

El origen del dinero está en el tiempo

Área temática:

CRECIMIENTO ECONÓMICO

FLUCTUACIONES Y CRISIS

VIII Jornadas de Economía Crítica

Valladolid, 28 de febrero a 2 de marzo de 2002

José M^a Martínez Sánchez
Universidad de Burgos
c.electrónico: jmmsh\$ubu.es

Un antiguo proverbio español dice que “el tiempo es oro”, para expresar que el tiempo es algo muy valioso; en inglés este mismo proverbio es algo más definido y cambia la palabra oro por la palabra dinero: “time is money”. Nuestro propósito en este trabajo será mostrar que lo contrario también es cierto, es decir, que “el dinero es tiempo”, a fin de deducir de esta idea importantes consecuencias de política económica.

El camino recorrido por el pensamiento económico en cuanto al concepto de dinero ha sido largo: desde el dinero mercancía al “fiat money” o dinero fiduciario, desde el dinero fondo o activo al dinero como flujo y crédito, desde la neutralidad a la no neutralidad del dinero y desde el dinero exógeno al dinero endógeno. En algún modo, la propia plasticidad del dinero ha inducido estos diferentes conceptualizaciones y muchas erróneas interpretaciones, que no hubieran tenido mayor importancia si no hubieran ido a veces acompañadas de políticas económicas catastróficas, fundadas en análisis monetarios equivocados. Por esta razón, no nos parece ocioso volver a reflexionar sobre el dinero para dejar bien sentada la tesis de que el dinero está, por su naturaleza, vinculado a los procesos económicos dinámicos, o lo que es lo mismo, que todo análisis dinámico ha de ser por necesidad monetario para ser completo, pues como veremos el origen del dinero hemos de buscarle en la gestión eficaz del tiempo económico, de donde resultará que la institución del dinero es primaria y principalmente una respuesta del sistema a la toma de decisiones económicas que implican tiempo.

Tomaremos como punto de partida, siguiendo a Kiyotaki y Moore (2000), el funcionamiento de una economía sin dinero, para ver cómo y por qué en este contexto el dinero es un requisito imprescindible para que el sistema pueda alcanzar la eficacia. Nuestro objetivo será demostrar que, a partir de una economía no monetaria, el dinero surgirá como la mejor alternativa a la

organización eficaz del tiempo. Para ello, procederemos por etapas: nos ocuparemos en un primer momento del dinero en el intercambio puro de bienes para, a continuación en la parte central de nuestro trabajo, analizar el intercambio intertemporal en un marco de equilibrio competitivo. La sorpresa será comprobar que la idea económica de dinero que aparece de este equilibrio intertemporal competitivo tiene sugerentes puntos de convergencia con la idea de dinero que los postkeynesianos han desarrollado para analizar la estabilidad económica. En este punto, algunas preguntas metodológicas nos parecen ineludibles: ¿puede la micro estática servir de fundamento a la macro? ¿si la micro dinámica necesita del dinero, no será el dinero el nexo necesario entre la micro y la macro? y, por lo mismo, ¿donde falla la ultraracionalidad de una macro que deja al dinero fuera, cuando no en los alrededores, de su sistema?. Es evidente que una cabal respuesta a estas cuestiones desborda el ámbito de nuestro actual objetivo, pero no será ocioso tomarlas como punto de partida a la hora de analizar de modo crítico algunas propuestas de política monetaria que han gozado y parecen seguir gozando de los beneplácitos de la ortodoxia económica.

I.- EL DINERO EN EL INTERCAMBIO PURO DE BIENES.

Uno de los aspectos más característicos de la historia del dinero es el hecho de que la realidad, por lo general, ha antecedido a la reflexión y está ha sido llevada a cabo, muchas veces, con mayor agudeza por los hombres prácticos y banqueros que por los grandes teóricos de la economía; los cuales, demasiado preocupados por la austeridad y buen gobierno de los asuntos económicos, han sido más proclives al análisis de los procesos reales e, igualmente, han sido temerosos de adentrarse en los vericuetos de la teoría monetaria, objeto privilegiado de encendidas disputas en la ciencia económica. Quizás sea verdad la afirmación de Schumpeter de que “las opiniones acerca del dinero son más difíciles de describir que las nubes deformadas por el viento”(Schumpeter, 1971, p.337) y, por otra parte, no es menos cierto el hecho de que el dinero, como institución social esencial en cualquier sociedad, ha sido remiso en manifestar su complejidad funcional a lo largo de la historia; pues no hemos podido descubrir aspectos del dinero, que sorprendentemente se habían mantenido ocultos, hasta que las formas primitivas de las instituciones económicas no se transformaron en las más diferenciadas del capitalismo avanzado.

Sin embargo, no es nuestro propósito seguir el rastro del desarrollo histórico del dinero para aproximarnos a la idea del mismo, ya que las vueltas y revueltas, los avances y marcha atrás, de una historia, como la del dinero, tan llena de pasiones nos podrían alejar del hilo lógico de nuestra argumentación. Lo que buscamos es un hilo argumental, que a través de las distintas manifestaciones del dinero, nos conduzca hacia el verdadero significado del dinero en la economía actual.

Por esta razón, para arrancar de una base firme, comencemos con Aristóteles (Ética o Moral, libroV, cap V). En el principio tenemos la necesidad y la mercancía, de donde surge el intercambio, por no coincidir en el mismo individuo necesidad y la disponibilidad de la mercancía; “el arquitecto recibirá del zapatero la obra que es propia del zapatero, y, en cambio, le dará la obra que el mismo hace”(Aristóteles, 1942, p. 152) y, un poco más adelante, “la necesidad que tenemos los unos de los otros es, en realidad, el lazo común de la sociedad” (Aristóteles, 1942, p. 153).

Podemos interpretar estos textos desde la división del trabajo, pero lo que parece claro es que en ningún momento se intenta una aproximación al concepto de valor trabajo, porque la equivalencia del intercambio no se fundamenta en el tiempo de trabajo sino en la moneda: “es preciso que las cosas, que están sujetas a cambio, puedan compararse entre sí bajo algún respecto; y de aquí nace la necesidad de la moneda..(la cual) es la medida común de todas las cosas”(Aristóteles, 1942, p. 152). Parece claro que, según Aristóteles, la primera función de la moneda es la de servir de “unidad de cuenta”, ya que “sin cambios no hay comercio ni sociedad; sin igualdad no hay cambios; y, sin una medida común no hay igualdad posible” (Aristóteles, 1942, p.154). Ahora bien, esta unidad de medida “es arbitraria y convencional” (Aristóteles, 1942, p.154), “no existe en la naturaleza; sólo existe mediante la ley, y depende de nosotros mudar su valor y hacerla inútil si queremos” (Aristóteles, 1942, p.153).

El dinero es así para Aristóteles un “patrón de cambios” o una “mercancía patrón” elegida por la sociedad, cuyo valor no es fijo, pero tampoco viene dado por la naturaleza, es la sociedad la que

debe cuidar de la estabilidad de la moneda en el tiempo¹, para que cumpla sus otras funciones prácticas, también reconocidas por Aristóteles, de “instrumento de cambio” y “garantía para un cambio futuro” (Aristóteles, 1942, p.153).

La lógica de este discurso me parece impecable, primero sienta las bases del puro modelo abstracto de intercambio, para el que es imprescindible encontrar un patrón de equivalencias implícito², trueque, o explícito, moneda, y luego en el desenvolvimiento real de los intercambios la moneda desarrolla el resto de sus funciones, las cuales son ciertamente funciones de intercambio operativo. El dinero en cuanto mercancía-dinero que se cambia por bienes, medio de cambio, y se retiene como riqueza, depósito de valor, aparece en el tiempo real de los intercambios, porque en el mundo atemporal de un modelo abstracto de intercambio lo único que necesitamos es un patrón de equivalencias.

En efecto, la moderna teoría del equilibrio general (Arrow-Debreu), fundamento de buena parte de la investigación actual en economía, establece las condiciones del intercambio competitivo óptimo al más alto nivel de abstracción, en el cual el dinero no existe, ya que la transparencia y la información perfecta permiten a los agentes establecer de forma directa y objetiva las equivalencias de intercambio. En este modelo no habría ningún problema por el hecho de que las necesidades de los compradores y vendedores no casaran, imaginemos la existencia de un subastador central al que se dirigen los intervinientes en el mercado. Podemos decir que de la misma forma que en la física teórica no hay lugar a fricciones, en la teoría pura del intercambio perfectamente competitivo, no hay costes de transacción ni ningún otro tipo de fricciones derivados de la información imperfecta y, por lo mismo, el dinero no tiene ningún papel que cumplir³.

¹ “La moneda está sometida a las mismas variaciones, no conserva siempre el mismo valor, si bien este valor es más fijo y más uniforme que el de las cosas que representa” (Aristóteles, 1942, p.154)

² “Se comprende que de esta manera habrán tenido, naturalmente, lugar los cambios antes de que existiese la moneda”(Aristóteles, 1942, p.154)

³ El que haya costes de transacción positivos en los intercambios no implica necesariamente la existencia del dinero. En la teoría de la empresa de R. Coase (1937), el tamaño de la empresa viene determinado por los costes de transacción; cuando las transacciones internas a la empresa tienen un coste mayor que las externas, entre empresas, la empresa prefiere este último modo de asignación de recursos, y de esta forma queda establecida la frontera de la empresa o su tamaño. Como en las transacciones internas sólo es preciso un patrón de cambios, pero no el dinero como instrumento de cambio y depósito de valor, no podemos asociar de

El dinero aparecería en este enfoque únicamente para hacer frente a los costes de transacción ocasionados por el trueque en un mundo real de información imperfecta. Se sigue así el expediente metodológico de correr el velo del dinero para investigar la pura lógica del intercambio, lo cual en principio es correcto pero no estamos tan seguros de que sea un procedimiento satisfactorio.

Por ejemplo Walras, ciertamente no quedó satisfecho y, después de haber elaborado su teoría del equilibrio general del intercambio con “numerario”, estructurada en tres partes - teoría del intercambio de mercancías, teoría de la producción y teoría de la formación de capital y el crédito -, en la cuarta edición de sus “Elementos”(1987), incorpora en la sección VI la teoría de la circulación y el dinero. Es consciente de que para, aproximarse mejor a la realidad, el concepto de “numerario”, o mero patrón de cambios, no basta pues “en el mundo real, en una sociedad en funcionamiento, un consumidor....conoce con bastante exactitudqué caja debe mantener” (Walras, 1987, p.533), y lo mismo el productor ha de disponer de una cantidad de dinero, determinada por su función de utilidad. De este modo, el dinero entra como un bien más en el equilibrio general y la mercancía que se utiliza como dinero tendrá dos utilidades, en cuanto dinero y en cuanto bien, y dos funciones de demanda, que será preciso agregar para determinar, junto con la oferta, su precio: el tipo de interés.

Por otra parte, en su lección 33 hace un análisis de la relación entre la moneda y el dinero fiduciario⁴, en términos de utilidad ganada por la mayor disponibilidad de metales preciosos para usos industriales y ornamentales, para concluir que en el dinero fiduciario - créditos contables, efectos comerciales, billetes de banco y cheques - no afecta “a la llamada teoría cuantitativa, es decir, a la ley de la proporcionalidad inversa entre el valor del dinero y su cantidad”.

La distinción entre “numerario”, “moneda” y “fiducia” permite de esta forma a Walras desarrollar una teoría del equilibrio general en la que la teoría monetaria está integrada

forma unívoca costes de transacción y dinero, ya que puede haber intercambio con costes de transacción positivos y no haber dinero, todo dependerá de los arreglos institucionales pertinentes en cada situación real.

⁴ “Es un hecho curioso, digno de mención, el que en la teoría monetaria se haya considerado el uso del dinero como un progreso y que, una vez que existía el dinero, se haya considerado como un nuevo progreso el no utilizarlo” (Walras, 1987, p.584)

plenamente en una teoría del proceso económico⁵. Y ciertamente ello supuso un avance considerable respecto del pensamiento acerca del dinero de las mejores cabezas de la ciencia económica de su tiempo, aún cuando ya desde mucho antes los hombres prácticos fueron conscientes de la necesidad de esta integración⁶. Con todo, si bien nos parece que es claramente asumida por este autor la idea de la no neutralidad del dinero, su tratamiento del mercado de dinero resulta ser insatisfactorio. Arranca de una cantidad dada de medios de pago y de unos deseos de disponibilidades líquidas también dados, en función del tipo de interés, para explicar el equilibrio en el mercado de dinero; pero, la interdependencia entre el dinero y las demás mercancías no es de la misma naturaleza que la de estas últimas entre sí, no es posible poner en el mismo plano el mercado de dinero que el de cualquier otro bien. El precio de este mercado, el tipo de interés, afecta directamente al valor de los bienes de capital y existencias, con lo que sus variaciones alteran la suma total de transacciones y esta alteración induce cambios en los encajes monetarios deseados⁷.

El fondo del problema radica en el hecho de que la teoría de la formación de capital y de la producción en Walras es reconducida a una teoría estática del intercambio para llegar al equilibrio general. Sin embargo, es evidente que el dinero aparece en su sistema vinculado al tiempo real de los intercambios; ¿cómo entender de otra manera su consideración del dinero fiduciario, que por definición incorpora un derecho de crédito, en el mismo plano que la moneda?. Y, del mismo modo, el tiempo está presente cuando afirma que mientras la sociedad no se detenga el dinero fiduciario puede sustituir a la moneda, pero que esta última seguirá siendo necesaria, cuando se frene o se detenga, para saldar las deudas con mayor seguridad. El instrumento monetario quedaría así conectado al ritmo del desenvolvimiento económico de la sociedad.

⁵ El modo habitual era describir el proceso económico real y su funcionamiento para posteriormente incorporar de forma separada el dinero y su funcionamiento.

⁶ “En el mismo sentido que se puede decir que Walras ha creado la estática económica, la moderna teoría del equilibrio económico, es lícito afirmar que ha fundado la moderna teoría monetaria” (Schumpeter, 1971, p.1174)

⁷ Walras se dio cuenta de ello, pero entendió, erróneamente, que esta influencia sobre los encajes deseados era “muy indirecta y débil” y añade: “en este caso en el que el dinero no es una mercancía, la ecuación de circulación monetaria es en realidad ajena al sistema de ecuaciones de equilibrio económico” (Walras, 1987, p.545). Para algunos autores esta afirmación ha sido interpretada como una posición a favor de la neutralidad del dinero, pero en el contexto de la obra de Walras no parece aceptable esta interpretación.

De este modo, parece decirnos Walras que, si en una sociedad tradicional ha de circular el dinero mercancía, en una sociedad en desarrollo la forma monetaria apropiada es el dinero fiduciario; pero, desde nuestro punto de vista, este análisis resulta un poco confuso, porque en él se mezclan dos conceptos: el concepto jurídico y el económico del dinero (Garrigues, 1975, p.61-70).

Para el economista, no hay diferencia entre la moneda y el dinero fiduciario, ya que ambos cumplen las mismas funciones económicas de unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de valor, pero para el jurista, es necesario distinguir entre el dinero y el derecho sobre el dinero, aún cuando ambos se puedan utilizar igualmente como medio de pago, de lo que resulta una aparente paradoja entre el dinero y los demás bienes; una manzana se puede comer pero un derecho sobre una manzana no y, por el contrario, con la moneda se paga y con el derecho sobre la moneda también. Al economista le preocupa la realidad de la circulación del instrumento monetario y al jurista la garantía circulatoria; en la moneda la garantía es real - total o parcial según la ley de la misma - y en el papel moneda o en el dinero bancario la garantía depende de la legalidad y credibilidad de la autoridad emisora. En cualquier caso, en mi opinión, tanto la moneda como el dinero fiduciario son títulos valores, entran en la circulación como crédito que la sociedad otorga al emisor. El agente que emite la moneda, el papel o el dinero bancario, lo que realmente está haciendo es poner en circulación un documento al que se incorpora un derecho al portador para adquirir bienes en el futuro; con independencia del valor real de la moneda o el papel, el adquirente del título lo recibe en pago por su cualidad circulatoria de medio de pago, no por su valor en sí⁸. Por otra parte, la credibilidad de la autoridad monetario no se manifiesta en el presente sino en el futuro, de la misma manera que la credibilidad de cualquier otro deudor. En

⁸ La cuantía del señoriaje será la diferencia entre el coste de producción de la moneda, papel o depósito bancario y su poder de compra, pero no de modo instantáneo, sino a lo largo del tiempo en el que son puestos en circulación y, durante este tiempo, esta diferencia puede variar. Sin embargo, no siempre que se crea dinero hay señoriaje; el crédito que la sociedad otorga a la autoridad monetaria puede consistir en una transferencia definitiva de recursos o señoriaje, cuando esta autoridad adquiere bienes de forma definitiva con el dinero que emite, pero, cuando un banco, central o privado, concede créditos para ser devueltos en una fecha determinada, el dinero creado es posteriormente destruido y no se produce esta transferencia definitiva de recursos, ya que el prestatario utiliza el dinero para poner en marcha un proyecto productivo, no para adquirir bienes finales. El crédito al consumo en este sentido sería equivalente al crédito que recibe el empresario, no supone tampoco una transferencia definitiva de recursos (Martínez Sánchez y Arce Hortigüela, 2000).

último término dependerá de la marcha de la economía, de donde la pertinencia de la observación de Walras, cuando asocia el ritmo del movimiento económico de la sociedad y el grado de confianza en el dinero fiduciario. En algún modo esta argumentación nos remite de nuevo al papel que Aristóteles atribuía a la sociedad en la determinación del valor de la moneda, o lo que hoy sería equivalente, en la credibilidad del sistema monetario.

Concluimos, por tanto, que la mercancía usada como dinero, la moneda, el papel moneda y las diferentes modalidades de dinero fiduciario son todos ellos, en cuanto dinero, títulos de crédito que incorporan un derecho apto para circular y servir como medio de pago⁹. Las diferencias se deben a la garantía circulatoria de cada uno de estos instrumentos monetarios - en la mercancía, la garantía es totalmente real, en la moneda, parcialmente y, por el resto, depende de la ley y la credibilidad de la autoridad emisora en cada caso -, pero sin excepciones, incluso para la mercancía pura, sólo el tiempo podrá convalidar la certeza del valor económico del instrumento empleado como dinero. Una economía de intercambio real está siempre en movimiento, nunca se detiene, y en este discurrir tiene lugar la puesta de dinero en circulación, que siempre es dinero crédito, como mostró Hicks en su modelo de feria de un día.

En esta feria en la que se realizan transacciones a lo largo del día, el modo más eficiente de realizar estos intercambios es mediante la aparición de un banco, que abre una cuenta de crédito a cada feriante al principio del día, por el importe de las mercancías que cada uno aporta al mercado; durante el día con cargo a dichas cuentas se efectúan las transacciones y, al cierre de la feria, todas las cuentas que quedarán canceladas (Hicks, 1970).

Este es un claro ejemplo en el que descubrimos la verdadera naturaleza económica del dinero; el dinero es totalmente endógeno y entra en la circulación en forma de crédito. No obstante, si queremos dar cuenta del papel del dinero en el proceso de producción, necesitaremos alargar el tiempo y la credibilidad dependerá ahora no sólo del desarrollo de los intercambios sino también del desenvolvimiento de la producción. Más allá de los costes de transacción del trueque o las

⁹ El que tiene en reserva conchas, cacahuetes o cualquier otra mercancía usada como dinero, en tanto no disponga de ellos como medio de pago, está recibiendo un crédito de la sociedad por la utilidad de los bienes que pudiera adquirir, ya que, en la medida en que estas mercancías son usadas como dinero, sólo producen la utilidad del diferimiento temporal en la adquisición de los demás bienes.

imperfecciones del intercambio, nos encontraremos de nuevo con que el tiempo constituye la sustancia de cualquier proceso de creación de dinero.

II.- EL DINERO ENDÓGENO EN EL INTERCAMBIO INTERTEMPORAL: EL MODELO DE KIYOTAKI Y MOORE.

Hace ya muchos años Schumpeter(1971, p.789) advertía con gran clarividencia que “es posible que en la práctica y en el análisis una teoría crediticia de la moneda sea mejor que una teoría monetaria del crédito” y, por lo que hemos visto, Walras apuntaba en esta dirección y Hicks desarrolló esta idea para el intercambio de bienes diferentes. Sin embargo, en nuestra opinión la plena consolidación de este enfoque, dentro del equilibrio general competitivo, no se ha producido, o mejor dicho, se está produciendo con los trabajos que están llevando a cabo Kiyotaki Moore sobre el intercambio intertemporal, pues “este aparentemente pequeño cambio de acento, desde la clase de bienes al tiempo de los bienes, puede abrir de golpe la caja negra de la teoría monetaria” (Moore, November, 2000).

Pensemos en un bien homogéneo y en tres agentes (I, II y III) cuyas disponibilidades y demandas se manifiestan en diferentes momentos de tiempo. Cada agente tiene la disponibilidad del bien (ahorro) durante un período y demanda el bien para realizar un proyecto de producción (inversión) durante dos. El agente I inicia la inversión en los momentos, 1, 4, 7, 10... y obtiene el producto de su inversión en los momentos, 3, 6, 9, 12... con lo que ahorra durante un período, 3-4, 6-7, 9-10... e invierte durante el 1-3, 4-6, 7-9, 10-12...; el agente II, por su parte, ahorra durante el período 1-2, 4-5, 7-8,10-11... e invierte durante el 2-4, 5-7, 8-10..., y finalmente, el agente III ahorra durante el 2-3, 5-6, 8-9, 11-12... e invierte durante el 3-5, 6-8, 9-11..(fig.1). El problema de casar en el tiempo las disponibilidades y necesidades del bien entre los distintos agentes es aparentemente similar al del intercambio puro de bienes, pero hay una diferencia importante, en este intercambio el tiempo lo es todo, cada agente adquiere un compromiso temporal y las equivalencias han de expresarse en tiempo, pues el bien intercambiado es siempre el mismo. Por lo demás, suponemos competencia perfecta, ausencia de riesgo e incertidumbre.

La dificultad de ajuste en este supuesto es consecuencia directa de la indivisibilidad del tiempo, porque falta la coincidencia en el tiempo del comienzo y el fin de los planes de inversión y ahorro de cada par de agentes. Será necesario el intercambio temporal para que se haga posible la

compatibilidad de los planes de los tres agentes y que cada uno de ellos disponga de los recursos que necesita para su inversión en el momento preciso.

El agente I arranca su inversión en el momento 1 y para ello pide prestado, emite papel por el importe de los recursos que necesita, el agente II acude al préstamo, ya que en el momento 1 termina su inversión y dispone de los recursos para prestar, pero, surge ahora un obstáculo, el agente II en el momento 2 desea iniciar su inversión y el préstamo que ha concedido a I no vence hasta el momento 3, ¿qué puede hacer?, la solución será pedir prestado del agente III, mediante la transferencia del documento de préstamo que tiene frente a I. Por su parte, el agente III recupera los recursos de I en el momento 3, al término de la inversión de I, lo que le permite afrontar su inversión. Tenemos así que I invierte gracias a al transferencia de los recursos de II, II gracias a los de III y III gracias a los de I, y el proceso sigue al infinito (figura 1).

Sin embargo, para que los planes de todos los agentes puedan hacerse efectivos es necesario que el papel emitido por I pueda circular y ser aceptado por III, es decir, sea líquido, de lo contrario los planes de II, en el momento 2 no podrían llevarse a cabo. En el supuesto de que este papel no fuera líquido y únicamente fueran posibles los compromisos bilaterales de préstamo, dentro de los límites temporales fijados para la realización de los proyectos de inversión por cada agente, el agente II tendría que esperar para iniciar su inversión al momento 5, ya que en el momento 3, cuando vence el préstamo con I, lo único que puede hacer es prestar los recursos recibidos de I a III para que inicie III su inversión, la cual termina en el momento 5, momento en el que II recibe los recursos e inicia su inversión. La inversión de II termina en el momento 7, que es cuando presta de nuevo sus recursos a I para que pueda iniciar su inversión, el proceso sigue y, de este modo, el agente I puede realizar los proyectos que se inician en los momentos 1, 7..., el II en el momento 5, 11... y el III en los momentos 3, 9... Por el contrario, no pueden realizarse los proyectos siguientes: los que I desearía iniciar en los momentos 4, 10..., II en los 2, 8..., y III en los 6, 12... El número de proyectos susceptibles de inversión se reduce a la mitad por la escasez de liquidez (figura 2), al no poder ser transferidos los recursos en cualquier momento desde los ahorradores a los inversores y suponer la imposibilidad de almacenamiento de los mismos.

De la comparación de estas dos situaciones vemos con claridad que la liquidez establece la diferencia y, a este papel líquido, capaz de soportar compromisos multilaterales, lo llamamos dinero. Kiyotaki y Moore lo definen como “cualquier título emitido a largo plazo y que es

retenido por un número de agente sucesivamente como medio de ahorro a corto plazo (liquidez)”(Kiyotaki y Moore, octubre, 2000); su origen es endógeno, incorpora un crédito y circula por exigencia del intercambio intertemporal. Basta que el título emitido por I, que paradójicamente es el prestatario, merezca la confianza de los demás agentes para que el sistema sea suficientemente líquido y alcance el óptimo, pero si esta confianza no existe la actividad económica se contrae fuertemente, aunque como hemos visto no llega al estado de autarquía.

La confianza de los agentes en el título que circula es justamente lo que le hace ser dinero; si todos los intercambios se realizasen en el presente, no existiría problema de confianza y el dinero no sería necesario, pero en el mundo real todos los intercambios, de bienes diferentes o intertemporales, se llevan a cabo en un lapso temporal que hace impredecible la confianza o credibilidad, llamémosla también fe, en el instrumento de cambio¹⁰. Y, por esta razón, cuando ninguno de los agentes intervinientes en el intercambio intertemporal¹¹ es capaz de suscitar la confianza de los demás hasta el punto de poder emitir títulos que puedan circular como dinero, será necesario ponerse de acuerdo para crear un banco.

En efecto, el papel de un banco consiste en adquirir títulos de capital, de circulación limitada, y vender títulos líquidos a corto que circulan como medio de pago, con lo que, en nuestro ejemplo anterior, gracias al banco las demandas de préstamo a dos períodos se hacen compatibles con las ofertas a un período entre los tres agentes, aún cuando ninguno de los agentes estuviera en condiciones de emitir títulos que incorporaran un compromiso multilateral de pago. El margen de ganancia del banco sería el diferencial entre el rendimiento mayor de los títulos de capital respecto del de los títulos a corto, o prima de liquidez. La gama de títulos desde los menos a los más líquidos es amplia, pero si no hubiera escasez de liquidez no existirían el banco. Por otra parte, la prima de liquidez en este modelo no se debe al riesgo o la incertidumbre¹², es el

¹⁰ Moore afirma que “el maligno es la raíz de todo el dinero”, porque el dinero restaura la falta de confianza entre los agentes económicos y, según Lutero, la pérdida de confianza (trust) que tiene lugar en el paraíso, cuando Eva come la manzana tentada por el maligno (evel), es restaurada por la fe (faith) (Moore, noviembre, 2000).

¹¹ “El poder de un agente para formalizar un compromiso multilateral puede sustituir la falta de compromiso en otro agente. Creemos que esta es la clave de la explicación de por qué la circulación del dinero endógeno es necesaria para dar fluidez a la marcha de la economía” (Kiyotaki y Moore, octubre 2000, p. 5)

¹² Al no depender la prima de liquidez del riesgo ya no es preciso acudir al expediente de una enorme aversión al riesgo para explicar el alto diferencial de rendimiento a favor de las acciones respecto de los títulos de bajo

resultado de la dificultad de casar en el tiempo los planes de inversión de los diferentes agentes, por lo que el banco necesariamente suministra un monto de liquidez equivocado; digamos que el banco restaura en parte, sólo en parte, la ausencia de confianza entre los agentes, aproximando la economía al óptimo.

Además, un aspecto importante a destacar es que el banco en este modelo aparece por la necesidad del intercambio en el tiempo, no es una institución externa superpuesta al proceso económico real. De la misma manera que en Hicks, el banco y el crédito aparecen como una necesidad o exigencia de la circulación que se desenvuelve en un lapso temporal. La liquidez de la que estamos hablando es la que corresponde a un marco de equilibrio y competencia perfecta sin incertidumbre, es una liquidez necesaria incluso para los agentes que toman decisiones de certeza e información perfecta, pero con la salvedad de la ausencia de confianza plena respecto de los compromisos de los demás agentes. La irreversibilidad del tiempo es justamente la que hace necesaria la confianza en los compromisos pactados y, por esta razón, el dinero es crédito y restaura esta confianza, sin embargo, el tiempo en economía también es incertidumbre y el dinero, como vamos a ver a continuación, es igualmente un modo de hacer frente a la incertidumbre.

III.- EL CICLO ECONÓMICO Y LA LIQUIDEZ: UN ANÁLISIS POSTKEYNESIANO.

Del análisis que hemos hecho hasta aquí del papel del dinero en los intercambios, deducimos que el dinero hace posible la divisibilidad de los bienes objeto de intercambio en el tiempo. Si todos los intercambios se realizasen en un instante de tiempo inicial y ningún compromiso quedara diferido en el tiempo, no sería necesario el dinero. El dinero aparece porque las obligaciones y derechos se escalonan a lo largo del período en el que los intercambios tienen lugar, por lo que podemos decir que el dinero es el divisor del tiempo, del tiempo de nuestras obligaciones contractuales. La economía doméstica, en una economía asalariada, estructura por medio del dinero la secuencia temporal de sus ingresos y gastos, el empresario, de igual modo, realiza sus

riesgo. De la misma forma el bajo nivel de ahorro líquido en los trabajadores puede ser debido a que para ellos, a diferencia de los empresarios, la prima de liquidez es baja e inferior a su tasa de preferencia temporal en el consumo (Kiyotaki y Moore, julio, 2001).

planes producción mediante compromisos en dinero - de los cuales el más importante es el pago de los salarios - a través de los cuales establece el vínculo entre el presente y el futuro e, incluso, el Estado también organiza en dinero el tiempo de los flujos presupuestarios y sus obligaciones futuras hacia la sociedad.

En este sentido, la existencia de intercambios en el tiempo exige que la ley sancione la validez de los contratos, imponga el instrumento de cumplimiento de los mismos y facilite la aparición de instituciones encargadas de la compensación de los pagos. Una economía de intercambio y producción es por necesidad una economía monetaria en la que los contratos, su sanción y las cajas de compensación son las tres instituciones básicas asociadas al dinero (Davidson, 1994, p.96). Los mercados y la infinidad de transacciones que en ellos tiene lugar continuamente no serían posibles sin el dinero; si no existiese el dinero habría que inventarle, la letra de cambio es un buen ejemplo histórico de esta necesidad, pero el dinero no siempre proporciona parabienes, puede ser también la fuente de graves perturbaciones económicas.

En la división y aplazamiento de los compromisos monetarios en el tiempo podemos imaginar un horizonte cierto o uno incierto. Cuando los agentes operan en un mundo de certezas, como hemos supuesto hasta ahora, el dinero aparece por la falta de confianza, o falibilidad de los compromisos futuros de otros agentes; el dinero retenido lo es por la necesidad de atender las obligaciones previstas a su tiempo de vencimiento¹³. El volumen de intercambios es previsible y las necesidades de liquidez también, nada induce a pensar que las variaciones en las demandas de liquidez no puedan razonablemente ser atendidas por las instituciones monetarias, desde el momento en que el ritmo de desenvolvimiento normal de la actividad económica entra dentro de parámetros por lo general conocidos¹⁴. Pero, por el contrario, cuando introducimos la

¹³ Los factores objetivos preferentemente determinan esta demanda de liquidez. Estaríamos dentro de la demanda de transacciones de Keynes, el dinero se retiene ante todo por ser “medio de cambio”, no “depósito de valor”.

¹⁴ El modelo de Kiyotaki y Moore admite que las variaciones en la liquidez puede inducir movimientos económicos cíclicos. Una menor escasez de liquidez acompañada de una bajada en los precios de los bienes de capital afecta positivamente a la inversión, las necesidades de liquidez del empresario serán menores, pero por otro lado la inversión recibe el impacto negativo de la caída del precio de los activos. Las variaciones en las disponibilidades de liquidez en consecuencia provocan la inestabilidad del precio de los activos la cual amplía los impulsos cíclicos (Kiyotaki y Moore, julio, 2001).

incertidumbre¹⁵ como un componente esencial en las decisiones, las necesidades de liquidez son impredecibles, dependen del modo en que los agentes perciban la incertidumbre y, por esto mismo, el proceso de reproducción económica, como un proceso de reproducción monetario, puede verse obstaculizado. Estaríamos en presencia del ciclo propio de la economía monetaria de producción¹⁶.

El tiempo de la economía monetaria de producción comprende el intercambio, la producción y la distribución, es el tiempo de la reproducción económica entendida como un flujo circular¹⁷. El dinero es creado de la nada por el sistema bancario para poder cubrir el gasto de los empresarios en la producción de todo tipo de bienes, bienes de inversión y de consumo. Este gasto en salarios, intereses, materias primas etc. genera rentas para los propietarios de los recursos que son gastadas o ahorradas. Si son gastadas los empresarios recuperan el dinero introducido en la circulación y pueden devolver el crédito al banco; el dinero creado es destruido y el tiempo del flujo monetario se corresponde con el de la reproducción económica. Por el contrario, si el dinero es ahorrado, los canales a través de los cuales este ahorro se convierte en gasto pueden dar lugar a que el tiempo de retorno del dinero se dilate respecto del tiempo de la reproducción económica y las empresas se enfrentarán a un aumento de las existencias y dificultades de liquidez. En la medida en que estos espasmos tienen un comportamiento cíclico,

¹⁵ La incertidumbre se refiere a situaciones en las que “los resultados, las probabilidades atribuibles a los resultados, la valoración de los mismos, la causalidad que liga una determinada acción a un resultado y el abanico de acciones alternativas son... desconocidos, en todo o en parte, por el sujeto económico” (Martínez, Valverde. 1996, p.27).

¹⁶ En la economía de Robinson Cursoe podrían darse ciclos de cosechas o producidos por cualquier otra causa natural, pero no ciclos debidos a la utilización del dinero en los intercambios.

¹⁷ Frente a la perspectiva microeconómica del intercambio, que es la que hemos considerado hasta ahora, la idea de reproducción nos sitúa es una perspectiva macroeconómica. Keynes llegó a decir: “es verdad que mientras nos limitemos al estudio de la industria o firma individual, suponiendo que la cantidad total de recursos es constante y, provisionalmente, que las condiciones de otras industrias o firmas no han cambiado, no nos estaremos refiriendo a las características importantes del dinero. Pero tan pronto como pasamos al problema de la que determina la producción y la ocupación del conjunto, necesitamos la teoría completa de una economía monetaria”, y añade: “los puntos de vista cambiantes acerca del futuro son capaces de influir en la situación presente, porque la importancia del dinero surge esencialmente de que es un eslabón entre el presente y el futuro” (Keynes, 1970, p.260 y 261). Parece evidente que en Keynes el análisis monetario relevante es dinámico y macroeconómico, aunque los cuatro motivos que el considera para retener dinero - transacción, precaución, especulación y financiero - se basan en un fundamento microeconómico de comportamiento individual.

decimos que nuestro sistema económico tiende a producir el sin sentido del desempleo cíclico de recursos.

Dos son las posibles fuentes de perturbación cíclica: primero, el desfase entre el momento en que las rentas son ganadas y aquel en el que son gastadas y, segundo, la naturaleza inestable de las decisiones de inversión, “espíritus animales” de los empresarios. En ambos supuestos el dinero juega un papel esencial como medio de hacer frente a la incertidumbre.

La decisión de ahorrar por parte de las economías domésticas en una economía no monetaria no implica ninguna esterilización del poder de compra; los bienes apartados temporalmente del consumo son bienes producidos, y el hecho de que el consumidor decida aplazar el consumo no tiene porque afectar al volumen de producción, aunque si puede afectar a la composición de los bienes producidos. Sin embargo, en una economía monetaria de producción, si el ahorro se materializa en dinero, como depósito de valor, por razones de precaución o porque entra en el circuito especulativo¹⁸, no hay ninguna seguridad para el empresario de poder recuperar el dinero gastado en el tiempo debido para poder devolver el crédito; es la crisis.

En efecto, el dinero retenido conlleva la paralización de la actividad económica y el desempleo, porque su “elasticidad de producción es cero, o en todo caso muy pequeña” y, porque “tiene una elasticidad de sustitución igual, o casi igual a cero” (Keynes, 1970, p.204 y 205). “Los empresarios no pueden aplicar a voluntad trabajo a producir dinero en cantidades crecientes a medida que su precio sube en términos de unidades salario” y “a medida que el valor de cambio del dinero sube, no hay tendencia a sustituirlo por algún otro factor” (Keynes, 1970, p.205).

El dinero, o cualquier otro bien no reproducible, por ejemplo la tierra, para el que la elasticidad de producción y sustitución sea baja, será un buen refugio líquido¹⁹ en épocas de incertidumbre y se convertirán en “un sumidero sin fondo para el poder de compra cuando su demanda

¹⁸ Los dos motivos de demanda de dinero, precaución y especulación, dependen de la función del dinero como “depósito de valor”, en ambos la incertidumbre desempeña un papel importante, pero mientras que el primero es más estable, está relacionado con imprevistos en la marcha normal de los negocios, el segundo no lo es absoluto, es consecuencia y causa de la inestabilidad de los mismos.

¹⁹ “El atributo de liquidez no es, en manera alguna, independiente de estas dos características; porque es improbable que un bien, cuya oferta puede ser fácilmente aumentada o el deseo del mismo desviado sin dificultad por un cambio en el precio relativo, posea ese atributo en la mente del poseedores de riqueza” (Keynes, 1970, p.214).

aumenta” (Keynes, 1970, p.206)²⁰. La doble naturaleza temporal del dinero como flujo, “medio de cambio” y como fondo, “depósito de valor” entra en contradicción consigo misma. Cuanto más es retenido como riqueza menor es la producción y a la postre menor será su valor de cambio, pero no todos los agentes económicos se verán afectados de igual manera; la riqueza de los menos puede muy bien inducir la pobreza de los muchos. El dinero acaba siendo el vehículo de la noria de redistribución de la renta y riqueza en el tiempo, con la peculiaridad de que en cada vuelta tienden a ser más los que bajan que los que suben²¹.

Incertidumbre, liquidez, tiempo y dinero son conceptos paralelos. El aumento de la incertidumbre incrementa la demanda de liquidez y el desempleo aumenta, pero, de igual modo, una mayor incertidumbre va acompañada de una mayor prima de liquidez que frena la inversión y el sostenimiento de un empleo duradero. A Keynes le preocupaba especialmente el hecho de que la prima de liquidez sea elevada, “el hecho de que el mundo sea tan pobre como es en bienes de capital acumulados, después de varios milenios de ahorro individual sostenido se explica.... por las altas primas de liquidez que antiguamente tenía la propiedad de la tierra y que ahora tiene el dinero” (Keynes, 1970, p.214 y 215), y esta preocupación es la que le llevó a explorar en profundidad el nexo entre liquidez y gasto planeado de los empresarios en lo que se conoce como el cuarto motivo para retener dinero, “el motivo financiero” (Keynes, 1937).

El motivo “financiero” se diferencia del motivo “transacción” y “precaución” en que, por un lado, no depende la renta producida sino del gasto planeado y, por otro, no depende de la marcha normal regular de la economía sino de la inestabilidad e incertidumbre de los negocios. Antes de que se produzca la producción y la renta el dinero es demandado para poder desarrollar la actividad planeada²², pero lejos de ser estables los planes empresariales tienden a tener un

²⁰ Si los precios fueran flexibles y los bienes reproducibles duraderos sirvieran de refugio temporal de liquidez, como supone Friedman, un aumento en la demanda de liquidez inmediatamente se traduciría en mayor demanda de estos bienes y el poder de compra no disminuiría, la ley de Say se cumpliría y la oferta crearía su propia demanda.

²¹ La historia del capitalismo nos enseña que los períodos más intensos de predominio de las finanzas, finales del siglo XIX y XX, han coincidido con aquellos en los que la desigualdad ha crecido de forma más acelerada.

²² Este motivo ha sido asociado por Graziani a la “financiación inicial”. La “financiación inicial” cubre el tiempo de producción de los bienes, de inversión y de consumo, mientras que la “financiación final” se refiere a la financiación de la inversión durante el período de vida útil del activo. La primera depende de la creación monetaria, los bancos apuestan con los empresarios, el dinero creado es devuelto y destruido a la venta de los bienes, la segunda es función del ahorro, los ahorradores son los que aportan los fondos necesarios por

comportamiento irregular motivado por su percepción de la incertidumbre. Es una demanda de liquidez “ex ante”, afecta al proceso de producción incluso con antelación a su inicio, ya que la prima de liquidez va a estar influida por esta demanda²³. De forma muy similar a lo que ocurre en el modelo de Kiyotaki y Moore, la demanda de inversión presiona al alza la demanda de liquidez y cuando la prima de liquidez es elevada no es posible realizar toda la inversión planeada²⁴. La incertidumbre de los planes de inversión provoca la inestabilidad en la demanda y en la prima de liquidez y, si no se toman las medidas adecuadas, esta inestabilidad alimentará a su vez la incertidumbre. Podemos concluir que la demanda “transacción” y “precaución” está determinada por la renta y el gasto y que la de “financiación” lo es por los cambios en los planes de gasto (Chick, 1990, p.227-230).

La dirección de los impulsos expansivos y contractivos de la actividad económica es doble, desde los planes de gasto a la liquidez y, desde la liquidez a los planes de gasto. El problema es que ambos impulsos se refuerzan. En la crisis, el aumento de la incertidumbre se traduce en disminución de los planes de gasto y mayor preferencia por la liquidez, el dinero no llega a los empresarios o llega demasiado caro. Y, en el auge, la menor incertidumbre contribuye a la expansión de los planes de gasto y la reducción de la prima de liquidez.

Este es el ciclo propio de la economía monetaria de producción, en el cual el dinero es el regulador del tiempo de la reproducción y, por ello, el tiempo de la demanda y de la oferta de dinero merecen una especial atención. Hemos visto que no podemos confiar en que las necesidades de dinero sean constantes a lo largo del tiempo pero, de igual modo, tampoco podemos dar por supuesto que el sistema bancario sea capaz de responder en tiempo oportuno a estos cambios en la demanda de dinero; en cualquier caso, quizás sea más conveniente hablar de demanda y oferta flujos que fondos.

medio de la suscripción de acciones, obligaciones o la constitución de depósitos y participaciones en intermediarios financieros. En la primera, los bancos actúan como tales, crean dinero, en la segunda, cuando participan, que no siempre lo hacen, se limitan a ser meros intermediarios financieros (Graziani, 1987).

²³ “Es la piedra angular (coping-stone) de la teoría de la liquidez del tipo de interés” (Keynes, 1937, p. 667)

²⁴ No obstante, en este modelo, los bancos compran derechos a largo sobre los recursos ya producidos y venden derechos sobre los mismos a corto, liquidez, en un contexto de competencia, equilibrio y pleno empleo que difiere en muchos aspectos del postkeynesiano.

La consideración del dinero como un fondo, a fecha fija, creemos puede inducir a confusión, ya que la dinámica de la actividad económica encaja mejor con la concepción del dinero como un flujo, y es aquí donde surge el problema de la gestión de la oferta de la dinero. De acuerdo con Kiyotaki y Moore el dinero es crédito y el sistema bancario privado encuentra su razón de ser en esta tarea de ajuste temporal de los planes de gasto, parecería que un modo fácil de instrumentar la respuesta de la oferta a las variaciones de la demanda sería la concesión generalizada de líneas de crédito para que el cliente decidiera en cada momento su necesidad de liquidez. Sin embargo, como advierte Keynes, “el control de la financiación es, en verdad, un poderoso, aunque a veces peligroso, método de regular la tasa de inversión, si bien lo es mucho más cuando es usado como un freno que como un estímulo” (Keynes, 1937, p.248).

La dificultad estriba en que la incertidumbre también influye en la banca privada y esta se mostrará remisa a prestar justamente cuando el fantasma de la recesión aparece, con lo que las expectativas pesimistas se refuerzan y, por el contrario, un horizonte de expectativas optimistas con facilidad deriva hacia la especulación, los precios de los activos²⁵ suben y resulta más interesante apostar a una nueva subida de los mismos que aventurarse en nuevas inversiones. El flujo monetario que alimenta el gasto agregado procederá de los bancos y de las posiciones que se deshacen en el circuito especulativo, nada invita a pesar que un sistema de bancos privados puede actuar con eficacia a la contra del ciclo. La autoridad monetaria pública tiene una pesada carga sobre sus espaldas, es la última responsable de la gestión del tiempo económico²⁶.

IV.- LA GESTIÓN DEL TIEMPO ECONÓMICO: ALGUNOS EJEMPLOS.

La gestión del tiempo económico es el objeto propio de la política monetaria y, desde la perspectiva que venimos defendiendo, es un asunto micro y macroeconómico. La idea de una asignación de recursos estática sólo existe en los libros de texto, el dinero se ocupa de hacer

²⁵ Si estos activos tienen elasticidad de producción cero, o baja, y elasticidad de sustitución alta con el dinero, pero baja con respecto a los bienes producidos, el empleo no acompañará al incremento en la demanda de dinero.

²⁶ Howells señala dos aspectos que están haciendo hoy más difícil la tarea de la autoridad monetaria. Primero, la política de gestión de pasivos de los bancos ha elevado los tipos de interés sobre el dinero y aumentado su demanda y, segundo, la enorme demanda de liquidez que es absorbida por el circuito especulativo, en el que el volumen de transacciones es un múltiplo cada vez mayor de producto mundial (Howells, 2000).

compatibles los planes de gasto de los agentes individuales en el tiempo y de lograr que el nivel de plena ocupación de los recursos sea sostenido. El dinero es además el vehículo privilegiado de redistribución del poder económico y del reparto de rentas. Nada de lo que ocurre en el campo de la economía real es ajeno al dinero en tanto en cuanto la economía es tiempo; pensar que el dinero es neutral, como se hace con demasiada frecuencia, es algo más que un error analítico puede convertirse en un delito cuando las políticas monetarias inspiradas en este concepto arrastran consigo mucho sufrimiento y dolor²⁷.

Hemos de ser muy cautos con el manejo del dinero, lo que hoy puede parecer una virtuosa política, en un abrir y cerrar de ojos, puede llegar a convertirse en la mejor receta para el desastre. De aquí que la importancia del dinero no sea sólo una preocupación de economistas, el hombre de la calle acostumbra también a seguir con mucha atención las cuestiones que denominamos monetarias. Serían ciertamente muy numerosos los ejemplos en los que el interés por el dinero es compartido por los economistas y por el ciudadano no especializado, pero nos limitaremos a considerar, a la luz de la proposición que venimos argumentando de que “el dinero es tiempo”, tres supuestos de gran actualidad: la inflación, los regímenes de convertibilidad del tipo de cambio y la aparición del euro.

La inflación es una situación en la que se produce un desfase claro entre el tiempo del dinero y el de la producción; demasiado dinero corre detrás de demasiados pocos bienes. Se puede entender que la oferta de dinero sea excesiva, pero no es tan fácil entender que sistemáticamente la demanda de dinero sobrepase lo estrictamente necesario, el dinero deja de ser un buen refugio de valor. Es cierto que las demandas imprescindibles de liquidez de economías domésticas y empresarios crecen con la subida de los precios, pero es igualmente cierto que cuando la inflación se convierte en hiperinflación, se reduce hasta donde es posible el monto necesario para las transacciones monetarias.

Un sistema de dinero interno, el que se crea contra la deuda del sector privado, es poco probable que desemboque en hiperinflación, pero cuando el dinero es externo, el creado por el

²⁷ No es este el momento de revisar lo acontecido en la crisis de Méjico de 1994, de Asia 1997, de Brasil y Rusia 1999 y Argentina 2001, pero para cualquier lector avisado será fácil descubrir en los discursos del

banco central cuando compra deuda del estado o divisas, puede ocurrir que entre en la circulación en cantidad excesiva. La lucha entre el estado, los trabajadores, los empresarios y los especuladores por llevarse una mayor parte del producto hace el resto y la inflación se acelera²⁸.

A la postre todos pierden, o las pérdidas acaban sumando más que las ganancias en procesos acelerados de inflación, y la prima de liquidez, que como hemos visto es la variable estratégica del tiempo económico²⁹, deja de ser un referente claro para los planes de gasto e inversión. Y esto es así, porque el horizonte de la demanda de dinero no es homogéneo, no es lo mismo el período entre el cobro de los salarios y el gasto de la renta en bienes de consumo, o el que corresponde a los desajustes de tesorería en el normal desenvolvimiento de los negocios, que el horizonte de tiempo del motivo precaución y muchos menos del especulativo o del financiero.

La prima de liquidez que los agentes económicos asignan en cada uno de estos supuestos no puede ser la misma cuando hay expectativas de inflación³⁰. El hecho de que en períodos de alta inflación el interés real del dinero haya llegado a ser negativo tiene mucho más que ver con el horizonte temporal del motivo transacción, para economías domésticas y empresarios, que con el de especulación, ya que la volatilidad de este último llevaría en estas circunstancias a una salida inmediata del dinero, en busca de activos refugio, lo cual no es posible en el primer caso³¹. Y, de la misma forma, es de esperar también que la demanda financiera se contraiga en épocas de inflación, porque la inflación acorta el período el que los empresarios desean verse comprometidos por las nuevas inversiones. Es muy probable que todavía el interés nominal sirva de guía a los planes empresariales medidos en dinero, pero será un mal indicador, el tipo real

Fondo Monetario Internacional (FMI) o del Banco Mundial (BM) una posición cercana a esta idea de neutralidad (Stiglitz, 2002).

²⁸ El señoriaje es la parte del estado y evoluciona con el proceso inflacionario. Al principio crece, los planes privados de liquidez se ajustan con retraso, enseguida descende, tiene lugar un ajuste en las tenencias líquidas y la velocidad de circulación del dinero aumenta, este aumento acelera la inflación y el coste de reducir la liquidez imprescindible llega a ser tan alto que supone la vuelta al trueque, el señoriaje crece de nuevo. (Agradezco estas observaciones al prof. Arce Hortigüela, London School of Economics y Universidad de Burgos).

²⁹ La escuela austríaca desarrolló el concepto de capital asociado al tiempo de la utilización de métodos indirectos de producción, de lo que se deduce que la prima de liquidez influye en la duración del período rentable de la inversión (Hicks, 1976).

³⁰ El supuesto de estabilidad de los precios en Keynes evitaba este problema de la heterogeneidad del horizonte temporal de la demanda de dinero (Chick, p.345).

puede oscilar ampliamente, y estos planes se reducirán al mínimo con índices crecientes de inflación.

Si una inflación estable y moderada, que incentive al empresario y a los agentes más dinámicos y facilite la redistribución razonable de rentas que todo desarrollo económico exige, puede ser un buen marco en el que llevar adelante las reformas estructurales necesarias, una inflación alta, inestable y acelerada es siempre un mal económico. La autoridad monetaria ha de ser muy vigilante, pues tiene en sus manos provocar lo mejor y lo peor que el dinero puede dar. Es probable que su eficacia sea mayor en evitar las consecuencias negativas que en hacer realidad un buen desempeño económico, en todo caso podemos decir que se mueve en el filo de la navaja, al tiempo que ha de controlar la inflación ha de prestar también extrema atención para que el exceso de rigor monetario no seque la economía.

Por desgracia no son infrecuentes los ejemplos en los que esto ha ocurrido. Un ejemplo manifiesto de este rigor son los sistemas de “convertibilidad” o “cajas de conversión”. El sistema de convertibilidad más común es aquel en el que el país que aplica este sistema no renuncia a su moneda, pero la emisión de la misma queda anclada en una proporción determinada a la moneda de referencia que suele ser el dólar. La base monetaria o las reservas del sistema bancario han de mantener una proporción fija, lo normal es que sea del 100%, con los activos poseídos por el país denominados en esta divisa. En otros supuestos más extremos se llega a la desaparición de la moneda propia y la moneda extranjera de referencia circula con todas las garantías jurídicas³².

Ahora bien, ya se trate de una convertibilidad limitada y de una dolarización extrema, este sistema supone la renuncia por parte del país a gestionar el tiempo económico, se pide prestado un reloj ajeno porque se desconfía en la capacidad de poner en hora el propio, lo que implica la renuncia a la política monetaria y al ajuste del tipo de cambio. Por lo general la “convertibilidad” se implanta como una solución a un proceso de hiperinflación, pero si es malo que el reloj se adelante, en la mayoría de los casos, es mucho peor que esté parado.

³¹ La libertad de movimiento de capitales, que se ha producido en la última década del siglo XX, ha convertido al dólar en un excelente refugio.

³² Argentina adoptó en 1991 este sistema de “convertibilidad” y fijó la paridad peso dólar en la unidad, Ecuador ha adoptado este sistema en el año 2000 y Panamá está dolarizado.

La historia del patrón oro es rica en experiencias en las que el reloj del tiempo del dinero se adelanta o detiene por accidentes externos. Por ejemplo la instauración del patrón oro en Gran Bretaña en 1816 a la salida de la inflación ocasionada por las guerras napoleónicas se tradujo en una deflación del 30% hacia 1819, y, cuando en 1850 la ley Peel estableció la paridad fija entre la libra esterlina, esta ley fue bien vista por los economistas, pues la coyuntura alcista de los ferrocarriles coincidió con el aumento en la producción de oro en California, Rusia y Australia. La pregunta que nos tenemos que hacer por tanto es si los sistemas de convertibilidad operan a favor o en contra del tiempo económico del país.

En el primer momento de su implantación, los efectos suelen ser favorables ya que los beneficios son inmediatos. La inflación se corta de raíz, el tipo de cambio se estabiliza, los negocios reaccionan positivamente y hasta parece que de la noche a la mañana se han resuelto los problemas estructurales, todo el mundo se siente seguro con su nueva moneda y los capitales golondrinos vuelven al país. Sin embargo, bajo esta apariencia benévola la realidad suele ser bastante más áspera y tenaz, el estado pierde los derechos de señoría, el coste del dinero para el país se exagera, pues los activos en moneda extranjera colocados a riesgo mínimo tienen un rendimiento muy inferior al de los préstamos a través de los cuales en dinero de referencia entra en el país y, lo que es más importante, el nivel de endeudamiento tiende a crecer por encima de lo razonable, sobre todo si se trata de una nación grande y con un sector externo pequeño respecto de su producto bruto. Nada más lejos de la realidad que el prometido descenso en la prima de liquidez, el riesgo país tiende a aumentar y la sobrevaloración del tipo de cambio se encarga del resto. Los planes de inversión locales no pueden salir adelante por el coste financiero y cambiario y el país se transforma en el paraíso de las multinacionales, que se endeudan en dólares y venden en dólares en los mercados internacionales, y también de la burguesía del país, que puede permitirse el lujo de comprar y viajar al extranjero. El inconveniente es que los paraísos no suelen durar eternamente, llega un momento que el sistema es insostenible, cuando se ha llegado al límite de la capacidad de endeudamiento externo, el reloj del dinero externo deja de funcionar y la economía también. En estas circunstancias, la vuelta a la moneda propia acostumbra a poner al descubierto la necesidad urgente de acometer las reformas estructurales y de afrontar las reformas políticas necesarias para que la gestión monetaria sea eficaz.

El efecto de la “convertibilidad” acaba teniendo el enorme coste de la pérdida de varios años en la buena senda del desarrollo económico, no obstante, hay un hecho que no podemos soslayar cual es el poder monopolístico de determinadas monedas en las finanzas y mercados internacionales. En una economía globalizada, a medio plazo la alternativa no parece ser la convertibilidad sino la construcción de uniones monetarias viables.

La Unión Europea es un ejemplo privilegiado de unión monetaria, por su potencial económico y alto desarrollo de su estructura institucional. La aparición del euro ha levantado muchas esperanzas en el sentido de que la moneda europea pueda constituirse en poder compensador frente al dólar, de tal suerte que el tiempo monetario de la economía mundial deje de estar regulado en exclusiva por la moneda de EU³³, y esta circunstancia deje de proporcionar una ventaja financiera considerable al gobierno, empresas y ciudadanos estadounidenses sobre las monedas de otras áreas.

El área de una moneda está compuesto por el territorio de su circulación legalmente obligatoria y el del mercado internacional. Dentro del mercado nacional cada moneda disfruta de un monopolio legal³⁴ y en el mercado internacional las monedas compiten dando lugar a estructuras de competencia imperfecta, monopolio natural, duopolio u oligopolio, veamos por qué.

El dólar hoy en día podemos decir que goza de situación parecida a un monopolio natural³⁵, ya que cuando una moneda llega a ser dominante se tiende a autoalimentar el proceso. Su liquidez aumenta, el diferencial comprador vendedor se reduce y los costes de transacción también, además es más barato negociar en los mercados internacionales con una moneda que con varias, porque el volumen de liquidez necesario es menor. La divisa predominante se beneficia de economías de escala y todas las fuerzas parece que convergen en la misma dirección hacia la

³³ Desde el final de la segunda guerra mundial la regulación y desregulación de los mercados financieros, su desmesurado crecimiento y su proceso de internacionalización ha estado dominado por la política monetaria y los cambios en la regulación del sistema financiero en EU (Palazuelos, 1998).

³⁴ En un principio, tras la aparición de los estados nacionales en Europa, la moneda fue privada, cada banco emitía sus propios títulos que circulaban, pero los costes de transacción del cambio de divisas y el crecimiento de los gastos por encima de los ingresos en el presupuesto estado llevaron a la creación de un banco nacional y a la unificación nacional de las monedas. La mayor parte de los procesos de unificación de la moneda dentro de una nación tuvieron lugar en el siglo XIX.

³⁵ A continuación voy a comentar algunas ideas de Alan Greenspan recogidas por Guillermo de la Dehesa (Dehesa, 2002).

aparición de un monopolio que, a pesar de ello, nunca llega a ser completo. El límite de este estatus de privilegio se encuentra en la competencia con los monopolios legales de cada zona y en las ventajas de la diversificación de carteras. Cuantas más áreas monetarias se formen y más fuertes sean, tendremos un mundo más democrático desde el punto de vista financiero y los inversores disfrutarán de mayores oportunidades para repartir los riesgos entre distintas monedas³⁶.

En los tiempos que corren no es probable a corto plazo que el liderazgo del dólar en la economía mundial se tambalee, pero no es menos cierto que la economía de EU representa día a día un menor porcentaje del producto mundial. El poder monetario y financiero estadounidense es muy grande, los precios de los productos energéticos, minerales y materias primas se fijan en dólares y los movimientos y balanzas de capital, dominados por el dólar, se imponen a los intercambios comerciales, pero también es cierto que EU es hoy la nación con mayor volumen de endeudamiento externo. La economía internacional sigue marcada por el dólar, pero el euro se abre poco a poco paso y es de esperar que en otras zonas vayan surgiendo otras monedas fuertes y estables³⁷, que equilibren la regulación del tiempo económico y hagan realidad, en beneficio de la mayoría, el descenso de las primas de liquidez y el impulso a la inversión, sobre todo en las naciones en desarrollo que son las que más lo necesitan.

BIBLIOGRAFÍA

ARISTÓTELES (1942): *Moral, a Nicómaco*. Espasa Calpe. Madrid.

COASE, R. (1937): *The Nature of the Firm*. *Económica IV*, p. 386-405.

CHICK, V. (1990): *La macroeconomía según Keynes*. Alianza. Madrid.

³⁶ La distribución del riesgo de una cartera en divisas tiene algunos beneficios derivados de la gran liquidez de estos mercados, los bajos costes de transacción y del hecho de que las tendencias al alza o la baja no se acumulan, por definición el precio medio de todas las monedas tiene que ser cero.

³⁷ Una moneda puede ser fuerte y estable, como el franco suizo, pero no ser útil como vehículo de liquidez internacional. Para que esto ocurra son necesarias tres condiciones: volumen grande de producción, volumen grande intercambios comerciales y mercados financieros amplios y abiertos. La mayoría de las naciones actuales por si solas nunca podrían pensar en disponer de una divisa con estas características.

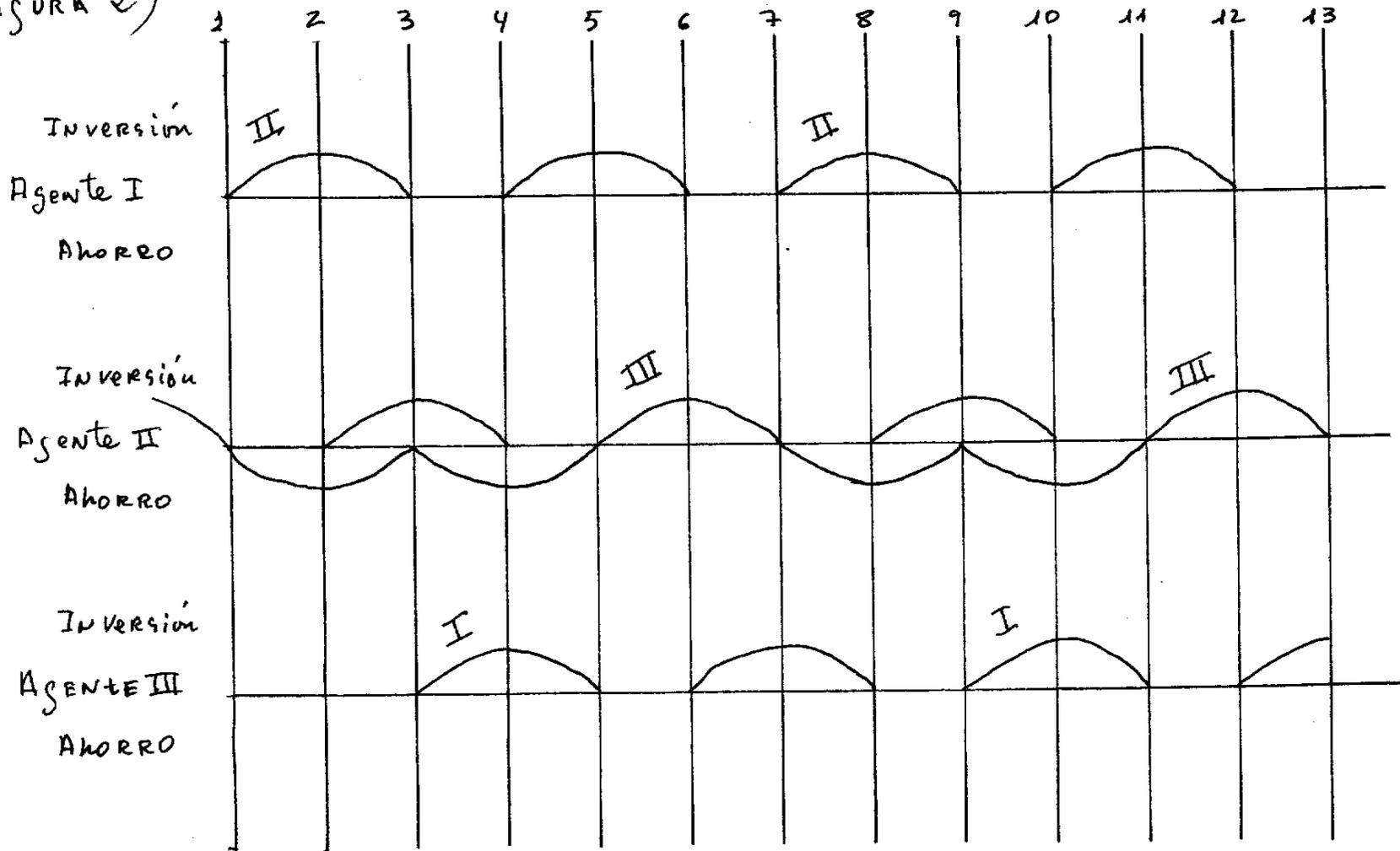
- DAVIDSON, P. (1994): *Postkeynesian Macroeconomic Theory*. Edward Elgar. Cambridge. UK.
- DEHESA, de la G. (2002): *¿Será el euro la moneda internacional dominante?*. El País, 2 de enero de 2002.
- GARRIGUES, J. (1975): *Contratos bancarios*. Segunda edición. Editor. Joaquin Garrigues. Madrid.
- GRAZIANI, A. (1987): *Keynes Finance Motive*. Economies et Sociétés. nº 9 p. 23-42.
- HICKS, J. (1970): *Ensayos críticos sobre teoría monetaria*. Ariel. Barcelona.
- HICKS, J. (1976): *Capital y tiempo*. Fondo de cultura económica. Méjico.
- HOWELLS, P. (2000): *Endogenous Money in a Speculative World*. Conferencia impartida en Junio en la Universidad de Burgos.
- KEYNES, J.M. (1937): *Alternative Theories of The Rate of interest*. The Economic Journal, 47.
- KEYNES, J.M. (1937): *The Ex Ante Theory of The Rate of interest*. The Economic Journal, 47.
- KEYNES, J.M. (1970): *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de cultura económica. Méjico.
- KIYOTAKI, N. y MOORE, J. H. (JUL. 2001): *Liquidity, Business Cycles, and Monetary Policy*. Documento de trabajo. London School of Economics.
- KIYOTAKI, N. y MOORE, J. H. (OCT. 2000): *Inside Money and Liquidity*. Documento de trabajo. London School of Economics.
- MARTINEZ SANCHEZ, J, M. y ARCE HORTIGÜELA, O. (2000): *Una revisión crítica del concepto de señoría*. VII Jornadas de Economía Crítica. Albacete, 3 a 5 de febrero de 2000.
- MARTINEZ SANCHEZ, J.M. y VALVERDE GOMEZ, V.A. (1996): *Inestabilidad financiera y crisis en la economía actual*. Pirámide. Madrid.
- MOORE, J. H. (NOV. 2000): *Evil is the Root of all Money*. Inaugural Lecture, University of Edinburgh.
- PALAZUELOS, E. (1998): *La globalización financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Síntesis, Madrid.
- SCHUMPETER, J. A. (1971): *Historia del análisis económico*. Ariel. Barcelona.

STIGLITZ, J. (2002): *Las lecciones de Argentina*. El País, 10 de enero de 2002.

WALRAS, L. (1987): *Elementos de economía política pura (o teoría de la riqueza social)*. Alianza. Madrid.

INTERCAMBIO Intertemporal con restricciones de liquidez

(Figura 9)

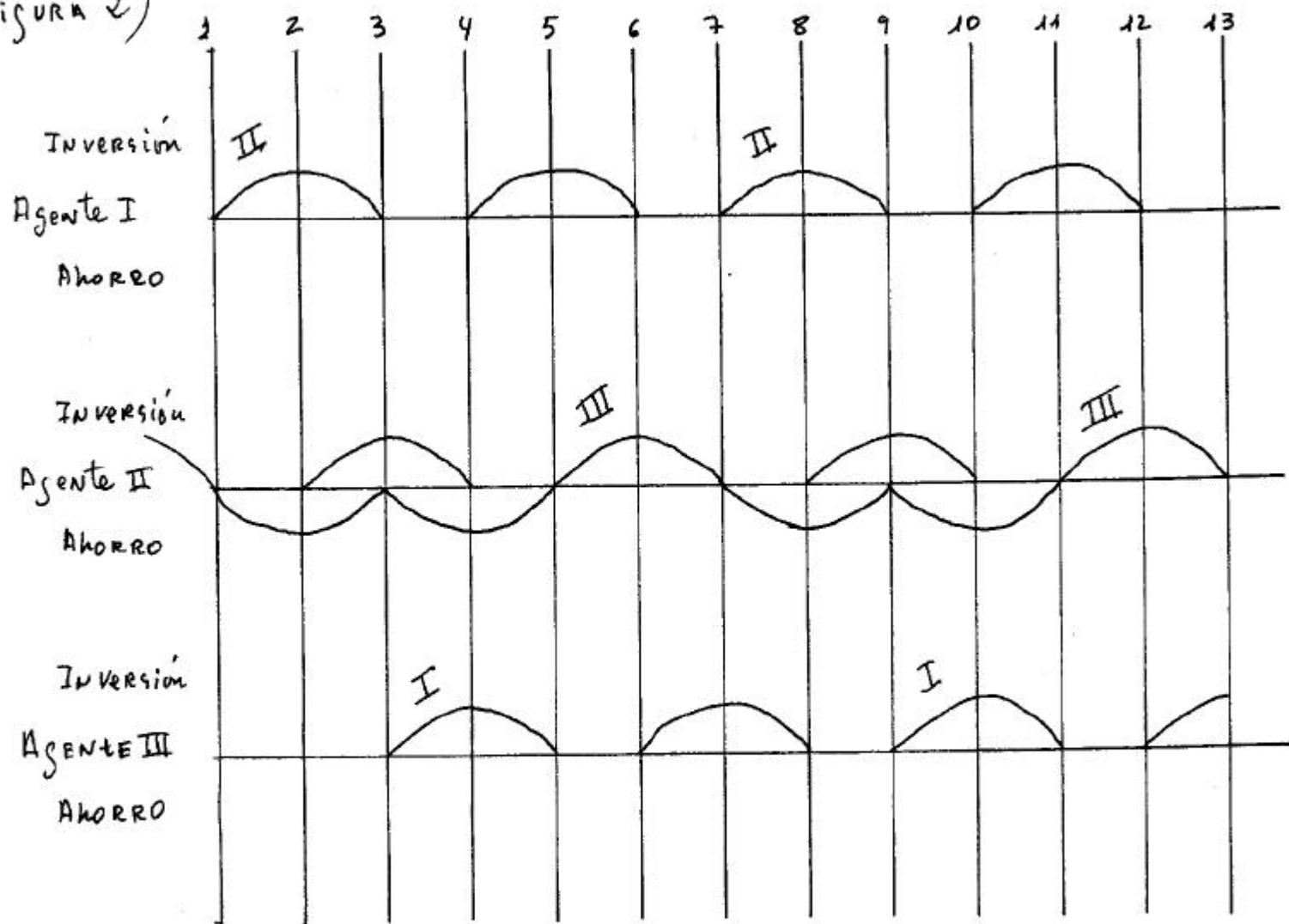


1, 2, 3, ... momentos de inicio y terminación de los planes de inversión

los planes de inversión se realizan con los recursos del agente I, II y III según se indica. los que no tienen indicación no se pueden realizar al no poderse transferir los recursos.

INTERCAMBIO Intertemporal con restricciones de liquidez

(Figura 9)



1, 2, 3, ... momentos de inicio y terminación de los planes de inversión

los planes de inversión se realizan con los recursos del agente I, II y III según se indica. los que no tienen indicación no se pueden realizar al no poderse transportar los recursos.

