

EL ORIGEN DEL DINERO ESTÁ EN EL TIEMPO

José M^a Martínez Sánchez*

Fecha de recepción: 18 de marzo de 2003

Fecha de aceptación y versión final: 19 de junio de 2004

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 entendido como un 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 concepciones y muchas erróneas interpretaciones, a veces acompañadas de políticas económicas catastróficas, al estar 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 a continuación, 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.

El punto de partida de nuestra reflexión será, siguiendo a Kiyotaki y Moore (2000), el funcionamiento de una economía sin dinero, a fin de poner de manifiesto cómo y por qué el dinero es un requisito imprescindible para que el sistema económico pueda alcanzar un mayor nivel de eficacia. Nuestro objetivo será demostrar que, a partir de una economía no monetaria, el dinero surgirá como la

* Universidad de Burgos. c.electrónico: jmmsh@ubu.es

mejor alternativa a la organización eficaz del tiempo y la incertidumbre. 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 un contexto macroeconómico. 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 aledaños, 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 esta última ha sido llevada a cabo, muchas veces, con mayor agudeza por los hombres prácticos, incluidos los 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 y controversias. 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, hasta que las formas primitivas de las instituciones económicas no se han transformado en las más diferenciadas del capitalismo avanzado, no hemos podido descubrir aspectos del dinero, que sorprendentemente se nos habían mantenido ocultos.

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 curso 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.

A este propósito y para arrancar de una base firme, comencemos con Aris-

tóteles ("Ética o Moral a..", libroV, cap V). En el principio tenemos la necesidad y la mercancía, de donde surge el intercambio, por no coincidir en el mismo individuo la 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 ni 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 implícito, trueque², 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, "instrumento de cambio", y se retiene como riqueza, "garantía para un cambio futuro", 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

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).

a los agentes establecer de forma directa y objetiva las equivalencias de intercambio y por supuesto tampoco existe ningún problema de divisibilidad ni de apropiabilidad de los bienes; 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 cumplir.

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 seguiría así el expediente metodológico de correr el velo del dinero para investigar la pura lógica del intercambio³, lo cual, aunque en principio pueda parecer correcto, si prestamos un poco más de atención podremos descubrir enseguida los fallos de este modo de proceder.

En primer lugar, las funciones de utilidad y producción en las que el dinero no es un argumento de las mismas no son equivalentes a aquellas en las que sí lo es; el entorno físico de las decisiones económicas - preferencias, recursos, tecnología y estructura de la información disponible - se transforma profundamente con la incorporación del dinero. Y, en segundo lugar, las reglas que regulan el intercambio y el concepto de equilibrio no pueden dar supuesto el dinero sino explicar su existencia y naturaleza⁴ (Wallace, 1998).

Por esta causa, es comprensible que Walras, 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), incorporara en la sección VI la teoría de la circulación y el dinero. Era consciente de que para, aproximarse mejor a la realidad, el concepto de "numerario" o mero patrón de cambios no bastaba, 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. El dinero entra así en las funciones de utilidad y producción como un bien más 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.

Además, en su lección 33 se pregunta por las formas del dinero y hace un análisis de la relación entre la moneda y el dinero fiduciario⁵, en términos de uti-

³ La teoría monetaria más ortodoxa es lo que ha venido haciendo al explicar los precios relativos por el modelo competitivo y el nivel de precios por la teoría cuantitativa.

⁴ Esta es como hemos visto la forma de razonar de Aristóteles y también de la moderna teoría monetaria. El dinero, en sus diversas formas, nace como una exigencia del intercambio y su existencia modifica el comportamiento de los agentes económicos que participan en dicho intercambio. Como dice Wallace (1998.): "el dinero no debe ser un elemento previo a la teoría monetaria" y, por ello, "en el espíritu de no usar el dinero como un término previo, (las) tres funciones (del dinero) han de ser examinadas no como funciones del dinero, sino como observaciones que deberíamos explicar".

⁵ "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).

lidad ganada por la mayor disponibilidad de metales preciosos para usos industriales y ornamentales, para concluir que el dinero fiduciario - créditos contables, efectos comerciales, billetes de banco y cheques - no perturba la validez general de "la llamada teoría cuantitativa, es decir, la ley de la proporcionalidad inversa entre el valor del dinero y su cantidad".

De este modo, la distinción entre "numerario", "moneda" y "fiducia" permite a Walras desarrollar una teoría del equilibrio general en la que la teoría monetaria está integrada plenamente en una teoría del proceso económico⁶; las formas que adopta el dinero se derivan de las conveniencias del intercambio y el dinero entra en las funciones de comportamiento de los agentes. Todo ello supuso ciertamente un avance considerable respecto del pensamiento acerca del dinero de las mejores cabezas de la ciencia económica de su tiempo⁷, demasiado atadas a la idea de la neutralidad del dinero, aún cuando ya desde mucho antes los hombres prácticos fueron conscientes de la necesidad de vincular el dinero al tratamiento del equilibrio de intercambio. Sin embargo, el procedimiento que sigue en su explicación 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 deseados⁸.

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. No obstante, es evidente que el dinero aparece en su sistema ligado al tiempo real de los intercambios; ¿cómo entender de otra manera su consideración del dinero fiduciario en el mismo plano que la moneda, a pesar de que por definición incorpora un derecho de crédito,?. Y, del mismo modo, el tiempo esta 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.

⁶ El modo habitual era describir el proceso económico real y sus funcionamiento para posteriormente incorporar de forma separada el dinero y su funcionamiento.

⁷ "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).

⁸ 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.

En resumen, parece decirnos Walras que, si en una sociedad estacionaria 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 ambas formas tratan de dar respuesta a 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 dinero⁹, 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; si una manzana se puede comer pero un derecho sobre una manzana no, 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 - según la ley de la misma - y en el papel moneda o en el dinero bancario la garantía depende de la credibilidad de la autoridad emisora. En cualquier caso, en mi opinión, tanto la moneda como el dinero fiduciario son títulos valores que entran en la circulación a partir del crédito que el emisor otorga al tenedor y que, en contrapartida, suponen la puesta a disposición del tenedor un documento de crédito, pasivo para el emisor y activo para el tenedor, con un alto grado de credibilidad circulatoria, del cual se deriva el derecho del portador para adquirir bienes en el futuro mediante su transmisión. 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 sí¹⁰ y, por lo mismo, 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 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

⁹ Wallace (2000) distingue entre dinero interno y externo: "dinero interno es una forma de crédito privado y dinero externo, por el contrario, es un activo neto para la economía como un todo".

¹⁰ La cuantía del señoriaje será la diferencia entre el coste de producción de la moneda, papel o depósito bancario y su poder de compra, que se manifiesta a lo largo del tiempo en el que estos títulos son puestos en circulación y utilizados en pago, ya que las variaciones en el nivel de precios pueden modificar dicho poder de compra. Sin embargo, no siempre que se crea dinero hay señoriaje; el crédito que la autoridad monetaria otorga al Estado puede consistir en una transferencia definitiva de recursos o señoriaje, cuando el Estado, al no ser constreñido a su devolución, adquiere bienes de forma definitiva con el dinero recibido de la autoridad monetaria, pero, por el contrario, cuando un banco central o un banco privado conceden créditos para ser devueltos en una fecha posterior, el dinero creado es posteriormente destruido y no se produce esta transferencia definitiva de recursos objeto del señoriaje. En este caso, el dinero es utilizado para poner en marcha un proyecto productivo, pero no para adquirir bienes finales y, por lo mismo, el crédito al consumo sería equivalente al crédito que recibe el empresario, al no suponer tampoco una transferencia definitiva de recursos (Martínez Sánchez y Arce Hortigüela, 2000).

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, a 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 pago¹¹. 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 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 quedarán canceladas, pues suponemos que en ese día de feria se agotan todas las posibilidades de intercambio, es decir, no se abrirá una nueva feria al día siguiente que enlace con los intercambios pendientes del día anterior (Hicks, 1970).

Este es un claro ejemplo en el que descubrimos la verdadera naturaleza económica del dinero. El dinero es siempre un pasivo para el que lo emite y activo para su tenedor, su naturaleza es endógena y entra en la circulación en pago de un crédito, de disponibilidad de tiempo, porque es justamente esta disponibilidad del tiempo la que nos permite hacer frente al problema de la ausencia de doble coincidencia entre las necesidades intervinientes en el mercado; el dinero hace posible el tiempo de búsqueda y hace divisibles los bienes, al abrir la posibilidad del intercambio multilateral y de la fragmentación en el tiempo los compromisos de pago. En la medida en que los intercambios requieren un tiempo de búsqueda y la producción necesita tiempo para su realización, el dinero, en cuanto forma de crédito fácilmente transferible entre los agentes económicos, surge de la necesidad de organizar eficazmente el tiempo. Los costes de transacción del trueque o la información imperfecta son obstáculos al intercambio que el dinero permite salvar gestionando de forma más eficaz el tiempo y el grado de confianza en el cumplimiento de los compromisos aplazados.

¹¹ 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 concediendo un crédito a la sociedad por la utilidad de los bienes que pudiera adquirir y de momento no adquiere, 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.

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).

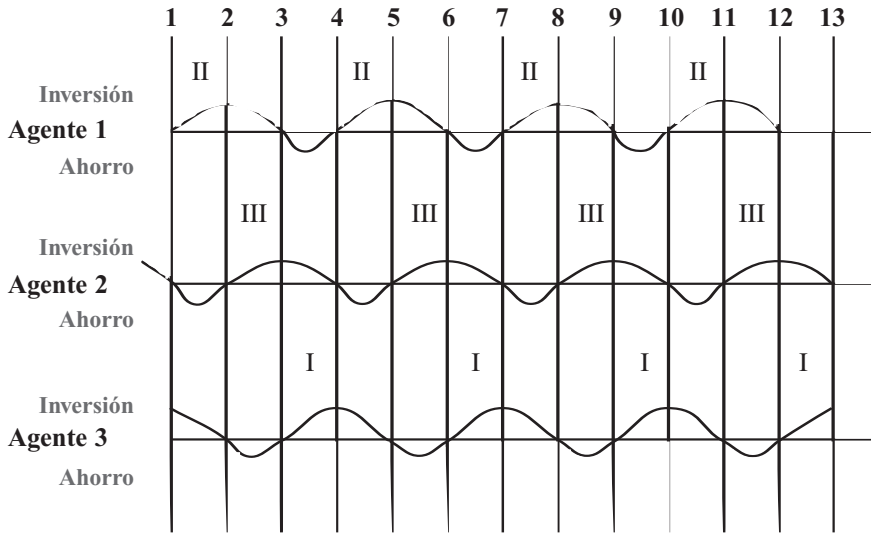
Pensemos en un bien homogéneo y en tres agentes (I, II y III) cuyas disponibilidades y demandas se manifiestan en diferentes momentos de tiempo. Cada agente tiene la disponibilidad del bien (ahorro) durante un período y demanda el bien para realizar un proyecto de producción (inversión) durante dos. 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.

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).

Figura 1. Intercambio intertemporal sin restricciones de liquidez

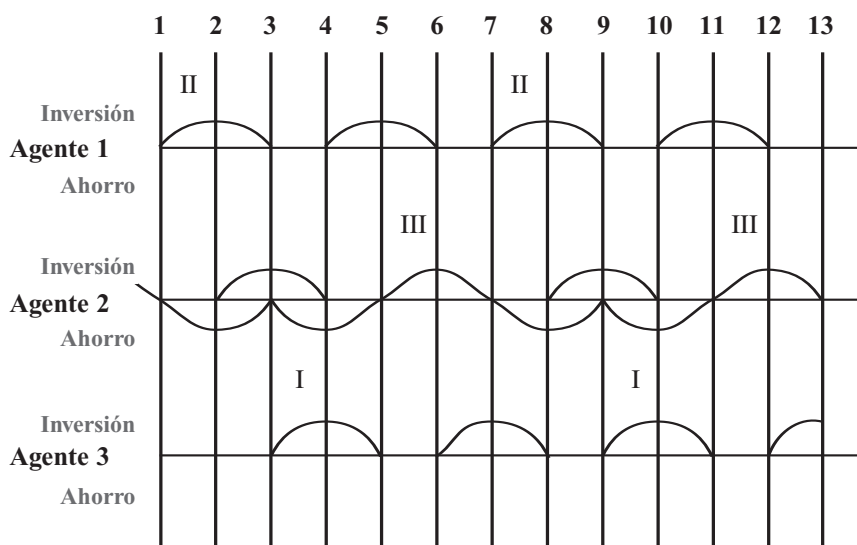


1, 2, 3, 4: momentos de inicio y finalización del periodo de inversión y ahorro
 I: recibe los recursos de II; cuando termina la inversión de II empieza la de I
 II: recibe los recursos de III y III de I.

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 proyec-

tos susceptibles de inversión se reduce a la mitad por la escasez de liquidez (figura 2), ya que no pueden ser transferidos los recursos en cualquier momento desde los ahorradores a los inversores y suponemos que tampoco pueden ser almacenados¹².

Figura 2. Intercambio intertemporal con restricciones de liquidez



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 II, según se indica. Los que no tienen indicación no se pueden realizar al no poderse transferir los recursos.

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 agentes 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 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

¹² Si admitimos la posibilidad de almacenamiento las posibilidades de inversión serían mayores pero tampoco se alcanzaría el óptimo correspondiente a la situación anterior de ausencia de restricciones de liquidez.

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 y/o intertemporales, se llevan a cabo en un lapso temporal que hace necesaria la confianza o credibilidad, llamémosla también fe, en el instrumento de cambio¹³. Y, por esta razón, cuando ninguno de los agentes intervinientes en el intercambio intertemporal¹⁴ 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, o prima de liquidez, sería el diferencial entre el rendimiento mayor de los títulos de capital respecto del de los títulos a corto. 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 directamente al riesgo o la incertidumbre¹⁵ sino a la falta de confianza y a la dificultad de casar en el tiempo los planes de inversión de los diferentes agentes, por lo que el banco nunca podrá suministrar un monto de liquidez óptimo; digamos que el banco restaura en parte, sólo en parte, la ausencia de confianza entre los agentes, aproximando la economía al punto de máxima eficiencia.

Además, un aspecto importante a destacar es que la existencia del banco en este modelo es explicada 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 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.

Tenemos, por tanto, que desde una perspectiva microeconómica, de puro intercambio, la explicación del dinero se encuentra en el tiempo y en la incertidumbre o la falta de confianza entre los agentes; los precios relativos no pueden

¹³ 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 (evil), es restaurada por la fe (faith) (Moore, noviembre, 2000).

¹⁴ "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).

¹⁵ 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 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).

ya ser explicados al margen del dinero, éste entra como argumento en las funciones de comportamiento y aparece como un elemento necesario al establecer las condiciones de equilibrio de intercambio entre los agentes y, desde luego, las formas que adopta el dinero no son ajenas a estos presupuestos¹⁶. Gracias al dinero podemos obtener resultados que no se alcanzarían de otro modo, pero su consideración tiene otra consecuencia importante; nos saca de la microeconomía estática y nos introduce en una microeconomía dinámica, con ganancias indudables de realismo y mejores posibilidades para la integración entre la teoría micro y macroeconómica.

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, lo que arrastra consigo incertidumbre acerca del cumplimiento de dichos pactos; podemos decir que el dinero es el divisor del tiempo de nuestras obligaciones contractuales y el restaurador de nuestra confianza. 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 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 son difíciles de concebir sin el dinero; si no existiese el dinero habría que inventarlo, 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

¹⁶ Por ejemplo el hecho de que las tarjetas de crédito puedan ser comprobadas al instante aumenta la confianza, debido al mejor conocimiento de las historias personales de los intervinientes en el intercambio, e implica mayor eficiencia en los resultados del mismo (Wallace, 2000).

podemos imaginar un horizonte más o menos cierto. Desde un punto de vista macroeconómico, el volumen de intercambios puede ser más o menos previsible y, de igual modo, las necesidades de liquidez, cuando el ritmo de desenvolvimiento de la actividad económica entra dentro de parámetros por lo general conocidos, nada induce a pensar que las variaciones en las demandas de liquidez no puedan razonablemente ser atendidas por las instituciones monetarias¹⁷. Pero, por el contrario, cuando introducimos estados de gran incertidumbre¹⁸, las necesidades de liquidez son impredecibles, dependen del modo en que los agentes perciban la incertidumbre y, por esto mismo, el proceso de reproducción macroeconómico, como un proceso de reproducción monetario, puede verse obstaculizado; estaríamos en presencia del ciclo propio de la economía monetaria de producción¹⁹.

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 circular²⁰. 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 y atesorado, 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

¹⁷ El modelo de Kiyotaki y Moore admite que las variaciones en la liquidez pueden 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).

¹⁸ 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).

¹⁹ 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.

²⁰ 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 pero, como hemos visto, la más reciente teoría monetaria está rompiendo con esta consideración exclusivamente macroeconómica del dinero.

comportamiento cíclico, 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 sí puede afectar a la composición de los bienes producidos entre consumo e inversión. 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 especulativo²¹, 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 líquido²² en épocas de incertidumbre y se convertirá en "un sumidero sin fondo para el poder de compra cuando su demanda aumenta" (Keynes, 1970, p.206)²³. 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

²¹ 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.

²² "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).

²³ 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.

muchos. El dinero acaba siendo el vehículo de la noria en la que unos suben y otros bajan en el nivel de la renta y riqueza a lo largo del tiempo, con la peculiaridad de que en cada vuelta tienden a ser más los que bajan que los que suben²⁴.

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 con posterioridad 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 de los negocios. Antes de que se produzca la producción y la renta el dinero es demandado para poder desarrollar la actividad planeada²⁵, pero lejos de ser estables los planes empresariales tienden a tener un 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 demanda²⁶. 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 medias 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

²⁴ 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.

²⁵ 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 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).

²⁶ "Es la piedra angular (coping-stone) de la teoría de la liquidez del tipo de interés" (Keynes, 1937, p. 667).

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.

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, en sentido contrario, un horizonte de expectativas optimistas se autoalimenta, si bien con facilidad puede derivar hacia la especulación, los precios de los activos²⁷ suben y llega a resultar más interesante apostar a una nueva subida de los mismos que aventurarse en nuevas inversiones. En cualquier caso, el flujo monetario que alimenta el gasto agregado procederá de los bancos y de las posiciones que se deshacen en el circuito especulativo y nada invita a pesar que un sistema de bancos privados puede actuar con eficacia a la contra del ciclo en una economía con tendencia a la especulación. La autoridad monetaria pública tiene una pesada carga sobre sus espaldas, es la última responsable de la gestión del tiempo económico²⁸.

En conclusión, si el modelo de Kiyotaki y Moore, en un contexto microeconómico de puro intercambio, nos explica el dinero por la dificultad de encaje

²⁷ 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.

²⁸ La innovación financiera y la libre movilidad de capitales, desregulada y globalizada, cada día están haciendo más difícil esta gestión de la autoridad monetaria. Howells, por su parte, a punta en esta línea dos consideraciones: primera, la política de gestión de pasivos de los bancos ha elevado los tipos de interés sobre el dinero y aumentado su demanda y, segunda, 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).

temporal entre los planes individuales de ahorro e inversión y, por lo mismo, destaca el papel que juega la liquidez en el proceso inversor, Keynes, desde el punto de vista macroeconómico, nos pone el acento en los comportamientos agregados para entender el papel de la liquidez en el ciclo de los negocios. Ambos análisis se complementan, los primeros autores, nos explican la existencia del dinero y, el segundo, las dificultades de su manejo, y, por ello, no es de extrañar que compartan una misma lógica: el dinero surge de la necesidad de gestionar el tiempo y la incertidumbre económicas.

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 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 dolor²⁹.

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 negocios acostumbra también a seguir con mucha atención las cuestiones que denominamos monetarias y muy numerosos serían ciertamente los ejemplos en los que el interés por el dinero es compartido por los economistas y por el ciudadano no especializado. En lo que sigue, 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 o dolarización y la aparición del euro.

1.- El tiempo del dinero se acelera: la inflación

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, ya que el dinero deja de ser un buen refugio de valor y,

²⁹ 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 Fondo Monetario Internacional (FMI) o del Banco Mundial (BM) una posición cercana a esta idea de neutralidad (Stiglitz, 2002).

por otro lado, aunque las demandas imprescindibles de liquidez de economías domésticas y empresarios crezcan con la subida de los precios, no es menos cierto que, cuando la inflación se convierte en hiperinflación, el monto necesario para las transacciones monetarias se reduce hasta donde es posible.

Un sistema de oferta de dinero interno, el que se crea contra la deuda del sector privado, es poco probable que desemboque en hiperinflación, pero cuando la oferta es externa, el dinero es creado por el 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 acelera³⁰.

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 económico³¹, deja de ser un referente claro para los planes de gasto e inversión. Y esto es así, porque el horizonte temporal 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 inflación³². 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 refugio³³, lo cual no es posible en el primer caso³⁴. Y, de la misma forma, es de esperar también que la demanda finan-

³⁰ 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 desciende, 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 llegaría a ser tan alto que supondría la vuelta al trueque, el señoriaje crece de nuevo. (Agradezco estas observaciones al prof. Arce Hortigüela, London School of Economics).

³¹ La escuela austriaca 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 adopción de un método más o menos indirecto de producción, esto es, en el tipo de inversión: circulante o fijo y corto o largo período de maduración (Hicks, 1976).

³² 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).

³³ No obstante, la capacidad de los activos reales para ser refugio puede ser limitada si la huida del dinero es masiva, porque en esta circunstancia se elevaría el precio de estos con lo que dejarían de ser un buen refugio. El efecto de la inflación sobre el tipo real de interés depende del grado en que estos activos pueden servir de refugio. Para los monetaristas, son un buen refugio, con lo que la subida de los precios reduce la cantidad de dinero atesorada y el valor asignado a la prima de liquidez aumenta hasta el punto de que se cumpla el llamado efecto Fisher, es decir, el interés real se mantiene constante, pero, para los postkeynesianos, estos activos no son un buen refugio y el interés real puede descender con la inflación.

³⁴ 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.

ciera se contraiga en épocas de inflación, porque la inflación acorta el período en el que los empresarios desean verse comprometidos por las nuevas inversiones y, si la inflación es muy alta, podría llegar a reducirse la inversión a los gastos de circulante estrictamente necesarios para mantenerse en la actividad. 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 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 comporta, 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.

2.- El tiempo del dinero se pide prestado: el régimen de convertibilidad o dolarización.

El péndulo del tiempo monetario puede variar de modo brusco. Por desgracia no son infrecuentes los ejemplos en los que esto ha ocurrido y un ejemplo manifiesto de esta realidad es cuando se da el salto de una hiperinflación a un sistema de convertibilidad o de dolarización. 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, por lo general el dólar, circula con todas las garantías jurídicas³⁵.

Ahora bien, ya se trate de una convertibilidad limitada o 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 o dolarización 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.

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 y no siempre el signo

³⁵ Argentina adoptó en 1991 este sistema de "convertibilidad" y fijo la paridad peso dólar en la unidad, Ecuador ha adoptado este sistema en el año 2000 y Panamá esta dolarizado.

de estos accidentes coincide con lo que mejor para la economía afectada por ellos. 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 pero, por el contrario, cuando en 1850 la ley Peel estableció la paridad fija entre la libra esterlina, esta ley fue bien vista por los economistas, porque 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 prestamos a través de los cuales el 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 a la postre 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 se hace insostenible, cuando se ha llegado al límite de la capacidad de endeudamiento externo y el tipo de cambio se ha revaluado en exceso, 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.

A este respecto, la moderna teoría de la teoría fiscal del nivel de precios (FTPL) ha desarrollado algunas ideas de gran interés para comprender cómo las reformas estructurales son bloqueadas no impulsadas por la dependencia externa en la gestión monetaria. Su punto de partida es muy sencillo y consiste en establecer un paralelismo entre la estructura financiera de la empresa y la de los gobiernos (Sim, 1999). La estructura financiera de la empresa se orienta a la financiación con acciones cuando el ratio de deuda aumenta y el riesgo de quiebra es creciente, porque la subida de la prima de riesgo de endeudarse hace subir el coste de la deuda hasta el punto de hacer más conveniente para los antiguos

accionistas la financiación con acciones. Por su parte, la restricción financiera del presupuesto para los gobiernos establece que el valor presente descontado de los superávits primarios³⁶ debe ser igual al valor real de la deuda actual. De esta forma, si un gobierno se financiara con deuda nominada en moneda extranjera se enfrenta a un riesgo fiscal, porque la única forma que tiene, ante una coyuntura desfavorable, de atender los pagos de esta deuda es incrementando en el futuro los superávits primarios, pero si, por el contrario, se financiara en su totalidad con deuda nominada en la moneda del propio país, como las promesas de pago están hechas en la moneda que el propio país emite, la restricción presupuestaria se cumplirá mediante un ajuste en el valor real de la deuda producido por la variación del nivel de precios³⁷. En el primer supuesto, el control social de la política fiscal y monetaria del gobierno sería menor, a los acreedores extranjeros sólo les preocupa la quiebra, y en el segundo, los grupos de poder económico internos están en el día a día directamente interesados en estas políticas. La analogía con lo que ocurre en la empresa, donde la emisión de acciones supone un mayor control interno y un menor riesgo, es clara, la financiación con deuda nominada en la propia moneda aumenta el control interno y estabiliza el valor de deuda nominada en moneda extranjera reduciendo la prima de riesgo de esta, gracias al colchón que supone el ajuste del valor de la deuda en la propia moneda.

Las lecciones que podemos extraer de esta teoría en relación con las opciones propuestas de convertibilidad o dolarización para algunos países en desarrollo son evidentes (Sim, 2002). La pérdida que para estos países implica la adopción de una gestión monetaria externa es importante: primero, cuanto menor sea el volumen de deuda nominada en la propia moneda peor podrán absorberse los desequilibrios fiscales con mayor impacto sobre la inflación, ya que el ajuste no podrá lograrse por la reducción de valor de esta clase de deuda, segundo, la prima de riesgo del endeudamiento en moneda extranjera será mayor, porque las únicas salidas a un deterioro de la situación económica serían la mejora del superavit primario o la quiebra y, tercero, la protección frente a la quiebra o suspensión de pagos será menor no mayor, porque los costes políticos del ajuste disminuyen especialmente si los deudores en moneda externa son extranjeros.

En definitiva, con la convertibilidad o con la dolarización no mejoraría la gestión monetaria y tampoco facilitaría el equilibrio de la balanza exterior, sólo cabría resolver la pérdida de competitividad exterior con el desempleo y la deflación. Las reformas estructurales, incluidas las fiscales, se harían más costosas y difíciles políticamente de afrontar (Roubini, 2001), por lo que no es de extrañar que el efecto inmediato de su implantación haya sido por lo general el aplazamiento de dichas reformas, con el enorme coste de la pérdida de varios años en la buena senda del desarrollo económico.

³⁶ Los saldos primarios resultan de deducir de los ingresos tributarios y patrimoniales del Estado todos los gastos públicos a excepción de los intereses de la deuda.

³⁷ El ajuste del valor de la deuda vía precios supone un gravamen sobre el capital no anticipado mucho menos distorsionador que cualquier otro ajuste fiscal (Bizer y Judd, 1989) y, desde luego, con un coste administrativo mucho menor que un gravamen directo sobre el capital.

3.- El tiempo del dinero se homogeneiza: las uniones monetarias.

En el marco de la globalización financiera actual hay un hecho que no podemos soslayar cual es el poder monopolístico de determinadas monedas en las finanzas y mercados internacionales. A medio plazo la alternativa no parece ser la convertibilidad o la dolarización 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 EU³⁸, 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 esta compuesto por el territorio de su circulación legalmente obligatoria y el del mercado internacional. Dentro del mercado nacional cada moneda disfruta de un monopolio legal³⁹ 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 natural⁴⁰, ya que cuando una moneda llega a ser dominante se tiende a auto-reforzar 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 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 monedas⁴¹.

³⁸ 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).

³⁹ 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 del 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.

⁴⁰ A continuación voy a comentar algunas ideas de Alan Greenspan recogidas por Guillermo de la Dehesa (Dehesa, 2002).

⁴¹ 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.

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 estables⁴², 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.

En este sentido, la aparición de uniones monetarias en las áreas en desarrollo nos parece cada vez más una necesidad que una conveniencia, pues no les queda otra alternativa a estas naciones, para defenderse de los grandes costes que supone un comercio mundial dominado por el dólar y unos mercados financieros fuertemente jerarquizados en torno a esta divisa. Además, desde el lado positivo, hemos de tener en cuenta que los esfuerzos por sincronizar el tiempo del dinero entre estas economías pueden convertirse en el gran incentivo para desarrollar su comercio, mejorar sus estructuras fiscales y acometer otras reformas estructurales internas ineludibles.

Bibliografía

- ARISTÓTELES (1942): *Moral a Nicómaco*. Espasa Calpe. Madrid.
- BIZER, D. S. y JUDD, K. L. (1989): *Taxation and Uncertainty*. American Economic Review. 79 (2), pp. 331-336.
- CHICK, V. (1990): *La macroeconomía según Keynes*. Alianza. Madrid.
- 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. n° 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 Word*. Conferencia impartida en Junio en la Universidad de Burgos.
- KEYNES, J.M. (1937): *Alternative Theories of The Rate of interest*. The Economic Journal, 47.

⁴² 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.

- 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 señoríaje*. 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.
- ROUBINI, N. (2001): *Should Argentina Dollarize or Flota. The Pros and Cons of Alternative Exchange Regimes and their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction*. Página Web del autor. Stern School of Business. New York University.
- SCHUMPETER, J. A. (1971): *Historia del análisis económico*. Ariel. Barcelona.
- SIMS, CH. A. (1999): *Domestic Currency Denominated Government Debt as Equity in the Primary Surplus*. Latin American Meetings of the Econometric Society at Cancun Mexico. August 1999. Department of Economics, Princeton University. C. electrónico: sims@princeton.edu.
- SIMS, CH. A. (2002): *Fiscal Consequences for Mexico of Adopting the Dollar*. Department of Economics, Princeton University. C. electrónico: sims@princeton.edu.
- 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.
- WALLACE, N. (1998): *A Dictum for Monetary Theory*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. Vol. 22, N^o. 1, Winter.
- WALLACE, N. (2000): *Knowledge of Individual Histories and Optimal Payment Arrangements*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. Vol. 24, N^o. 3, Summer.