivos no monetarios</i>
	Lebac

Por consiguiente, los canales de expansión del BCRA son

Base monetaria = Reservas internacionales + Adelantos + Redescuento + [Lebac]

O, computando los pases

PMCP = Base monetaria + Pases activos – Pases pasivos