

**EL ENFOQUE DE DINERO ENDÓGENO
Y TASA DE INTERÉS EXÓGENA**
REFLEXIONES SOBRE LA CONVERTIBILIDAD Y
LA POS-CONVERTIBILIDAD ARGENTINA

Autor:

Juan Matías De Lucchi

Documento de Trabajo Nº 44 – Junio de 2012





DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO

JUAN MATÍAS DE LUCCHI

JORGE GAGGERO

ROMINA KUPELIAN

RODRIGO LÓPEZ

PABLO MARESO

MARÍA SOL RIVAS

MARÍA ANDREA URTURI

MARÍA AGUSTINA ZELADA

INVESTIGADORES INVITADOS

ENRIQUE ARCEO

CLAUDIO CASPARRINO

JUAN CUATTROMO

NORBERTO GROVETTO

ALEJANDRO FIORITO

GUILLERMO HANG

JORGE MARCHINI

PRISCILA RAMOS

DARIO ROSSIGNOLO

ARIANA SACROISKY

LEANDRO SERINO

FERNANDO TOLEDO

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNANDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO GARCÍA

ROBERTO RIGHI

as opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

INDICE

1.) INTRODUCCIÓN	4
2.) LA TEORIA CONVENCIONAL Y EL DEBATE POST-KEYNESIANO	8
2.1.) ENFOQUE DE DINERO EXÓGENO	8
2.1.1.) EL CASO DE KEYNES EN LA <i>TEORÍA GENERAL</i>	11
2.2.) DINERO ENDÓGENO PARA ECONOMÍA CERRADA.....	12
2.2.1) ¿MULTIPLICADOR MONETARIO O DIVISOR DE CRÉDITO?	14
2.2.2.) EL DEBATE POST-KEYNESIANO	16
2.2.2.1) EL ESTRUCTURALISMO POST-KEYNESIANO	16
2.2.2.2) EL HORIZONTALISMO POST-KEYNESIANO	19
2.2.3.) REFLEXIONES SOBRE EL DEBATE POST-KEYNESIANO Y EL ENFOQUE SRAFFIANO DE LA TASA DE INTERÉS EXÓGENA.	20
2.2.4.) RACIONAMIENTO DE CRÉDITO.....	28
2.2.5.) SOBRE LAS “CURVAS” MARGINALISTAS	32
2.2.6.) ¿ENFOQUE ORTODOXO DE DINERO ENDÓGENO?	35
2.3.) DINERO ENDÓGENO PARA ECONOMÍA ABIERTA.....	37
2.3.1) DINERO “ENDÓGENO” EN EL MODELO MUNDELL FLEMING.....	37
2.3.2.) LOS MECANISMOS DE COMPENSACIÓN ENDÓGENOS.....	41
3.) REFLEXIONES SOBRE LA CONVERTIBILIDAD Y LA POST-CONVERTIBILIDAD ARGENTINA.....	45
3.1.) CONVERTIBILIDAD (1991-2001)	45
3.1.1.) LA VISIÓN DOMINANTE SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LA CONVERTIBILIDAD.....	45
3.1.2.) UNA VISIÓN ALTERNATIVA SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LA CONVERTIBILIDAD	47
3.2.) POST-CONVERTIBILIDAD (2002-ACTUALIDAD)	54
3.2.1.) MERCADO DE LIQUIDEZ EN LA POST-CONVERTIBILIDAD.....	54
3.2.2) SOBRE LAS METAS CUANTITATIVAS DEL BCRA	64
3.2.3). SOBRE LA NUEVA CARTA ORGÁNICA DEL BCRA.....	69
4.) CONSIDERACIONES FINALES	72
BIBLIOGRAFÍA	73

1.) INTRODUCCIÓN¹

El objetivo del presente trabajo será desarrollar el Enfoque de Dinero Endógeno y Tasa de Interés Exógena de tradición post-keynesiana (horizontalista) y sraffiana que parte del Principio de la Demanda Efectiva de tradición keynesiana y kaleckiana, para finalmente realizar algunas reflexiones sobre la historia monetaria reciente de la Argentina. Asimismo, más allá de la importancia intrínseca que despierta el enfoque teórico a desarrollar y su evaluación empírica, creo que este trabajo puede adquirir un valor adicional si percibimos la trascendencia que aún hoy tiene el enfoque monetarista en determinados círculos académicos, políticos y periodistas argentinos.

La teoría monetaria convencional, tanto en sus versiones ortodoxas como heterodoxas, aborda la cantidad de dinero como un stock exógeno controlado por el banco central. Particularmente se focaliza en la base monetaria, pero al asumir un multiplicador monetario estable concluye que la totalidad de los medios de pagos corrientes están controlados directa e indirectamente por el banco central.

No obstante, para el caso de una economía abierta con movilidad de capital y tipo de cambio fijo, la teoría convencional concluye que la cantidad de dinero se torna “endógena” determinada por la variación de las reservas internacionales, esto es, determinada por la balanza de pagos. De esta forma, el modelo de Mundell Fleming se ha transformado en el marco teórico dominante para el análisis de economías abiertas con regímenes cambiarios de estas características.

En este trabajo se analizarán los problemas teóricos y empíricos que presenta este enfoque convencional, tanto para economías cerradas como abiertas, ya que, como veremos, la endogenia a la que hace referencia el modelo Mundell Fleming es un concepto incompatible con el enfoque de dinero endógeno heterodoxo. No obstante, debemos remarcar que el concepto de dinero endógeno no es una propiedad exclusiva de la heterodoxia económica. En primer lugar, porque parte de la literatura heterodoxa comparte con la ortodoxia el concepto de dinero exógeno, siendo el modelo utilizado por Keynes (1936) en la *Teoría General* el caso más paradigmático. En segundo lugar, porque la teoría neoclásica moderna, más conocida como el “Nuevo Consenso”, ha reformulado con mucho pragmatismo viejos presupuestos visualizando la tasa básica de interés como una variable exógena e instrumento de política

¹ Este trabajo está basado en mi tesis de maestría, “A abordagem da Moeda Endógena, Conversibilidade e Pós-Convertibilidade argentina (1991-2010)” (De Lucchi, 2011), orientada por Franklin Serrano y Ricardo Summa en la Universidade Federal do Rio de Janeiro. Además, quisiera agradecer los comentarios de Matías Vernengo, Gustavo Murga, Emiliano Libman y Mauro Alessandro para el cierre de este trabajo.

monetaria, y consecuentemente, la cantidad de dinero como variable endógena (Blinder, 1997; Taylor, 1999; Romer, 2000).

Naturalmente, esta última reformulación hacia el interior de la teoría neoclásica no ha sido un desarrollo teórico genuino, como el enfoque heterodoxo de dinero endógeno, sino más bien de una respuesta pragmática a los problemas cotidianos de los bancos centrales. Con el advenimiento de las innovaciones financieras a partir de los años 80, los bancos centrales afrontaron grandes dificultades para controlar los agregados monetarios por sus crecientes volatilidades. De esta manera, la política monetaria basada en metas cuantitativas de dinero recomendada por el viejo monetarismo quedó en el olvido.

Sin embargo, no significa que el Nuevo Consenso carezca de fundamentos teóricos. La teoría de los fondos prestables wickselliana ha sido el marco teórico en el que se ha apoyado tal reformulación. Si bien es cierto que para esta teoría la cantidad de dinero es una variable endógena y la tasa monetaria de interés una variable exógena determinada por el sistema bancario o por el banco central, el Nuevo Consenso concluye en la misma dirección que la teoría cuantitativa del dinero, esto es, la determinación del nivel de precios por la cantidad de dinero-crédito. A pesar de las diferencias en torno al dinero (exógeno para la teoría cuantitativista y endógeno para la teoría wickselliana) ambas coinciden en el supuesto de la existencia de una tasa natural de interés. En el caso de la teoría wickselliana (y por ende, de la moderna teoría neoclásica del Nuevo Consenso) una fijación de la tasa monetaria de interés por debajo (encima) de la tasa natural causará un aumento (caída) persistente del nivel de precios.

De esta manera, a pesar de los avances del Nuevo Consenso al asumir que el dinero es endógeno y la tasa monetaria de interés es exógena, el dinero continúa siendo neutral en el largo plazo para ser coherente con el núcleo de la economía neoclásica.²

El enfoque de dinero endógeno heterodoxo se remite a fundamentos opuestos a la teoría neoclásica. No hay neutralidad del dinero en el largo plazo, ni tasa natural de interés y ni producto potencial exógeno. El producto potencial se ajusta al nivel de la demanda efectiva a una dada tasa monetaria de interés exógena. Asimismo, es la cantidad de dinero que se ajusta al nivel de precios, y no al revés. Por último, no

² Debe recordarse que para la teoría wickselliana propiamente dicha el dinero es neutro incluso en el corto plazo, pues los precios son completamente flexibles.

habiendo plena utilización de los recursos, esto es, con desempleo y con subutilización de la capacidad instalada, no hay motivos para inflación de demanda.³

No obstante, lo que define al enfoque del dinero endógeno es un mecanismo bastante simple: los bancos comerciales pueden crear dinero independientemente de la autoridad monetaria. Cuando un banco otorga un préstamo a un cliente, automáticamente abre un depósito a la vista a su favor. A través de un ejercicio de balances contables los bancos crean simultáneamente un pasivo a través de un activo, pero con la causalidad de los activos para los pasivos. Como los bancos primero otorgan créditos y luego ajustan sus reservas a los requerimientos de encajes compulsivos (o al nivel de reservas bancarias deseadas por el banco) captando liquidez del mercado interbancario, de la “ventanilla” de descuento o simplemente cubriéndose con sus propios excesos de reservas si los tiene, queda claro que el sistema bancario crea poder de compra simplemente “de la nada” (Possas, 1999^a, p. 26)⁴

Claro que, intuitivamente pareciera una afirmación un tanto extrema, pero, efectivamente, para el agregado del sistema bancario el stock de crédito se crea simplemente a partir del comportamiento acomodaticio del conjunto de los bancos a la demanda solvente de créditos sin el requisito de la existencia previa de “fondos prestables”. En última instancia, es el banco central quien se acomoda a una dada tasa de interés a la demanda de reservas del sistema bancario.

Naturalmente, para la firma bancaria individual el proceso puede ser más complejo. Un banco puede otorgar un crédito y simultáneamente abrir un depósito pero nada garantiza que el depositante no retire su dinero para depositarlo en otro banco. Este simple ejemplo ilustra las causas que motivan a los bancos a realizar cotidianamente tareas de administración de liquidez, activos y pasivos, aún formando parte de un sistema garantizado por un banco central acomodaticio.

Un banco no es un mero intermediario financiero que direcciona el “ahorro” o los “fondos prestables” del acreedor al deudor. Desde la tradición keynesiano-kaleckiana sabemos que no es el ahorro que determina la inversión, sino a la inversa, pues la inversión no precisa de ahorro previo alguno. Para el principio de la demanda efectiva

³ Aún operando un acelerador flexible de la inversión y sin plena utilización de los recursos sólo cabrían presiones inflacionarias por excesos de demanda (“cuellos de botella”) si el crecimiento del gasto autónomo fuese lo suficientemente “alto” como para que el producto no logre ajustarse a tiempo. Es un caso de rara evidencia empírica, pero en todo caso, sería un problema transitorio y no permanente.

⁴ Según Possas (1999^a):

“... lo que financia la inversión es el crédito, este sí, un stock – de poder de compra, creado ex nihilo por el sistema bancario – que precede lógicamente y temporalmente a la inversión” (Possas, 1999^a, p. 26)

el ahorro es un simple resultado (residuo) irrelevante como concepto macroeconómico. En todo caso, la inversión necesita de un flujo de crédito previo que nada tiene que ver con la idea convencional de “ahorro” ni con la idea de “fondos prestables” sino, tiene que ver con la decisión bancaria de extender líneas de créditos a partir de decisiones administrativas sobre sus balances contables. Parafraseando a Kalecki, en realidad, los capitalistas ganan lo que los banqueros financian, y los trabajadores gastan lo que ganan más lo que los banqueros también financian (Serrano, 2008).

El enfoque teórico desarrollado en este trabajo pretende ser una herramienta de aplicación para cualquier economía monetaria de producción. Después de todo, una teoría inaplicable carece de toda científicidad. Por tales motivos, se realizarán algunas reflexiones sobre el funcionamiento de la Convertibilidad argentina y algunos comentarios sobre la política monetaria de la post-Convertibilidad a la luz del enfoque del dinero endógeno y la tasa de interés exógena.

A simple vista parecieran dos regímenes monetarios completamente diferentes, y efectivamente lo son. Además, la diferencia no sólo respecta a los regímenes monetarios sino también a los procesos históricos en los cuales se enmarcan. Sin embargo, para los objetivos del trabajo podemos encontrar algunas características comunes que nos sirven para invalidar el modelo Mundell Fleming.

Tanto la Convertibilidad como la post-Convertibilidad pueden ser analíticamente identificados, en algún aspecto, como regímenes de cambio fijo del modelo Mundell Fleming. En el caso de la Convertibilidad el tipo de cambio nominal era explícitamente fijo y hasta definido por ley. Naturalmente, para el caso de la post-Convertibilidad la definición cambiaria es más ambigua y compleja, y sin dudas una afirmación así puede desatar polémicas, con razón. Pero, si bien es cierto que en la post-Convertibilidad nunca se ha definido explícitamente un tipo de cambio nominal, sino que se ha caracterizado por un régimen de “flotación administrada”, basta que el régimen no sea flexible para que analíticamente podamos asociarlo a un caso de cambio fijo en los términos de Mundell Fleming.⁵

Para los fines de este trabajo, es irrelevante si la intervención del banco central en el mercado de cambios es perfecta (cambio fijo) o imperfecta (flotación administrada), siempre y cuando el tipo de cambio no se torne flexible. Para nuestro objetivo, en

⁵ De todas formas, vale la pena recordar que, comparativamente con la región, el régimen cambiario de la post-convertibilidad ha sido mucho más “administrado” que “flotante” permitiendo una mejor compensación de la apreciación real (Damill y Frenkel, 2011, p. 29).

ambos casos, hay un proceso de acumulación (o pérdida) de reservas internacionales derivada en parte de la política cambiaria. Por tal motivo, tanto la Convertibilidad como la pos- Convertibilidad son buenos ejemplos para refutar el modelo Mundell Fleming con movilidad de capitales y sin cambio flexible.

2.) LA TEORIA CONVENCIONAL Y EL DEBATE POST-KEYNESIANO

2.1.) Enfoque de dinero exógeno

En primer lugar, vamos a desarrollar brevemente lo que se entiende por lo que llamaremos enfoque de dinero exógeno. Aquí pueden ser incluidos todos los modelos convencionales que se basan estrictamente en la teoría cuantitativa del dinero, como el monetarismo (Friedman, 1968; 1970). Sin embargo, como ya mencionamos, gran parte de la literatura heterodoxa también utiliza modelos de dinero exógeno aunque no necesariamente compartan las conclusiones del cuantitativismo (Keynes, 1936; Rowthorn, 1977)

Este enfoque ha formado parte de los presupuestos originarios de la teoría cuantitativa del dinero que propone básicamente que: a) el stock de dinero es proporcional al nivel de precios, b) hay una causalidad que va en el sentido del dinero para los precios, c) los factores no monetarios pueden determinar cambios en los precios relativos que se compensan entre sí, de modo tal que el nivel general de precios permanece inalterado, y d) el dinero es neutro en el largo plazo, pues allí factores monetarios no afectan a la economía real.

En términos formales, dos ecuaciones bastante familiares representan la teoría cuantitativista: la “de Fisher” y la “de Cambridge”. La versión más popular de la identidad de Fisher establece que la oferta monetaria M^s multiplicada por la velocidad V de circulación del dinero es igual al nivel general de precios P multiplicado por el producto Y :

$$M^s V \equiv PY$$

Por otro lado, la identidad de Cambridge enfatiza la demanda monetaria y afirma que los agentes desean una fracción k de sus ingresos bajo la forma de encajes nominales.

$$M^d \equiv kPY$$

De esta manera, dado que el stock de dinero es considerado exógeno y que la ecuación de Fischer representa la oferta y la de Cambridge la demanda, en equilibrio se obtiene que:

$$M = M^s = M^d = \frac{1}{V} PY = kPY$$

$$k = \frac{1}{v}$$

donde k es la inversión de la velocidad de circulación monetaria, también denominada “constante marshalliana”.

Sin embargo, independientemente de la ecuación escogida la única manera para que estas ecuaciones tengan algún sentido lógico es asumiendo que la velocidad de circulación es constante y que el producto está dado. En otras palabras, significa que la velocidad es lo suficientemente estable y que la economía opera con pleno empleo y plena utilización de la capacidad. En estas condiciones, es obvio que cualquier alteración exógena de la cantidad de dinero repercutirá en el nivel de precios.

Ahora bien, si en esta economía la cantidad de dinero no sólo se compone de papel moneda definido por el banco central sino también de dinero bancario (depósitos) propio de una economía bancarizada, la teoría cuantitativa se sostiene sólo si asumimos la existencia de un multiplicador monetario estable.

En una economía monetaria y bancarizada los medios de pagos corrientes pueden ser definidos como la suma de los depósitos a la vista DV más el papel moneda en poder del público $PMPP$:

$$M2 = DV + PMPP$$

Debe aclararse que, para agilizar la lectura posterior, se optó por seguir la notación oficial argentina de los agregados monetarios, esto es, $M1$ para el $PMPP$ más los depósitos en cuentas corrientes, y $M2$ para $M1$ más cajas de ahorros. En otras palabras, en la Argentina se denomina $M2$ a lo que en la literatura económica generalmente se conoce como $M1$.

A su vez, la base monetaria H que es definida por el banco central es igual a las reservas del sistema bancario RB más el $PMPP$:

$$H = RB + PMPP$$

De esta forma, según este enfoque la cantidad de dinero estará definida por la base monetaria y un multiplicador monetario estable.

$$M2 = m * H$$

$$m \geq 1$$

Para derivar el multiplicador monetario vamos a establecer la siguiente simplificación (Serrano, 2002, pp. 4-5): supóngase que el PMPP es igual a cero y todas las transacciones de la economía están totalmente bancarizadas vía cheques o pagos por débito automático. En este caso:

$$M2 = DV$$

$$H = RB$$

A su vez, debemos asumir como hipótesis central que los bancos prestan todo lo que pueden. Dado que las reservas bancarias son una fracción de los depósitos a la vista, la fracción efectiva r_e es igual a la fracción compulsiva r_c (requerimientos de encajes) mas la fracción voluntaria r_v (exceso de reservas). Nótese que bajo esta hipótesis la fracción de reservas deseadas por los bancos está en equilibrio con los requerimientos de encajes. Debe aclararse para facilitar el razonamiento que no se asumen depósitos a plazo fijo, o simplemente, que estos depósitos no requieren de encajes compulsivos.

$$RB = r_e * DV$$

$$r_e = r_c + r_v$$

$$r_e = r_c$$

$$r_e < 1$$

Sin embargo, es importante señalar la siguiente causalidad en el enfoque de dinero exógeno, donde los depósitos a la vista (o M2) son un residuo a partir de decisiones exógenas del banco central:

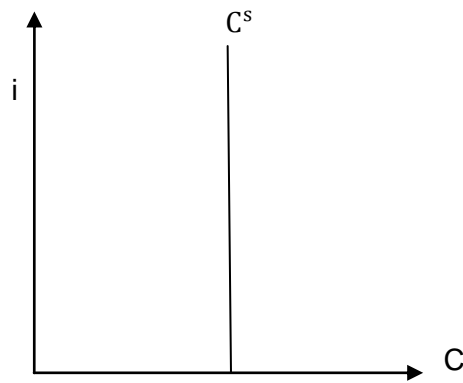
$$DV \cong \frac{1}{r_e} RB$$

$$M2 \cong \frac{1}{r_e} H$$

donde, para esta economía sin PMPP, $1/r_e$ es igual al multiplicador monetario:

$$\frac{1}{r_e} = m$$

Cualquier variación de la base monetaria (o de las reservas bancarias) multiplicado por el multiplicador monetario va a determinar una variación proporcional de M2 (o de depósitos a la vista). En otras palabras, se trata de una especie de “ley de Say financiera” que en términos gráficos convencionales la oferta monetaria se diseña como una curva vertical (de allí que también se lo conoce como “verticalismo”).



2.1.1.) El caso de Keynes en la *Teoría General*

En su obra la *Teoría General*, Keynes desarrolla en el capítulo 13 “La teoría general de la tasa de interés” un claro modelo de dinero exógeno aunque difiere radicalmente de los postulados de la teoría cuantitativa y neoclásica, por ejemplo, al negar la existencia de una tasa natural de interés.

La *Teoría General* es un tratado sobre dinero, pero no sobre bancos. Para Keynes, la tasa de interés es un fenómeno monetario y una variable endógena determinada por la “preferencia por la liquidez” de los especuladores. Dependiendo de las expectativas sobre la variación de la tasa de interés de los títulos públicos, los especuladores comprarán (venderán) títulos, reduciendo (aumentando) la base monetaria.

Asimismo, el banco central puede influir en la tasa de interés realizando operaciones de mercado abierto. Para Keynes, el principal instrumento de política monetaria es la administración de la base monetaria en el mercado de títulos públicos. En otras palabras, determinada tasa de interés puede ser un objetivo perseguido por el banco central, pero nunca un instrumento de control.⁶

Resumiendo, para el Keynes de la *Teoría General* el dinero es exógeno y el instrumento de control de la política monetaria. Ello significa que bajo determinadas metas cuantitativas de dinero, la tasa de interés se torna endógena y determinada por la preferencia por la liquidez, o las expectativas sobre la variación del precio de los títulos públicos. Es importante remarcar que en este modelo de Keynes la preferencia por la liquidez viene por el lado de la demanda monetaria.

⁶ A modo ilustrativo, Keynes desarrolla una hipotética situación donde los sindicatos hasta podrían determinar la política monetaria si, por ejemplo, decidiesen reducirse los salarios nominales para aumentar la oferta de dinero (reducir la tasa de interés) y alcanzar así determinadas metas de empleo (Keynes, 1936, p: 208). El problema que presenta este razonamiento, también llamado “efecto Keynes”, es que presupone la existencia del mecanismo neoclásico de sustitución de factores y una curva de demanda agregada “bien comportada” que garantiza el pleno empleo con la condición de flexibilidad nominal de salarios y precios (Garegnani, 1978; Serrano, 2001; Serrano & Tavares Ribeiro, 2004)

2.2.) Dinero endógeno para economía cerrada

El enfoque heterodoxo de dinero endógeno conceptualmente significa que la creación de dinero está liderada por la demanda de crédito (demanda solvente) y determinada por los bancos. Efectivamente se trata de un concepto que se deriva del principio de la demanda efectiva, esto es, la negación de la llamada “ley de Say”.

En una economía monetaria de producción cualquier gasto determina instantáneamente un flujo de renta de igual magnitud (Possas, 1999^a, p. 20) Este embrionario modo de presentar el principio de la demanda efectiva nos lleva a reflexionar sobre los medios de pagos, pues se trata de una economía monetaria y no de trueque. Lógicamente, los medios de pagos utilizados para realizar dicho gasto deben existir previamente. De tal forma, en una economía monetaria cerrada, sin gobierno y en crecimiento, la creación de los medios de pagos demandados necesariamente deben tomar la forma de un flujo de crédito *ex ante* al flujo de renta. En otras palabras, el circuito monetario se desarrolla sobre la base de flujos de créditos que se acomodan a las necesidades de liquidez de la economía para que el producto social pueda ser “realizado”.

En realidad, estos conceptos ya estaban implícitos en Marx (1867) cuando desarrolla el concepto de “valorización del capital” por medio de la fórmula $D - M - D'$. Para Marx, el crédito era una condición para el crecimiento económico. En palabras de Wray (1999):

“Marx, por ejemplo, sostuvo que durante una fase de expansión, el crédito como sustituto del dinero funciona como el principal medio de cambio y permite que el volumen de transacciones aumente. En una crisis, sin embargo, sólo ‘dinero en sentido estricto’ [narrow money] (dinero ‘definitivo’ de Knapp) es deseado, el cual funciona principalmente como un medio de pago para pagar deudas (y pagar impuestos), más que como medio de intercambio. En crisis, ‘la circulación de papel moneda como medio de compra está disminuyendo’, aunque ‘su circulación como medio de pago puede aumentar’ (Marx, 1909, p. 542)” (Wray, 1999, p. 33)

La creación de dinero-crédito se realiza a través de simples movimientos en los balances contables de los bancos. Un banco crea un depósito a la vista en el mismo instante en que otorga un crédito. Los bancos disponen de la legalidad y, sobretodo, de la legitimidad para que sus pasivos sean socialmente aceptados como medios de pagos. De tal forma que el banco primero otorga el crédito (abre un depósito a favor del deudor) y luego ajusta el nivel de reservas bancarias.

Por tales motivos, la creación de dinero está liderada por la demanda solvente de crédito pero determinada en última instancia por las decisiones de préstamos de los bancos, pues los bancos no son obligados a prestar. Esto significa que no hay ningún motivo para suponer que la fracción de reservas compulsivas sea igual a la fracción reservas efectivas como presupone el enfoque de dinero exógeno.

$$RB \equiv re * DV$$

$$re \geq rc$$

$$re < 1$$

Nada le garantiza al banco individual que los depósitos que crea a partir de los créditos concedidos sean mantenidos en su propio banco y no transferidos hacia otra entidad financiera. Para el banco individual es absolutamente relevante la redistribución de depósitos al interior del sistema bancario. Por tales motivos, a pesar de que el sistema bancario posee un banco central acomodaticio a la demanda de reservas, los bancos individuales se preocupan por la administración de liquidez, de activos y pasivos. Sin embargo, para el sistema bancario en su conjunto este problema es irrelevante, pues lo que importa es nivel de depósitos agregados.

En resumen, a pesar de que los bancos no poseen el monopolio de la emisión del papel moneda que sí es definida por el banco central, al ajustarse a la demanda solvente de crédito los bancos determinan la cantidad de depósitos a la vista, y consecuentemente, la base monetaria en forma parcial.

¿Por qué decimos que el banco central sólo parcialmente controla la base monetaria, a pesar de tener el monopolio de la emisión de papel moneda? Porque, dada una tasa básica de interés, el banco central no puede forzar a los bancos (ni a ningún agente privado) a mantener en su cartera activos líquidos que no rinden ningún interés, como sería el caso de un exceso de reservas bancarias indeseadas⁷. Mucho menos puede forzar a los bancos a aumentar sus préstamos si, a una dada estructura privada de tasas activas, no existe la demanda solvente correspondiente. Si el banco central decide expandir la base monetaria generando reservas bancarias indeseadas, los banqueros pueden esterilizarlas realizando operaciones de compensación⁸.

⁷ Basta que la remuneración de los depósitos en cuenta corriente en el banco central, si es que existe, sea inferior a la tasa básica de interés para que los bancos esterilicen cualquier exceso reservas comprando títulos públicos o realizando pasivos pasivos.

⁸ Sin embargo, en periodos de inestabilidad el nivel de reservas deseadas por motivos precautorios puede aumentar haciendo que cualquier política monetaria expansiva ya no sólo sea infectiva porque no habría motivos para suponer un

Mecanismos compensatorios endógenos pueden observarse, por ejemplo, cuando los bancos utilizan sus excesos de reservas para cancelar deudas por redescuentos con el banco central o para comprar títulos de la deuda pública interna que sí rinden interés, entre otras operaciones. Por lo tanto, a diferencia del enfoque de dinero exógeno, no hay motivos para suponer que el banco va a aumentar el stock de crédito, por la sencilla razón de que, dada la tasa de interés, la demanda de crédito es completamente inelástica a un aumento de las reservas bancarias efectivas. En otras palabras, el desplazamiento de la demanda solvente de crédito no depende de la variación de reservas bancarias efectivas, sino del crecimiento de la economía.

Por tal motivo, algunos autores (Lavoie, 1992) prefieren considerar la base monetaria un simple residuo *ex post* completamente endógeno. Sin embargo, el problema de esta consideración es que se trata de una afirmación demasiado fuerte, pues supone que en todos los casos los mecanismos de compensación son automáticos y plenos.

2.2.1) ¿Multiplicador monetario o divisor de crédito?

Vimos que para el enfoque de dinero exógeno el multiplicador monetario tiene que ser estable para ser efectivo, pues la variación de los préstamos bancarios otorgados dependen de la variación de las reservas bancarias: los bancos se “fondean” y luego prestan.

Contrariamente, para el enfoque de la base monetaria totalmente endógena lo que opera en realidad es la inversa del multiplicador monetario, es decir, un divisor de crédito estable igual a la fracción efectiva de los depósitos. La base monetaria será el resultado del stock de crédito multiplicado por el divisor de crédito:

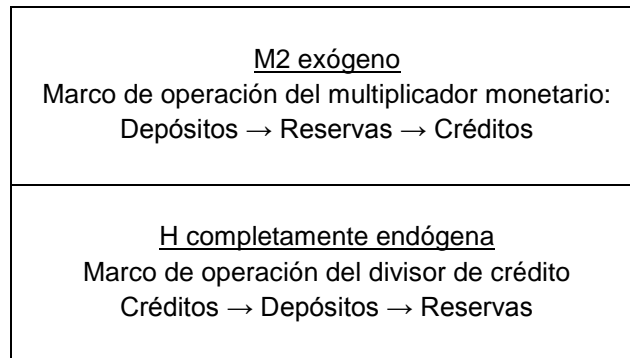
$$H \equiv d \cdot C$$

$$d = \frac{1}{m} = re$$

$$d < 1$$

El siguiente cuadro ilustra las características de los que sostienen que el M2 es completamente exógeno y los que sostienen que la base monetaria es completamente endógena:

crecimiento de la demanda solvente de créditos sino simplemente porque los bancos deciden racionar el crédito y aumentar sus encajes voluntarios.



Efectivamente, un M2 “vertical” tiene problemas lógicos irresolubles. Dada la tasa activa, la demanda solvente no depende de la variación de las reservas bancarias sino de la demanda efectiva de la economía y de la decisión de prestar de los banqueros. Como sostiene Tobin (1971) la estabilidad del multiplicador monetario nunca podría estar bajo el control del banco central porque, básicamente, depende de decisiones discrecionales de cartera de banqueros y del público en general. Sin embargo, son sus problemas empíricos los que han prevalecido en las críticas y en el pragmatismo de los bancos centrales.

Por tal motivo, el razonamiento correcto debe ser inverso a la lógica del multiplicador monetario. No son las reservas que determinan el crédito sino que es la variación del crédito que determina la variación de las reservas y la base monetaria. Sin embargo, asumir un divisor de crédito completamente estable también tiene algunos problemas porque no logra captar eventuales componentes exógenos y efectos parciales de la balanza de pagos en la variación de la base monetaria. Según Serrano (2002):

“La moraleja de la historia es que en general la base monetaria también es endógena y sigue el crecimiento de M1 [M2]. Cuando por acaso hay algún shock exógeno en la base éste es absorbido por variaciones en la fracción f [r_e o d , según nuestra notación]. Así, no existe propiamente ni un multiplicador bancario (que requiere M1 [M2] exógeno) ni un divisor monetario (que requiere que la base H sea completamente endógena). En la práctica, $1/f$ [$1/r_e$, ídem] es sólo una razón *ex post* entre un M1 [M2] completamente endógeno y una base H bastante, pero no enteramente endógena y varía sin ningún impacto sobre la tasa de interés” (Serrano, 2002).

En realidad, el divisor de crédito puede que se verifique algo inestable dependiendo del grado de compensación endógena de los shocks exógenos (o endógenos *supply-led* para economía abierta) sobre la base monetaria. Basta que los mecanismos compensatorios no sean ni plenos ni automáticos para que el divisor no sea estable. Sin embargo, mientras que el mecanismo del multiplicador es lógicamente inconsistente, el mecanismo del divisor es correcto porque la base monetaria es largamente un residuo *ex post*.

2.2.2.) El debate post-keynesiano

Dentro de lo que podemos denominar de enfoque heterodoxo de dinero endógeno existe un debate que remite profundas diferencias teóricas de fondo aunque en apariencia se visualice como una simple delimitación de grado. Este debate se puede resumir entre los llamados “estructuralistas”⁹ y los “horizontalistas” (o “acomodacionistas”) post-keynesianos.

Es necesario realizar una breve presentación de cada una para luego enfatizar el núcleo del debate, que tiene que ver básicamente con el comportamiento de la tasa de interés privada de largo plazo. Posteriormente realizaremos una reflexión sobre este debate, rescatando los principales aspectos conceptuales del horizontalismo.

2.2.2.1) El estructuralismo post-keynesiano

En forma algo arbitraria, pero ilustrativa, podemos visualizar el estructuralismo post-keynesiano en los aportes de Davidson (1989), Pollin (1991), Wray (1992), Carvalho (1993) y Palley (1997b), entre otros autores. Conceptualmente, esta corriente consiste en el reconocimiento de que la cantidad de dinero es largamente endógena y que la tasa básica de interés, sea la tasa de los títulos públicos de corto plazo o la tasa de redescuentos es fijada exógenamente por el banco central. Asimismo, por la fuerza de la competencia, reconocen que las operaciones con títulos públicos y las asistencias de liquidez por “ventanilla” que realiza el banco central permiten que la tasa privada interbancaria (overnight) opere en forma estable y muy próxima a la tasa política del banco central.

Según Carvalho (2004):

“El modelo teórico canónico de la era keynesiana, el modelo IS/LM, mostraba la política monetaria como un desplazamiento de la curva LM. La tasa de interés era un resultado de la interacción entre los mercados de bienes (descritos por la curva IS) y monetario. No obstante, el instrumento por excelencia de la política monetaria en el mundo real era la tasa de interés, como la tasa SELIC, en caso brasileño, o la tasa de los fondos federales, en el caso americano, siendo la cantidad de dinero un resultado de esta política” (Carvalho, 2004, p. 5)

No obstante, según el estructuralismo no ocurre lo mismo en el largo plazo (que por las dudas, aclaremos, el largo plazo financiero puede implicar un período de pocos meses). En el largo plazo, el *spread* privado se torna completamente endógeno

⁹ Es importante aclarar, para evitar asociaciones incorrectas, que el “estructuralismo post-keynesiano” no hace alusión al “estructuralismo latinoamericano” de la tradición de Raúl Prebisch o Celso Furtado.

determinado por la preferencia por la liquidez de los bancos¹⁰. Es importante aclarar que se trata de la preferencia de los bancos y no del “público”, pues consiste en una reformulación de la teoría que Keynes desarrolla en la *Teoría General*. Para los estructuralistas, la preferencia por la liquidez es un fenómeno que tiene un efecto sobre la oferta monetaria (oferta de crédito), mientras que para Keynes se trata de un fenómeno de la demanda de dinero (o títulos públicos).

El modelo de dinero exógeno y de la preferencia por la liquidez de Keynes, sin dudas, tiene problemas conceptuales. A un mismo concepto, preferencia por la liquidez, Keynes le atribuye propiedades contrapuestas. Por un lado, la preferencia por la liquidez se daría por motivos precautorios cuando los agentes deciden protegerse de cualquier eventualidad en un mundo marcado por la incertidumbre. Por otro lado, se daría por motivos especulativos cuando los “osos” apuestan a un aumento de los rendimientos de los títulos públicos.

¿La preferencia por la liquidez remite a un comportamiento defensivo u ofensivo? Aquí radica el problema. Según Carvalho (2009):

“...la demanda precautoria tiene que ver con la posibilidad de cambio, mientras el motivo especulativo es una apuesta en una determinada dirección del cambio” (Carvalho, 2009, p: 11)

En estos términos, el *entrepreneur* keynesiano sería una suerte de sujeto bipolar que alternaría su *panic attack* con su *animal spirit*. Por ello, los estructuralistas han decidido desestimar la preferencia de liquidez por motivos especulativos para enfatizar el concepto de incertidumbre y la preferencia por motivos precautorios, aunque sostienen que no se altera el espíritu conceptual de Keynes¹¹.

Los estructuralistas prefieren retomar los aportes de Keynes (1930) en el *Tratado sobre el dinero* donde se caracterizan dos factores explicativos del crecimiento monetario: uno endógeno derivado del crédito bancario (“circulación industrial”), y otro exógeno derivado de las operaciones de mercado abierto del banco central (“circulación financiera”) (Davidson, 2002).

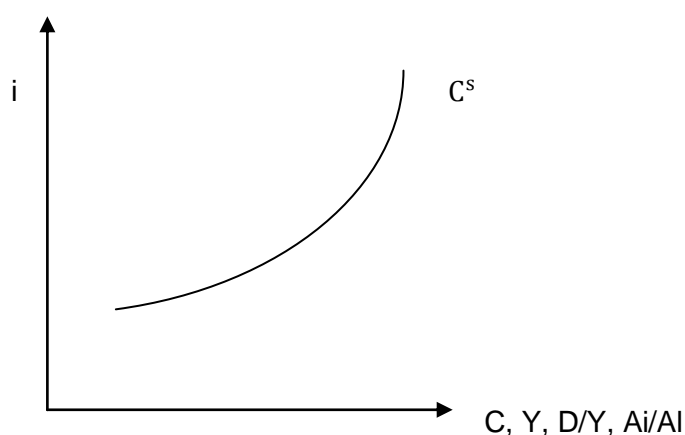
¹⁰ En este trabajo llamaremos *spread* privado a la diferencia entre las tasas activas y la tasa interbancaria, y no necesariamente a la diferencia entre las tasas activas y pasivas de un banco. Se trata de un concepto de *spread* más general y menos específico, pero con mayor relevancia macroeconómica.

¹¹ Carvalho sostiene que “la afirmación de la teoría de la preferencia por la liquidez permanece inalterada: la tasa de retorno esperada de un activo tiene que compensar su grado de iliquidez” (Carvalho, 1999, p: 9)

Sin embargo, como en el stock monetario la proporción de dinero bancario es generalmente superior a la proporción de base monetaria esta sería la razón por la cual el dinero es largamente (y no totalmente) endógeno. Según Carvalho (1999):

“Considerar la preferencia por la liquidez de los bancos nos permite discutir si el dinero es o no endógeno, independientemente de la cuestión sobre cuál es el instrumento de control del banco central. Variables endógenas son aquellas cuyos valores son determinados en la solución de un modelo. Un enfoque de la preferencia por la liquidez de las decisiones de los bancos coloca al dinero, esto es, depósitos, como determinado en el modelo, siendo así una variable endógena, ya que el dinero es creado como resultado de la decisión privada de los bancos, independientemente del banco central controlar la base monetaria o la tasa de interés. De facto, este enfoque nos permite no sólo considerar el dinero como largamente endógeno (lo que no significa una visión “horizontalista”) sino también permite seguir el impacto de las decisiones de los bancos sobre la economía” (Carvalho, 1999, p: 19-20).

En cierta forma, el estructuralismo puede ser visto como una continuación de la teoría de la inversión de Kalecki (1937) basada en el “principio de los riesgos crecientes”, y una continuación de la “hipótesis de la inestabilidad financiera” de Minsky (1975). Esta base analítica puede ser representada en términos gráficos convencionales diseñando una curva de oferta monetaria positivamente inclinada.



El estructuralismo establece una relación positiva entre, por un lado, el stock de crédito C , el producto, la tasa de endeudamiento privado agregado D/Y y la relación activos ilíquidos – activos líquidos Ai/AI , y por el otro lado, la tasa de interés o *spread*. De esta forma, la tasa de interés privada de largo plazo se torna una variable endógena sensible al ciclo económico.

Aun suponiendo que el banco central mantiene constante la tasa básica, según el estructuralismo, el crecimiento económico va acompañado de pérdidas permanentes

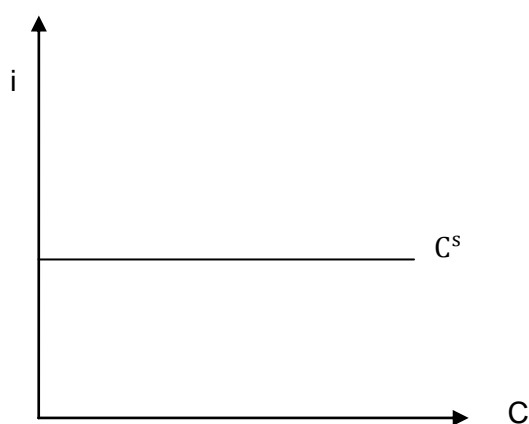
en los márgenes de seguridad de los balances de los bancos, esto es, posiciones netas mas riesgosas o niveles de apalancamiento y descalces crecientes.

En otras palabras, el crecimiento económico implica aumentos relativos de los activos ilíquidos. Cuando los activos líquidos se tornan relativamente escasos en los balances bancarios, los bancos intentan compensar con aumentos en sus tasas activas o *spreads* bancarios para garantizar el equilibrio entre retornos monetarios y liquidez.

De esta manera, aún operando bajo el soporte de un banco central acomodaticio la firma bancaria no es un mero agente pasivo que se acomoda a la demanda solvente de crédito sino un agente activo que altera los *spreads* administrando activos, pasivos y liquidez.

2.2.2.2) El horizontalismo post-keynesiano

El llamado horizontalismo o acomodacionismo es asociado a los trabajos de Kaldor (1982) y Moore (1888). Este enfoque rechaza el principio de *spreads* crecientes de la base analítica estructuralista y afirma que la oferta monetaria puede ser diseñada gráficamente como una curva horizontal en el espacio interés – crédito:



Para el horizontalismo, la oferta monetaria es totalmente endógena, es decir, infinitamente elástica a la tasa de interés. En otro sentido, la tasa de interés es completamente exógena. Los empresarios y consumidores son “tomadores” de precios (tasa de interés) y “fijadores” de cantidades de crédito. Inversamente, los bancos son tomadores de cantidades y fijadores de precios.

Para el horizontalismo, la teoría de la preferencia por la liquidez se torna irrelevante al momento de explicar la determinación de la tasa de interés. La tasa básica de interés fijada por el banco central influencia la estructura de tasas privadas de largo plazo en

períodos de estabilidad. Asimismo, para un dado período, por definición, el *spread* bancario está dado, y consecuentemente, la preferencia por la liquidez también (si se acepta la existencia de tal concepto).

En resumen, el horizontalismo asume un divisor de crédito estable al punto de considerar la base monetaria una variable plenamente endógena. Asimismo, la preferencia por la liquidez no juega ningún rol en el comportamiento del sistema bancario, o sea, no tiene impacto en la oferta monetaria.

2.2.3.) Reflexiones sobre el debate post-keynesiano y el enfoque sraffiano de la tasa de interés exógena.

Simplificadamente, tanto el horizontalismo como el estructuralismo comparten los siguientes supuestos a la hora de debatir: a) la tasa básica de interés (*overnight*) es exógena determinada por el banco central¹², b) las expectativas de variación de la tasa básica son iguales a cero, y c) el *spread* bancario de corto plazo es estable. De tal forma que toda la discusión se remite a los determinantes del *spread* bancario de largo plazo.

Mientras que para los horizontalistas las tasas activas bancarias de largo plazo siguen en forma estable la evolución de la tasa básica (mark-up estable), para los estructuralistas las tasas activas están sujetas a la evolución endógena de la preferencia por la liquidez de los bancos (mark-up inestable).

El horizontalista Nogueira da Costa (1994) afirma:

“Según mi entendimiento de Moore, en su opinión, lo que el Bacen [Banco Central] puede determinar es el precio por el cual ofrece fondos a los bancos (tasa de descuento) o recompra títulos de la deuda pública (tasa de *overnight*): arriba o abajo de la tasa de mercado. Desde que esto representa o influencia el costo marginal de los fondos para los bancos comerciales y también influencia el costo agregado de fondos, las prácticas monopolistas de los bancos de fijar precios – un mark up sobre el costo de los fondos es usado para determinar tasas básicas de los préstamos – resultan en tasas de préstamos ajustadas a las tasas controladas por el Bacen” (Nogueira da Costa, 1994, p. 143)

¹² No obstante, también es cierto que para los estructuralistas la tasa básica que administra el banco central está bastante influenciada por el mercado en el largo plazo. El estructuralismo parece tener un raciocinio similar a la teoría neoclásica: mientras que para los neoclásicos en el largo plazo la tasa básica es determinada por la tasa “natural”, para los post-keynesianos estructuralistas es determinada, o por lo menos influenciada, por la tasa “normal” que surge de los bancos y no del banco central (“normal” en el sentido keynesiano). En otras palabras, la “convención” sobre el nivel de tasa normal de largo plazo es un fenómeno determinado exclusivamente por el sector privado.

No obstante, según el estructuralista Meirelles (1995), la debilidad del planteo de Moore está justamente en el supuesto de que estos *mark up* o *spread* bancarios son también estables en el largo plazo¹³:

“En lo que se refiere a las “tasas de corto plazo” él [Moore] sugiere que ellas “son mas correctamente vistas como un mark up relativamente estable sobre la tasa de los fondos federales, que es exógenamente administrada por las autoridades monetarias” (Moore, 1988, p. 283)

(...)

Pero es necesario observar que la horizontalidad de la curva de oferta de dinero no depende solamente de la suposición de que el Banco Central intervendrá vía precio de reservas estable en el corto plazo. La hipótesis de que el mark up sobre el costo de los fondos es “relativamente estable” desempeña un papel crucial en la argumentación de Moore” (Meirelles, 1995, p. 21)

Para el estructuralismo, el argumento horizontalista no es lo suficientemente sólido porque se concentra en el comportamiento del *spread* bancario de corto plazo y descuida las implicancias del largo plazo. Según el estructuralismo, las tasas privadas de largo plazo son completamente endógenas y no hay ningún sentido en insistir en el argumento horizontalista si la política monetaria no tiene efectos sobre las tasas privadas de largo plazo

No obstante, a favor del horizontalismo podemos decir que cualquiera sea el plazo, el segmento crediticio y el análisis de riesgo, la tasa de los préstamos bancarios básicamente es fijada en forma *ex ante* por el banco. Naturalmente, el proceso de *pricing* es anterior al otorgamiento del préstamo. Por lo tanto, lógicamente, una vez fijada la tasa, la preferencia por la liquidez no juega ningún rol hasta eventualmente la próxima determinación de tasas. En otras palabras, para un dado período, la tasa de préstamos bancarios es un precio pre-fijado y exógeno para el tomador de crédito.

Sin duda, no debe confundirse entre lo que es exógeno para el tomador de crédito y lo que es exógeno para el sistema. Por definición, el banco define su estructura de tasas activas pero lo que está en debate es hasta qué punto estas tasas son determinadas por factores endógenos, como la preferencia por la liquidez, y hasta qué punto acompañan la política del banco central.

En tal sentido, al ser la tasa de préstamos un precio exógeno para el tomador, podemos decir que se trata de un *fix-price*, independiente de su variación exógena en

¹³ Debe aclararse que los conceptos de *spread* y *mark-up* no son sinónimos. Mientras que el *spread* es la diferencia nominal entre la tasa activa bancaria y la tasa básica de interés de la economía, el *mark-up* es la relación entre la tasa activa y la tasa básica. En otras palabras, suponiendo que la tasa básica se mantiene constante, un aumento del *spread* necesariamente implica un aumento del *mark-up*, pero un aumento del *mark-up* no implica necesariamente un aumento del *spread*.

el tiempo. Esto es importante aclararlo para evitar confusiones, pues que sea un precio “fijo” no significa que no varíe en el tiempo. Sobre el concepto de *fix-price*, Hicks (1974) sostiene que:

“usando este término en este sentido, no es que los precios no varían, sino que las causas de sus variaciones están fuera del modelo. Por lo tanto, se trata de suspender la regla de que el precio debe cambiar cada vez que hay un exceso de oferta o exceso de demanda” (Hicks, 1974, p. 23)

Por lo tanto, hasta aquí sabemos que el banco central es fijador de costos bancarios, que los bancos son fijadores de precios y que sus clientes son tomadores de precios. Por lo tanto, la incógnita se remite a los condicionantes del banco para fijar tasas de largo plazo. Es importante aclarar que no está en los objetivos de este trabajo profundizar en un estudio de los determinantes del *spread* de largo plazo, lo que de ninguna manera quiere decir que se trate de un tema poco relevante. En realidad, una investigación profunda sobre esta problemática es indispensable para abordar cabalmente el debate horizontalismo/estructuralismo.

De cualquier forma, vamos a realizar una serie de comentarios críticos sobre el estructuralismo. La idea de que la tasa activa bancaria es un *fix-price* para un dado periodo es reconocido por algunos estructuralistas, aunque destacan su irrelevancia. Según Carvalho “la validez del argumento queda confinada a cortísimo plazo” (Carvalho, 1993, p. 117), pues lo que este autor está afirmando es que la tasa de préstamos es pre-fijada, pero para un período dado muy corto en el tiempo. En otras palabras, hasta el “largo plazo”, la cantidad de períodos (y variaciones de la tasa) es tan significativo que a lo largo del tiempo las tasas pueden verse como un *flex-price* determinada básicamente por la preferencia por la liquidez.

Fontana (2003) observó con detalle esta problemática. Según este autor, en términos matemáticos, mientras que el estructuralismo se basa en un análisis continuo donde simplifadamente la tasa de interés de largo plazo es una función continua de la preferencia por la liquidez de los bancos, el horizontalismo se basa en un análisis de tiempo discreto donde para un período dado, la tasa de interés y la preferencia por la liquidez (si realmente existe tal concepto) son exógenas.

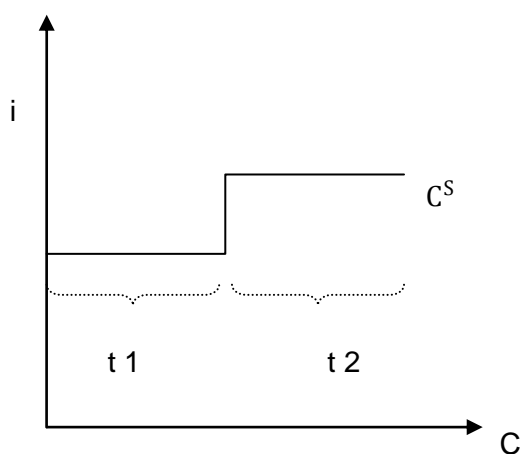
Sin embargo, Fontana enfatiza esta diferencia con el objetivo de presentar el horizontalismo como una teoría válida sólo para el corto (o cortísimo) plazo y al estructuralismo como una teoría con mayor poder explicativo para el largo plazo.

No obstante, esta caracterización de Fontana sobre el “cortoplacismo” horizontalista es bastante polémica porque arbitrariamente se establece de antemano una desconexión entre el “corto” y el “largo” plazo”. En realidad, hay buenas razones para pensar en otros términos. Nogueira da Cosa (1994) fundamenta:

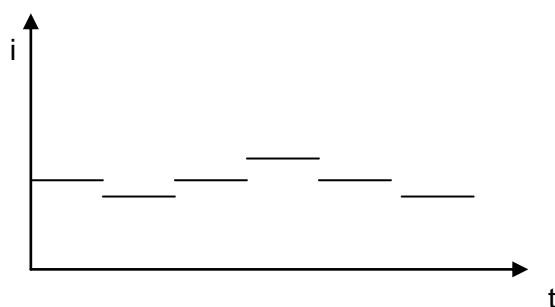
“Considero extremadamente complicado la cuestión de los plazos en la área financiera. Tiendo a pensar, a la Kalecki, el futuro como una sucesión de cortos plazos. ¿Con tasas de interés de largo plazo, en el mercado financiero, fijadas por repactaciones periódicas de acuerdo con las tasas de mercado fluctuantes a corto plazo (teniendo como referencia a la tasa básica fijada por el Bacen), tiene sentido determinar a priori el largo plazo? (Nogueira da Costa, 1994, p.143)

Siguiendo este razonamiento, contrariamente a Fontana, la visión horizontalista no se reduciría entonces al “corto plazo” sino a la “sucesión de plazos” a lo largo del tiempo. El horizontalismo podría también interpretarse como una teoría del “largo plazo”, que incluso logra captar la discontinuidad de la evolución de las tasas en el tiempo.

De Fontana se puede derivar una representación gráfica con una curva de oferta monetaria que capta la discontinuidad del horizontalismo y la inclinación positiva del estructuralismo de la siguiente forma:



Sin embargo, esta tentativa de conciliación tiene un problema evidente. Esta representación parece confundir y mezclar “curvas funcionales” con “curvas descriptivas”. Una curva descriptiva en el espacio tasa de interés y tiempo no es una “función” con poder predictivo sino simplemente una descripción de la evolución de la variable observada como ilustra el siguiente gráfico:



Efectivamente, la tasa de préstamos no refleja una cotización de los fondos disponibles de los bancos, sino que refleja decisiones bancarias de fijación de tasas. El problema de Fontana es que mezclando curvas de características diferentes incurre en un problema lógico. Siguiendo el gráfico a la Fontana, imagine que entre t_1 y t_2 hay una expansión de la demanda solvente, y consecuentemente, un aumento de la tasa de interés como sugiere la curva de oferta en t_2 de acuerdo al estructuralismo. Ahora suponga que hay una contracción de la demanda en la misma cuantía. El gráfico sugiere entonces que el nuevo periodo t_3 deberá ser en realidad un “retroceso” temporal a t_1 para poder validar la función, es decir, una resolución ilógica.

Ahora bien, más allá de la discontinuidad de la función de oferta pasemos a analizar el concepto de “preferencia por la liquidez” de los bancos. Asumamos por un momento que no es la iliquidez lo que generalmente persiguen los bancos con el objetivo de incrementar la rentabilidad sino determinada liquidez absoluta de sus carteras. Aun aceptando teóricamente que los bancos tengan preferencias de tal tipo, no hay motivos para aceptar que las tasas privadas de largo plazo se correlacionen positivamente con el crecimiento económico, o sea, que sean pro-cíclicas.

Correctamente como sostiene Lavoie (1992), el enfoque estructuralista tiene grandes similitudes con la teoría wickselliana neoclásica de los fondos prestables, de tal forma que deberían repensarse los proyectos de investigación heterodoxa que siguen esta línea.

“Postular que una economía en crecimiento eventualmente engendra tasas de interés (reales) crecientes, presumiblemente en consecuencia del exceso de demanda por crédito o de la escasez de ahorro, significa reintroducir al análisis de la escasez por la puerta de atrás” (Lavoie, 1992, p. 123)

“Para Minsky (1982: 235), ‘la tasa de interés es determinada por la curva de demanda de inversión, ex ante ahorro, y las condiciones en que los tenedores de liquidez están dispuestos a sustituir activos rentables por dinero’. Esta es la clara representación de la teoría de fondos prestables” (Lavoie, 1997, p. 74)

“No hay duda de que los post-keynesianos le dan gran importancia a la cuestión del dinero endógeno. Sin embargo, tampoco hay dudas que autores del pasado, con inclinaciones ortodoxas, consideraban también el dinero-crédito como endógeno, y al mismo tiempo creyendo en la importancia de la tasa natural de interés wickselliana. Así, no hay contradicción en el argumento de que Minsky fue un temprano exponente de la visión estructural del dinero endógeno (...), y al mismo tiempo afirmar que los principios de Minsky tenía puntos de vista que se basaba en un enfoque de los fondos prestables” (Lavoie, 1997 , p. 77)

Efectivamente, el estructuralismo concluye en la misma dirección que la teoría wickselliana porque, en el fondo, parece determinar resultados macroeconómicos a partir de eventuales decisiones microeconómicos de las firmas bancarias. Según esta visión, cada banco realiza su propia evaluación de iliquidez tomando la relación créditos/capital propio o activos ilíquidos/líquidos. En el agregado, los banqueros estarán involuntariamente evaluando la tasa de endeudamiento privado de la economía¹⁴. Si los bancos encuentran en sus balances niveles insatisfactorios de liquidez ajustarán sus tasas activas encareciendo el crédito. Pero este razonamiento tiene un problema: ¿El comportamiento del banco es el resultado de decisiones autónomas y aisladas de su administrador o de decisiones condicionadas por la competencia sectorial?

Más allá de determinados comportamientos monopólicos e imperfecciones del mercado es razonable imaginar que los bancos están inmersos como cualquier empresa en la competencia por sobrevivir y por aumentar su participación en el mercado. En un trabajo empírico sobre la crisis estadounidense, Kregel (2008) visualiza la determinación de la competencia capitalista en el comportamiento de los bancos.

“Ellos se concentraran en financiar proyectos de determinadas áreas, simplemente porque otros bancos lo están haciendo” (Kregel, 2008, p.9)

En otras palabras, no es meramente el balance contable de cada banco lo que determina su comportamiento. Los patrones de competitividad del sector y la

¹⁴ En este punto es importante establecer una diferencia entre Kalecki y Minsky sobre el problema del endeudamiento. Mientras que en la visión kaleckiana-keynesiana una reducción del gasto contrae la renta e impacta negativamente en el endeudamiento, en Minsky un exceso de ahorro permite reducir la deuda (Lavoie, 1997, p. 75). El problema de Minsky es que está observando en forma estática la deuda en términos meramente absolutos, cuando lo relevante es analizar la deuda en términos relativos, es decir, la capacidad de pago de la deuda. En el agregado, un exceso de ahorro contrae el gasto y aumenta la relación deuda/producto. A propósito, Keynes (1936) realiza un comentario con implicancias sobre el tema analizado:

“El remedio para el auge de la expansión no es la suba, sino la baja de la tasa de interés! Pues esta puede perdurar el llamado auge de la expansión. El verdadero remedio para el ciclo económico no consiste en evitar el auge de las expansiones y mantener así una semi-depresión permanente, sino en abolir las depresiones y mantener de este modo permanentemente en un cuasi-boom!” (Keynes, 2009, p. 249)

regulación prudencial vigente la determina su grado de liquidez deseable para el banco. Si un banco aumenta sus posiciones ilíquidas (aumento de la relación A_i/A_l) sufrirá una pérdida de liquidez en su propio balance, pero si todos los bancos también aumentan esta relación, este banco individual no habrá perdido liquidez con relación al conjunto del sistema bancario. Como la relevancia de la liquidez es sólo en términos relativos (liquidez o iliquidez con relación a otros bancos) el argumento estructuralista y la “preferencia por la liquidez” de corte microeconómico pierde poder explicativo. En suma, importan los niveles de liquidez relativos y no absolutos de los bancos.

Segun Lavoie (1992):

“Si todos los bancos ‘avanzan conjuntamente’, ellos pueden con seguridad crear todo el crédito que se requiere para que la producción aumente (Keynes, 1973, xiv, p. 23). No hay límite teórico a la cantidad de crédito que, en general, el sistema bancario puede crear para satisfacer las necesidades del crecimiento de la actividad (Le Bourva, 1962, p. 460). Las normas a seguir son el apalancamiento promedio y los coeficientes de liquidez de todos los otros bancos del mismo tamaño. Si todos los bancos se están expandiendo conjuntamente, todos los bancos experimentan transformaciones similares de sus hojas de balance” (Lavoie, 1992, p. 201).

Por tal motivo, para Serrano (2002):

“es perfectamente posible (y la experiencia empírica parece comprobarlo) que el spread bancario sea anti-cíclico y disminuya cuando el número de préstamos y el nivel de actividad de la economía aumentan, pues es posible diluir el riesgo de las carteras de los bancos a través de un número mayor de clientes, y por otro lado, la probabilidad de quiebras e incumplimientos es mucho menor cuando la economía se está expandiendo” (Serrano, 2002, p. 12)

En este sentido, siguiendo con la distinción del “corto plazo” (transitoriedad) y “largo plazo” (permanencia) sería más razonable tratar al estructuralismo como una teoría que capta efectos transitorios, a diferencia del horizontalismo que sería una teoría del largo plazo donde se enfatizan los efectos permanentes. Según Lavoie (1992):

“Lo que la teoría de la preferencia por la liquidez nos dice es que cualquier variación en las tasas de interés orquestadas por las autoridades monetarias serán transitorias en caso que los bancos o los rentistas no se ajusten a ella. La tasa de interés establecida por las autoridades monetarias se torna permanente cuando la preferencia por la liquidez del público [o de los bancos] deja de desempeñar cualquier papel. Entonces, imperfecciones aparte, la tasa de descuento del Banco Central, la tasa del mercado monetario y la tasa de interés de largo plazo serán todas iguales” (Lavoie, 1992, p.120)

O sea, en un modelo donde el *spread* estaría compuesto sólo por la preferencia por la liquidez, el equilibrio (o la utopía de Keynes) estaría dado por la ausencia de

preferencias por la liquidez, esto es, por la igualdad entre las tasas privadas de corto y largo plazo.

No obstante, salvo en periodos de fuerte inestabilidad debido a shocks exógenos no hay motivos para que el *mark-up* bancario se desconecte de la política del banco central en forma persistente. La tasa básica puede ser asimilada momentáneamente como transitoria hasta el shock ser neutralizado. Por tal motivo, si optamos pensar el “largo plazo” como la sucesión de cortos plazos lo que cabe esperar es que la política del banco central sea la que determine la estructura de tasas privadas a lo largo del tiempo.

Como en Aspromourgos (2007) el banco central tiene la capacidad de “auto-validar” su propia tasa “normal” de interés. Es decir, tiene la capacidad de transformar su convicción en una convención privada o, en otros términos, en ausencia de shocks, la capacidad de “controlar” el *mark-up* bancario de largo plazo.

Este concepto es de suma importancia y puede ser enmarcado en el enfoque sraffiano (Pivetti, 1985) donde la tasa monetaria de interés es exógena y un elemento causal de una teoría de la distribución y el crecimiento.

Básicamente, según este enfoque, dado el coeficiente técnico, esto es, la relación capital-producto, el nivel de precios de la economía va depender de dos variables exógenas: la tasa salarial nominal y la tasa monetaria de interés. El poder de negociación de los trabajadores tiene un impacto directo sobre el salario nominal, sin embargo es la política monetaria del banco central que regula el salario real. Si el salario real está dado por la relación salario nominal – nivel de precios (W/P) queda claro que los trabajadores sólo podrían eventualmente alterar el salario nominal, pero no el real, pues ellos no controlan el nivel de precios.

Cuanto más flexible sea el repase de los costos salariales a los precios, más rápida será la neutralización de los efectos reales de un aumento salarial nominal. Pero los costos de producción no sólo se componen de salarios nominales, sino también de costos financieros. En la determinación del margen de ganancia también está incorporado el costo relativo a los pagos de intereses sobre el capital prestado, pero fundamentalmente, el costo de oportunidad que establece la tasa de interés aún para las firmas no endeudadas. Según Pivetti (2003):

“El interés es el precio por el uso del capital – la “pura” remuneración del capital cualquiera sea la forma de su empleo, ya sea financiera o real. Si la producción se lleva a cabo con capital propio de la empresa, el interés constituye un costo de oportunidad y, de tal forma, ingresa en el costo normal que en el largo plazo tiende a equipararse con el precio unitario (Pivetti, 2003)

Esto significa que variaciones en la tasa de interés alteran los costos totales de producción, y asimismo, los precios relativos de la economía. En otras palabras, persistentes variaciones positivas de la tasa de interés van a alterar, en la misma dirección, el nivel de precios de largo plazo como ha sido demostrado empíricamente, vale decir, con la llamada “paradoja de Gibson”; y consecuentemente, reducir el salario real según el análisis de Pivetti¹⁵.

En suma, dado que la distribución del excedente es exógena, y en última instancia determinada por el banco central, no hay motivos para que el *mark-up* bancario se torne persistentemente inestable.

2.2.4.) Racionamiento de crédito

Un capítulo importante en el estudio del comportamiento del *spread* bancario tiene que ver con el modo que los bancos acostumbran a contraer su exposición crediticia. Aparentemente el dilema sería si los bancos deciden racionar el crédito (cantidades) o ajustar la tasa de interés.

Como se podrá imaginar, el estructuralismo puede tener serios problemas si asume que el principal método de los bancos es el racionamiento de cantidades. Si se asume que el *spread* bancario se ajusta en forma continua a las condiciones macroeconómicas, naturalmente, se prescinde de cualquier mecanismo de racionamiento. En otras palabras, como el equilibrio del mercado monetario se determina endógenamente dentro del modelo, es irrelevante cualquier estudio sobre el racionamiento de cantidades.

Es verdad que los bancos no son simples agentes pasivos que se acomodan a cualquier demanda, pues los bancos no son obligados a prestar. Los bancos contraen

¹⁵ No obstante, según Serrano (1993), en determinado contexto caracterizado por un significativo poder de negociación de los trabajadores un aumento del salario nominal puede traducirse en un aumento del salario real (caída de la tasa real de interés). En otras palabras, *ceteris paribus*, no habría ninguna condición teórica para suponer necesariamente que la tasa de interés nominal prevalece siempre sobre la tasa salarial nominal en la determinación de la distribución del ingreso:

“Uno podría argumentar igualmente que correspondiendo a una dada tasa exógena nominal de interés siempre hay una tasa de incremento de los salarios nominales que produciría suficiente inflación para reducir la tasa de interés real, y por lo tanto, las ganancias suficientes como para permitir a los trabajadores obtener su salario real deseado” (Serrano, 1993, p. 122).

el crédito racionando las cantidades otorgadas cuando cae la demanda esperada (por ellos) de la economía. El racionamiento es el nexo conceptual entre el banco como agente activo y la “oferta monetaria horizontal”. Precisamente, esta es la explicación horizontalista, que es bastante razonable, a la eventual reticencia bancaria a prestar.

Sin embargo, no sólo se trata de un fenómeno asociado al ciclo económico sino también una característica estructural del sistema bancario. Compatible con una visión horizontalista, Wolfson (1996) desarrolla el concepto de racionamiento de crédito bancario.

“A primera vista, los conceptos de dinero endógeno y racionamiento del crédito parecen ser incompatibles. Si los bancos crean dinero para satisfacer la demandas de crédito de los prestatarios del banco, ¿cómo pueden los banqueros negarse a acomodarse a esta demanda por racionamiento del crédito? La respuesta es simplemente que los banqueros se acomodan plenamente a la demanda solvente (creditworthy) de crédito, y racionan totalmente a la demanda que no es solvente” (Wolfson, 1996, p.455)¹⁶

De esta forma, bancos “activos” son compatibles con una “oferta monetaria horizontal” porque los bancos sólo se acomodan pasivamente a la demanda solvente y racionan la demanda insolvente. Asimismo, nótese que de la misma manera que los estructuralistas critican al horizontalismo por asumir, según ellos, bancos “pasivos”, los horizontalistas podrían criticar al estructuralismo por los mismos motivos. En todo caso, los estructuralistas también asumen bancos “pasivos” cuando subestiman las prácticas de racionamiento, pues sin lugar a dudas, el racionamiento de crédito es un comportamiento discrecional de la firma bancaria, por definición.

Según Lavoie (1992):

"Un banquero puede negarse a financiar una empresa, básicamente, por dos razones. Primero, él puede creer que los proyectos de la empresa no serán rentables a la tasa fijada del préstamo. Los proyectos no aparecerán mas restables a una tasa de endeudamiento más alta! Segundo, el potencial cliente puede no cumplir con los requerimientos establecidos para los préstamos. En ambos casos la demanda de préstamos no es efectiva. Por el contrario, si una empresa es reconocida como un prestatario solvente, la línea de crédito concedida a la empresa por lo general abarca mucho más que sus necesidades normales” (Lavoie, 1992, p.178)

¹⁶ Aquí se optó por el término “solvente” para la traducción del término en inglés “creditworthy”, simplemente para seguir la traducción que se utilizó para la publicación en español del libro de Marc Lavoie (2005) “La economía postkeynesiana”. Sin embargo, la traducción literal sería “digno de crédito”. Con lo cual, se podría inferir que mientras el término “solvente” hace alusión a las características materiales y objetivas del demandante de crédito, el término “digno de crédito” hace alusión a una valoración subjetiva por parte del banco (que por supuesto estará asociado a la solvencia del demandante de crédito, pero no necesariamente). En este sentido, el uso del término “digno de crédito” estaría más en sintonía con el espíritu conceptual de Wolfson.

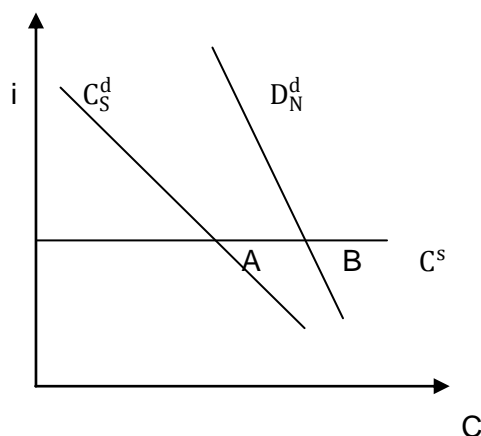
La idea de fondo es que existen dos tipos de demandas por crédito: una demanda solvente que no sólo obtiene la cantidad de crédito que precisa, sino incluso más; y una demanda nocional que es excluida por los bancos por considerarla una demanda insolvente que no podría afrontar con sus obligaciones financieras.

Uno de los puntos más relevantes que intenta rescatar este trabajo es que, claramente, la tasa de interés bancaria no es un mecanismo exclusión seguro de potenciales clientes morosos. En otras palabras, el principio de los riesgos crecientes no parece ser un mecanismo de arbitraje seguro para que los bancos puedan mantener sus márgenes de seguridad deseados. En cambio, el racionamiento de crédito es un mecanismo directo y seguro.

Segundo Lavoie (1992):

“La teoría del dinero endógeno es perfectamente consistente con el hecho de que en tiempos de recesión los bancos son reacios a prestar, y pueden racionar líneas de crédito. La razón de ello es que el precio de los préstamos, la tasa de interés, no es un mecanismo de exclusión válido o suficiente” (Lavoie, 1992, p.177)

Wolfson realiza una representación gráfica del racionamiento según el enfoque desarrollado. Como se observa en el siguiente gráfico, la distancia entre el punto A y B es el racionamiento de crédito. Nótese que la inclinación de la curva de demanda nocional D_N^d es más vertical que la curva de demanda solvente D_S^d porque está expresando una menor elasticidad a la dada tasa de interés.



Si la demanda solvente estuviese compuesta sólo por los adelantos en cuenta corriente (giro al descubierto), por ejemplo, estaría claro que son las mismas empresas quienes determinan la cantidad de préstamos otorgados por el banco. A pesar de

tener eventuales topes crediticios, generalmente estas empresas no sólo no sufren racionamiento, sino que tienen disponible más crédito del necesario.

Sin embargo la cuestión es más compleja para el financiamiento de proyectos de mediano o largo plazo. Las grandes empresas, cualquiera sea el instrumento de crédito, generalmente disponen de un exceso de oferta crediticia; pero no así en las pequeñas y medianas empresas. ¿Quién determina, entonces, la demanda solvente en estos casos? Como el financiamiento se otorgará sólo si el banco confía en los retornos esperados del proyecto, sería más razonable pensar que la demanda solvente de pequeñas y medianas empresas está “determinada” por los bancos, y no por las mismas empresas como en el caso de las grandes. Asimismo, a plazos más largos más difusa se torna la frontera entre la demanda solventes e insolvente.

En resumen, exceptuando las grandes empresas, la demanda solvente de créditos de mediano y largo plazo estará determinada por la demanda esperada de bienes y servicios (ventas esperadas) ya no de las empresas sino de los bancos, como ocurre con la demanda nocional. Se trataría así de un desplazamiento del concepto de *animal spirits* de Keynes de los empresarios para los banqueros. Si esto es así, el planteo de Wolfson puede incurrir en algunas confusiones, que vale aclarar, no invalida su aporte sustantivo.

El punto es el siguiente: ¿Como los banqueros pueden definir *ex ante* la demanda solvente si sólo se puede verificar en forma *ex post*? ¿Cómo se puede definir un equilibrio de mercado monetario en forma *ex ante*?

Este problema es similar a la crítica de Possas (1986) a la exposición de Keynes del principio de la demanda efectiva en su *Teoría General*¹⁷:

“¿Sería adecuado considerar como ‘de equilibrio’ una configuración enteramente *ex ante*?

(...) ‘el equilibrio’ propiamente dicho se refiere a una configuración de fuerzas inter-actuantes que se cancelan recíprocamente, que sólo se puede verificar *ex post*” (Possas, 1986, p. 297)

¹⁷ Sin embargo, en 1937 Keynes ya había reparado sobre los problemas de su propio planteo: “En una teoría de la ocupación, los resultados verificados no equivalen a los resultados esperados. (...)”

Cuando se está tratando con agregados, la demanda efectiva agregada de un momento A no corresponde a una renta agregada de un momento B. Todo lo que se puede comparar es la renta esperada y la renta que realmente resulta para un empresario de una decisión particular. La inversión efectivamente realizada puede diferir debido a variaciones inesperadas en los stocks, cambios en los precios, alteraciones de decisiones. La diferencia, su hubiere, es debido a errores en las expectativas de corto plazo. La importancia de la diferencia reside en el hecho de que ésta será uno de los factores relevantes en la determinación de la demanda efectiva subsecuente” (Keynes, 1973, PP. 179-83)

El problema de igualar arbitrariamente en forma *ex ante* la demanda esperada con la demanda efectiva es el de negar cualquier error de expectativas, que no es algo razonable sobre todo en períodos de cierta inestabilidad. Un error de expectativas de los banqueros sobre las ventas esperadas de bienes y servicios puede verificar *ex post* que la demanda solvente haya sido en realidad insolvente. Asimismo, se podría “verificar” (contra-fácticamente) que quizás cierta demanda nocional en realidad podría haber sido solvente. El “equilibrio” *ex ante* puede verificarse en desequilibrio *ex post* en si las expectativas no se cumplen.

2.2.5.) Sobre las “curvas” marginalistas

Otro denominador común en el debate post-keynesiano es el método expositivo y analítico, que vale decir, no es necesario para el desarrollo de un enfoque de dinero endógeno. Se trata del método marginalista y la representación gráfica de curvas de oferta y demanda.

Según Serrano (2002):

“El primer problema de esta visión es la dificultad conceptual de distinguir empíricamente lo que sería la oferta y lo que sería la demanda por dinero. Es difícil afirmar si la cantidad de dinero existente en un punto del tiempo representada, digamos por el agregado M1 [M2], por ejemplo, se trata de la oferta, de la demanda, ninguna de las dos, o las dos” (Serrano, 2002, p. 2)

Efectivamente, en la práctica sólo se observa un “punto” que representa determinada cantidad de dinero a una determinada tasa de interés que no tiene ninguna propiedad en sí mismo para resolver aquella distinción.

La teoría neoclásica se ha visto obligada a resolver estos problemas en forma arbitraria, esto es, tomando por convención a la “oferta” monetaria en términos nominales y a la “demanda” en términos reales. Pero no es necesario tomar partido en este dilema si optamos por abandonar el razonamiento convencional en un programa de investigación heterodoxo.

Según Serrano (2002):

“La idea de dinero (M1) [M2] endógeno es que no tiene sentido ni siquiera diseñar una curva de oferta de dinero, pues nunca existe desequilibrio entre oferta y demanda de dinero, ya que, cuando a una dada tasa de interés los bancos deciden otorgar préstamos y estos son depositados en otros bancos se está creando tanto “oferta” como “demanda” de dinero, simultáneamente y necesariamente en el mismo monto. Por lo tanto, la “curva de oferta” de dinero, en realidad, es superpuesta a la “curva de demanda” de dinero pues se refieren a la misa cosa: la cantidad de dinero que fue creada” (Serrano, 2002, p. 11)

Para un enfoque de dinero endógeno, la conceptualización de oferta y demanda es una tautología que sólo puede aportar confusión. En este sentido parece ser más pedagógico el concepto clásico de “demanda efectiva” (*effectual demand*) que prescinde de curvas marginalistas e independientes entre sí (Crespo, 2008)

No obstante, mismo en los términos marginalistas podemos realizar algunas reflexiones críticas. El debate post-keynesiano está centrado en la inclinación positiva o en la horizontalidad de la curva de oferta monetaria. Pero, ¿qué podemos decir respecto al consenso que ambos enfoques tienen sobre la inclinación negativa de la curva de demanda monetaria?

Sería un error pensar que la demanda crediticia es homogénea. No todos los componentes de esta demanda muestran la misma elasticidad a variaciones de la tasa activa bancaria. Por ejemplo, la demanda por créditos hipotecarios y para consumo muestra una clara sensibilidad a la tasa de interés (“curva negativamente inclinada”) en el corto y largo plazo. Sin embargo, la demanda por créditos para inversión presenta mayor complejidad.

Como afirma Serrano (2002):

“Una reducción de la tasa de interés en relación al pasado lleva a una anticipación de los gastos ya programados para aprovecharse el menor costo del crédito, y un aumento del interés a una postergación de gastos debido al súbito aumento del costo financiero de las deudas” (Serrano, 2002, p. 14)

También en este sentido, sobre la demanda de crédito de las empresas no financieras Lavoie (1992) afirma:

“Se supone que está inversamente relacionada a la tasa de interés, ya que se presume que, eventualmente, aumentos de tasas reducirá el deseo de algunas empresas de incurrir en gastos deficitarios” (Lavoie, 1992, p. 171)

Entonces, para el caso de los préstamos de corto plazo a las empresas, efectivamente existe un “efecto financiero” que en términos convencionales puede ser vista como una curva de demanda negativamente inclinada. Es razonable suponer que, ante una reducción de la tasa, las empresas aprovecharán el menor costo financiero para cancelar deudas pasadas o anticipar gastos ya programados.

De esta forma, en el corto plazo, el crédito al consumo y a las empresas es sensible a la tasa de interés. Por otro lado, en el largo plazo, el crédito hipotecario y también el crédito al consumo son sensibles a la tasa de interés. Vale aclarar que no importa aquí

el grado de sensibilidad de cada componente de la demanda, sino simplemente su dirección.

Pero, ¿qué ocurre con los préstamos a las empresas no financieras en el largo plazo? Los trabajadores y los consumidores en general no pueden aumentar sus rendimientos para compensar cualquier aumento de la tasa de interés. Esta es la razón de su sensibilidad a la tasa de interés. En cambio, en líneas generales, las empresas sí podrían alterar sus rendimientos en el largo plazo para compensar eventuales aumentos en sus costos totales (en este caso, la carga financiera o el costo de oportunidad de la tasa de interés) simplemente repasando a precios, esto es, evitando caídas de el *mark-up*.

La literatura estructuralista, entonces, tiene un problema lógico pues mezcla una curva de demanda de crédito (a empresas no financieras) de corto plazo con otra de oferta de crédito de largo plazo. Supongamos que estamos analizando el mercado crediticio desde una óptica estructuralista, tal como en la literatura generalmente se simplifica (demanda de empresas no financieras), pero sólo en el corto plazo. En realidad, rápidamente vamos a percibir que nos estaríamos encontrando en un mundo “horizontalista”, ya que en el corto plazo sabemos que el *spread* bancario es estable (“oferta horizontal”) y la demanda es sensible a la tasa de interés (“demanda negativamente inclinada”).

Ahora, supongamos que analizamos el largo plazo, también desde una óptica estructuralista. Basta aceptar la posibilidad que tienen las empresas de alterar sus rendimientos para que toda su estructura lógica carezca de sentido. Si se acepta esta posibilidad, entonces sería más lógico diseñar una curva de demanda vertical que refleje su insensibilidad a la tasa de interés, en línea con el enfoque sraffiano (Garegnani, 1978-9). Pero el razonamiento no puede concluir aquí, pues si se acepta tal reformulación, automáticamente también se estaría rechazando la existencia de una curva de oferta positivamente inclinada. La capacidad que tienen las empresas en el largo plazo de repasar los aumentos de sus costos financieros a los precios destruye toda la argumentación estructuralista sobre los “riesgos crecientes”, “iliquidez creciente”, o como quiera expresarse. En otras palabras, mientras se mantenga el nivel de actividad las empresas pueden garantizar el cumplimiento de sus obligaciones financieras porque eventualmente disponen de la capacidad de mantener la tasa de ganancia ante aumentos en sus costos totales.

Aún desde una visión estructuralista y con todo su instrumental metodológico, basta modificar un “pequeño” supuesto para que, en realidad, sea más razonable diseñar curvas de oferta (demanda) infinitamente elástica (inelástica) a la tasa de interés, siempre en el largo plazo.

2.2.6.) ¿Enfoque ortodoxo de dinero endógeno?

Ya observamos en la introducción que si bien es cierto que el principio del dinero endógeno debe ser una premisa indispensable para cualquier enfoque heterodoxo acabado, también es cierto que la teoría neoclásica moderna, esto es, el “Nuevo Consenso”, considera la tasa básica de interés una variable exógena determinada por el banco central, y consecuentemente, la creación de dinero una variable largamente endógena.

Según Vernengo (2011):

“Ciertas cuestiones son frecuentemente vistas como elementales para la definición de la economía heterodoxa. Dinero endógeno es un ejemplo típico. Y es cierto que la mayoría, si no todos los economistas heterodoxos, sigue alguna versión de la teoría del dinero endógeno (...) Por otra parte, muchos economistas convencionales trabajan con dinero endógeno, desde Wicksell hasta los que utilizan la regla de Taylor ahora” (Vernengo, 2011, <http://nakedkeynesianism.blogspot.com>)

Como también vimos, esta reformulación de la teoría neoclásica no tiene tanto que ver con una reformulación teórica de sus principios, sino más bien con una adaptación pragmática a la evidencia empírica. Con la aceleración de las innovaciones financieras en la economía mundial a partir de los años 80, los bancos centrales de las economías más desarrolladas comenzaron a verificar una persistente complicación para controlar la cantidad de dinero, debido a la inestabilidad en su velocidad de circulación. Cada vez más se verificaba la imposibilidad de establecer algún tipo de cointegración entre stocks monetarios y flujos de renta nominal.

Según Blinder (1998):

“Pero al final fueron los hechos, no la teoría, los que decidieron la cuestión. La feroz inestabilidad de las curvas LM estimadas en Estados Unidos, el Reino Unido y muchos otros países, que comenzó en los años setenta y se ha mantenido hasta la actualidad, llevó a los economistas y a los responsables de la política económica a extraer la conclusión de que la elección de la oferta monetaria como objetivo sencillamente no es una opción viable” (Blinder, 1998, p. 27)

La desaparición de la curva LM de los modelos neoclásicos en nada cambia su base teórica cuantitativista, pues se trata simplemente de un mejoramiento “técnico” para la política monetaria:

Según Serrano (2002):

“Hoy en día, sin embargo, los bancos centrales preferirían establecer una meta para la tasa de interés para evitar que la inestabilidad de la demanda por dinero torne a la tasa de interés muy inestable. En esta visión, el dinero es en principio exógeno, pero por una opción del banco central que prefiere adoptar una política de acomodación a los cambios de la demanda por dinero, esta queda pareciendo endógena” (Serrano, 2002, p. 7)

La teoría de los fondos prestables wickselliana puede ser vista como una versión bien evolucionada (no en sentido cronológico) de la visión neoclásica convencional (no monetarista). El núcleo de la teoría convencional es que la tasa “natural” de interés refleja el equilibrio entre el ahorro y la inversión. Sin embargo, de acuerdo a la teoría de los fondos prestables, por un lado existe una tasa monetaria de interés determinada exógenamente por el sistema bancario (o banco central), y por el otro lado, existe aquella tasa natural determinada por factores “reales”. Así, parecería ser que la teoría wickselliana es una tentativa de adaptación de la teoría “pura” neoclásica a la realidad bancaria.

Sin embargo, la tasa monetaria no puede persistentemente desconectarse de la tasa natural de equilibrio, que refleja pleno empleo y plena utilización de la capacidad. Cualquier desvío de la tasa monetaria con relación a la natural tendrá consecuentemente impactos en el nivel de precios de la economía. De esta forma, una persistente tasa monetaria por debajo (arriba) de la tasa natural es una política monetaria expansiva (contractiva) que genera un proceso inflacionario (deflacionario) acumulativo, que sólo se detiene cuando se retorna al equilibrio, esto es, la convergencia de la tasa monetaria a la natural.

Sin embargo no se puede ignorar el significativo avance de la teoría wickselliana con relación a la teórica cuantitativa original: primero, reconoce explícitamente que la tasa monetaria de interés no está determinada por un mercado de factores de producción, sino fijada exógenamente por el banco central (o sistema bancario). Segundo, la creación de dinero es largamente endógena determinada por el crédito bancario.

En una interpretación más moderna, el Nuevo Consenso sostiene que una política monetaria expansionista (tasa monetaria de interés por debajo de la natural) que reduce el hiato del producto (o empleo) a niveles inferiores a la tasa natural de

desempleo (NAIRU) genera una aceleración de los precios. Por este motivo, los bancos centrales deberían utilizar reglas (regla de Taylor) para la política monetaria a fin de controlar la inflación y guiar la tasa básica de interés hacia una convergencia con la tasa natural.

En resumen, las teorías cuantitativa, wickselliana y del Nuevo Consenso comparten una serie de supuestos y conclusiones: la ley de Say, la causalidad del dinero para los precios y la neutralidad del dinero en el largo plazo.

Contrariamente, un enfoque heterodoxo contrapone a la ley de Say el crecimiento liderado por la demanda efectiva. Asimismo, la evidencia empírica sugiere que el grado de utilización normal de la capacidad no es pleno (Steindl, 1979). Finalmente, mientras la economía opere con insuficiencia de la demanda efectiva es imposible suponer el pleno empleo.

Entonces, si la capacidad productiva se ajusta a la demanda en el largo plazo, no hay motivos para pensar en un persistente exceso de demanda, y consecuentemente, en una persistente inflación de demanda. Asimismo, con la tasa de interés exógena y el dinero endógeno no hay razón para que el *spread* bancario sea endógeno y creciente pues con un banco central acomodaticio no hay problemas de “escases de dinero”, y con empresas que pueden alterar sus rendimientos no hay problemas de “riesgos crecientes”.

2.3.) Dinero endógeno para economía abierta

2.3.1) Dinero “endógeno” en el modelo Mundell Fleming

El modelo Mundell Fleming (MF) seguramente es la base dominante de la teoría convencional para analizar economías abiertas, no sólo en modelos reconocidamente ortodoxos sino también en otros tantos con pretensiones y características heterodoxos.

El MF parte de una posición de equilibrio general entre los mercados de bienes y servicios (curva IS), monetario (curva LM) y cambiario (curva BP), aunque el producto puede no estar en su nivel potencial. Se trata de un análisis de estática comparativa, donde en el corto plazo los precios nominales son rígidos. Asimismo, la tasa de interés doméstica de equilibrio debe ser igual a la tasa de interés “internacional”, para que la

balanza de pagos se mantenga en equilibrio¹⁸. En otras palabras, con movilidad perfecta de capital la balanza de pagos es infinitamente elástica a la tasa de interés.

Dado que, en principio, según el modelo MF el dinero es exógeno (y el instrumento de control del banco central), veamos que ocurre con una política monetaria expansiva con el objetivo de aumentar el empleo y el producto. En el caso de un régimen de cambio fijo, el banco central reduce la tasa de interés a través de un aumento de la oferta monetaria, por ejemplo, realizando operaciones de compra de títulos públicos en el mercado abierto. El banco central expande la base monetaria y el M2 pues opera también un multiplicador monetario estable. El aumento de la cantidad de dinero produce un exceso de oferta monetaria que reduce la tasa de interés doméstica por debajo de la tasa internacional.

Ahora la economía se encuentra en desequilibrio externo, pero con un aumento del producto. Como suponemos que las exportaciones son autónomas, pero las importaciones son una función del nivel de producto, una política monetaria expansionista, *ceteris paribus*, aumenta el producto y las importaciones netas. De esta forma, se registra un déficit en cuenta corriente. No obstante, por otro lado, el diferencial negativo de las tasas de interés induce una salida de capitales que genera un déficit en la cuenta capital y financiera.

Entonces, este déficit en la balanza de pagos obliga al banco central a perder sistemáticamente reservas internacionales hasta la economía retornar automáticamente al punto de equilibrio inicial. Bajo un régimen de cambio fijo, el banco central está comprometido a vender todas las divisas que sean demandadas (o comprar todo el excedente de base monetaria que sea ofertado). Por lo tanto, con la pérdida de reservas, la base monetaria se contrae, y por los motivos inversos al multiplicador monetario también se contrae la cantidad total de dinero M2 porque se destruyen depósitos a la vista y se otorgan menos créditos. Así, la demanda agregada, el producto, y las importaciones netas se contraen y la tasa de interés aumenta hasta igualar la tasa de interés internacional, esto es, la condición inicial de equilibrio general.

El proceso inverso sería una política monetaria contractiva. Se contrae la demanda agregada, el producto y las importaciones netas (superávit en cuenta corriente). La

¹⁸ El eufemismo de tasa de interés "internacional" hace referencia a la tasa de interés de la potencia hegemónica que emite la moneda mundialmente aceptada como medio de pago para transacciones internacionales. En el actual orden mundial la tasa de interés "internacional" es la tasa de los fondos federales de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

tasa de interés aumenta por encima de la internacional y entran capitales por el diferencial de interés (superávit en la cuenta capital y financiera). Asimismo, por el superávit en la balanza de pagos aumentan las reservas internacionales y se expande la cantidad de dinero hasta retornar a la condición de equilibrio inicial.

Concluyendo, para una economía “pequeña” y con movilidad de capital (perfecta o imperfecta)¹⁹ donde el banco central mantiene un régimen de cambio fijo, el modelo MF afirma que la oferta monetaria se torna completamente endógena, y consecuentemente, la política monetaria se torna totalmente ineficaz. Sólo en este caso, el dinero deja de ser exógeno controlado por el banco central pues opera el mecanismo de ajuste automático de la base monetaria a la variación de reservas internacionales.

Nótese que este razonamiento es perfectamente aplicable a la posibilidad de que sea la tasa de interés el instrumento de control del banco central y ya no la base monetaria. En este caso, exactamente de la misma manera el banco central pierde su capacidad de aplicar una política monetaria efectiva. Por último, sólo la política fiscal puede ser efectiva en un régimen de cambio fijo y movilidad de capital.

Ahora bien, debemos realizar algunos comentarios al respecto. Es verdad que en el modelo MF se acepta incorporar a la tasa de interés doméstica un *spread* que refleje el “riesgo país” de la deuda pública externa y expectativas variables de devaluación cambiaria, para poder tornar el modelo un poco más realista. Por lo tanto, en vez de una simple igualdad entre la tasa doméstica y la internacional más realista sería la siguiente (que no significa una crítica al MF pues dijimos que esta complementación puede ser compatible con el modelo):

$$i = i^* + \text{spread} + \Delta e^e$$

Si omitiéramos estos componentes en la determinación de la tasa doméstica ya se estaría en una situación de salida de capitales y mas ilógica aun sería una política monetaria expansiva pues se acentuaría aun más el déficit de balanza de pagos. Sólo partiendo de una tasa de interés “bien arriba” de la internacional tendría algún sentido lógico una política monetaria expansiva.

¹⁹ En un régimen con cambio fijo, en todos los casos donde la curva BP es horizontal, mas vertical o menos vertical que la curva LM, el efecto de la política monetaria es totalmente ineficaz (Serrano & Summa, 2011, p. 6)

Sin embargo, aún incorporando estos componentes no parece realista suponer que el déficit en cuenta corriente podrá ser financiado ilimitadamente a una tasa de interés constante. Más importante que la hipótesis de perfecta movilidad de capital es la hipótesis de perfecta sustitución entre activos a nivel internacional. Así, sólo aceptando que los títulos públicos de los diferentes países no son sustitutos perfectos en el mercado financiero internacional, ya es suficiente para garantizar que no habrá influjo infinito de capitales. Entonces, aun siendo la curva BP positivamente inclinada, se torna vertical a partir del punto en el que se verifica un racionamiento total de crédito (Serrano & Summa, 2011, pp. 9-10).

Por otro lado, las conclusiones de MF son en principio razonables sólo si se asume un mecanismo de ajuste automático de la base monetaria a la variación de reservas internacionales y la existencia de un multiplicador monetario estable. En otras palabras, según MF no existen mecanismos de “esterilización” que puedan neutralizar los mecanismos de ajuste automático.

Es decir, que en el modelo MF opera el llamado “trilema de la imposibilidad” de la política monetaria, o sea, la imposibilidad del banco central de controlar simultáneamente el tipo de cambio y la tasa de interés en una economía abierta con movilidad de capitales. Según el trilema, en este marco, si el banco central fija el tipo de cambio, la tasa de interés (y la cantidad de dinero) se tornan necesariamente endógena.

Este stock de dinero “endógeno” nada tiene que ver con el enfoque de dinero endógeno de la literatura heterodoxa. Para la ortodoxia, en este caso de economía abierta el dinero es “endógeno” porque está determinado por la balanza de pagos, no por la demanda efectiva de crédito.

Según Lavoie (1992; 2001):

“Debe quedar claro que la endogeneidad del dinero a la que los autores neoclásicos se refieren en este contexto internacional es muy diferente de la defendida por la endogeneidad de los autores post-keynesianos (...) Estos dos puntos de vista no se pueden conciliar” (Lavoie, 1992, p. 189)

“En el caso neoclásico de la oferta de dinero endógeno, el proceso de endogeneidad es liderado por la oferta [supply-led] mientras que en el enfoque post-keynesiano, la oferta es endógena porque esta es liderada por la demanda [demand-led]” (Lavoie, 2001, p. 218)

El siguiente cuadro ilustra la diferencia entre el enfoque ortodoxo y heterodoxo:

<p><u>Mundell Fleming (cambio fijo)</u></p> <p>$BP \rightarrow \Delta R^* \rightarrow \Delta H \rightarrow \Delta C$</p>
<p><u>Heterodoxia</u></p> <p>$BP \rightarrow \Delta R^* \rightarrow (\Delta H - \Delta D) \leftarrow \Delta C^D$</p>

BP = balanza de pagos, R* = reservas internacionales, H = base monetaria, C = crédito, C^D = demanda solvente de crédito, D = deuda interna, (ΔH - ΔD) = compensación endógena (simplificada)

En resumen, el trilema y el mecanismo del ajuste automático descansan sobre los siguientes supuestos: a) el influjo neto de capitales determina la variación neta de base monetaria, b) el multiplicador monetario es siempre estable, y c) no existen mecanismos de esterilización de la variación de la base monetaria. Basta que cualquiera de estos supuestos no se cumplan para que el MF deje de tener alguna utilidad teórica.

Ya fueron analizados los supuestos a) y b). Sobre el supuesto c) sabemos que existen mecanismos de esterilización de la base monetaria. Ahora bien, ¿cómo se determinan los mecanismos de compensación?

2.3.2.) Los mecanismos de compensación endógenos

Frecuentemente se mencionan como instrumentos de política del banco central, para la intervención en el mercado monetario, los requerimientos de encajes, las asistencias de liquidez por “ventanilla” (redescuentos), las operaciones de pases garantizados (repos) y las licitaciones de títulos públicos emitidos por el tesoro nacional o por el propio banco central.

Sin embargo, tales “instrumentos” se ajustan a las necesidades de liquidez (o iliquidez) y decisiones de cartera de los bancos a una dada tasa básica de interés. Es decir que, dada la tasa básica de interés definida por el banco central, estos “instrumentos” responden a procesos endógenos del propio sistema bancario. Con lo cual, en realidad el instrumento por excelencia del banco central es la tasa básica²⁰.

²⁰ Los requerimientos de encajes parecen ser un instrumento completamente exógeno, sin embargo, si el banco central tiene un objetivo invariable de tasa básica la política de encajes debe ajustarse a ella. Por ejemplo, si el banco central decide aumentar los encajes compulsivos y mantener constante la tasa básica al mismo tiempo, *ceteris paribus* estará

Salvo en el caso improbable de que el banco central no quiera acomodarse a las necesidades de liquidez bancarias y decide dejar fluctuar en forma inestable la tasa interbancaria, los redescuentos, los pasajes netos, el stock de títulos públicos y los requerimientos de encajes responderán a mecanismos de compensación endógenos.

Uno de los argumentos más difundidos contra el mecanismo de ajuste automático del modelo MF es que el banco central tiene el “poder” de esterilizar o absorber los excesos de oferta de base monetaria. Así, la esterilización es presentada como un instrumento de política monetaria y al banco central como una “aspiradora” sujeta a decisiones políticas.

Sin duda que existen tales mecanismos de esterilización, pero, ¿se tratan de iniciativas cuantitativas del banco central?, o sea, ¿tiene el banco central la capacidad de administrar las carteras del sector privado?

Bajo un régimen de cambio fijo, frecuentemente, se argumenta que ante una variación positiva (negativa) de las reservas internacionales el banco central puede mantener constante el stock de base monetaria vendiendo (comprando) títulos públicos en el mercado abierto. Veamos.

Supóngase que la base monetaria es totalmente exógena, lo que significa que el banco puede controlar los excesos de liquidez de las carteras privadas, básicamente, los excesos de reservas bancarias o, como hemos llamado aquí, reservas bancarias efectivas. En otras palabras, significa que dada la demanda por reservas o base monetaria (o por títulos públicos) conocida en forma *ex ante*, el banco central controla cantidades alterando el rendimiento de los títulos públicos, o sea, la tasa de interés. Bajo estos supuestos, el banco central puede esterilizar la cantidad de base monetaria que desea siempre que venda títulos públicos a un precio lo suficientemente menor del precio de mercado al momento de la operación, o sea, aumentando la tasa de interés, a una dada demanda por títulos públicos.

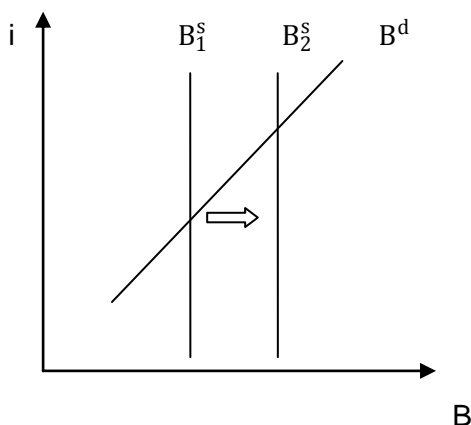
En resumen, asumiendo que la base monetaria es exógena y que su demanda es constante y conocida en forma precisa el banco puede controlar la base por medio de operaciones de mercado abierto.

obligado a acomodarse a las nuevas necesidades de liquidez bancaria para evitar que la tasa interbancaria aumente, o sea, para neutralizar los efectos de política de encajes.

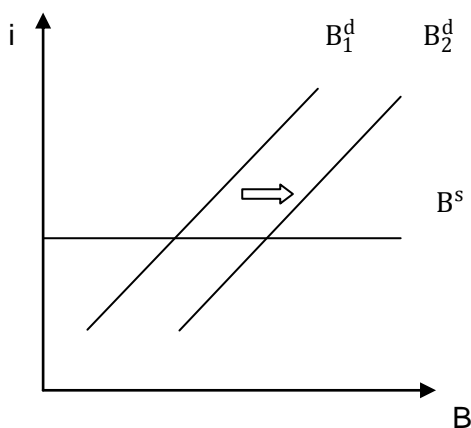
Claro que también puede haber esterilización sin alterar la tasa de interés, pero sólo si la demanda por títulos públicos aumenta. No obstante, debe percibirse que en este caso el nuevo “equilibrio” monetario ya no responde a operaciones iniciadas por el banco central sino a desplazamientos endógenos de la demanda de títulos. En otras palabras, si la demanda por títulos no está dada y la tasa de interés es exógena, por definición la esterilización de la base monetaria es endógena.

Por lo tanto, determinadas metas de esterilización (metas monetarias cuantitativas) serían una iniciativa del banco central sólo en el hipotético escenario poco realista de que la demanda por títulos públicos es constante y conocida en forma *ex ante*. Aun partiendo de un modelo de dinero exógeno, basta asumir que la demanda no está dada, que no es una curva continua, o que no se conoce con precisión para concluir que el banco central no puede controlar la cantidad de dinero. En términos gráficos convencionales se puede representar lo anterior de la siguiente forma:

Mercado de títulos públicos: esterilización exógena
(Desplazamiento de la oferta; demanda constante)



Mercado de títulos públicos: esterilización endógena
(Desplazamiento de la demanda; acomodación del BC)



Por lo tanto, si se quiere graficar en términos convencionales la oferta de títulos públicos (o de base monetaria) debería ser una curva horizontal infinitamente elástica a la tasa de interés.

Por tal motivo, Lavoie (2001) afirma que “*con tipos de cambio fijos, esterilizaciones ocurren automáticamente*” (Lavoie, 2001, p. 229). Sin embargo, la tesis de la compensación endógena no se reduce sólo al análisis de las operaciones de mercado abierto.

Según Lavoie (1992):

“La teoría del dinero endógeno y su tesis de la compensación en el caso de una entrada de divisas puede ser resumida de la siguiente manera: (1) los beneficiarios no financieros de la moneda extranjera pueden reducir su deuda pendiente con los bancos comerciales, (2), los bancos pueden utilizar esta fuente adicional de base monetaria para reducir su deuda con el banco central, o (3) para reducir la tasa de crecimiento de su deuda con el banco central en una economía de rápido crecimiento, (4) los bancos pueden utilizar esta la fuente exterior de la base monetaria para reducir sus ventas de bonos del Tesoro a los bancos centrales que se hacen con el fin de adquirir las reservas obligatorias, o (5), si la economía se está expandiendo lentamente en comparación con el flujo de entrada de moneda extranjera los bancos pueden comprar bonos del gobierno y acumular reservas secundarias” (Lavoie, 1992, p. 191)

Asimismo, tenemos también mecanismos compensatorios endógenos cuando los exportadores pagan sus deudas a los bancos como cualquier empresa. Los exportadores reciben moneda extranjera como forma de pago por sus ventas al exterior, que luego liquidan en el mercado de cambios. Cuando los exportadores utilizan parte del monto en moneda domestica para cancelar sus compromisos financieros en moneda domestica se están destruyendo depósitos, y por lo tanto, se está contrayendo la cantidad de dinero. (Lavoie, 2001, p. 236)

Por ello, según Lavoie (2001):

“se puede decir que el principio de la compensación se produce en dos niveles, ‘entre el público y los bancos, y entre los bancos y el banco central’ (Lavoie 1992: 190)” (Lavoie, 2001, p. 237)

Sin embargo, también es razonable suponer que los mecanismos de compensación no esterilizan el total del efecto monetario, sobre todo para el caso de las esterilizaciones derivadas las exportaciones netas) (Vernengo & Rochon, 2001). Con lo cual, aún rechazando el MF con cambio fijo, no sería incompatible con el enfoque de dinero endógeno asumir cierto grado de esterilización parcial tanto para las expansiones exógenas como para las expansiones endógenas *supply-led* de la base monetaria.

Por último, también sería correcto incorporar como mecanismo de compensación la formación de activos externos por parte del sector privado en economías atípicas, como puede ser el caso argentino. La “costumbre” del sector privado de atesorar parte de sus ahorros en divisas es, sin duda, un mecanismo de compensación endógeno poco convencional.

3.) REFLEXIONES SOBRE LA CONVERTIBILIDAD Y LA POST-CONVERTIBILIDAD ARGENTINA

A partir del marco conceptual desarrollado hasta aquí, pasemos ahora a reflexionar sobre las experiencias recientes argentinas en materia de regímenes monetarios y cambiarios. El objetivo aquí es demostrar la aplicabilidad de la teoría del dinero endógeno y tasa de interés exógena incluso para la Convertibilidad que frecuentemente ha sido visto como un caso extremo de régimen de cambio fijo del modelo Mundell Fleming. Asimismo, para la Post-Convertibilidad reflexionaremos a partir del mismo marco teórico sobre el uso frecuente de términos tales como “flotación administrada” del tipo de cambio, “política de acumulación de reservas internacionales” y “política de esterilización”, y consecuentemente, analizaremos el sistema de metas cuantitativas de M2 que programaba anualmente el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA), por lo menos hasta la Reforma de la Carta Orgánica en Marzo de 2012.

Es importante señalar que independientemente de las marcadas diferencias cualitativas entre el régimen de Convertibilidad y el de Post-Convertibilidad, esto es, la diferencia entre regímenes de “cambio bajo (alto) e interés alto (bajo)” respectivamente, ambos pueden ser analizados comparativamente como casos empíricos que invalidan al modelo Mundell Fleming de régimen de cambio “fijo” y el “trilema de la imposibilidad”. A pesar las claras diferencias entre los regímenes de tipo de cambio fijo de la Convertibilidad y de flotación administrada de la post-Convertibilidad, ambos pueden analizarse como regímenes no flexibles en términos de Mundell Fleming, como ya fue aclarado con anterioridad.

3.1.) Convertibilidad (1991-2001)

3.1.1.) La visión dominante sobre el funcionamiento de la Convertibilidad

Un sistema de caja de conversión es un caso extremo de un régimen cambiario fijo. Por este motivo, la visión dominante y convencional sobre el funcionamiento de la Convertibilidad argentina ha utilizado sin grandes reparos el modelo Mundell Fleming,

ya que, si para otros regímenes cambiarios fijos podría haber alguna salvedad, para una caja de conversión sería un caso puro.

En otras palabras, la visión dominante sostiene que la estabilidad macroeconomía y el atractivo diferencial de interés induce flujos de entrada neta de capitales que, dado el régimen de cambio fijo, expanden la demanda agregada vía expansión de la base monetaria y el M2 (supone que operaba el multiplicador monetario). En la fase contractiva, el proceso es el inverso. Salidas netas de capital contraen el stock monetario, y por ende, de la demanda agregada.

Veamos algunas citas ilustrativas referidas a las cajas de conversión en general y otras aludiendo particularmente al caso argentino:

“Una caja de conversión es sólo una variante de un tipo de cambio fijo donde el compromiso con el tipo de cambio fijo es especialmente fuerte porque la conducción de la política monetaria está en piloto automático, totalmente fuera de las manos del banco central y el gobierno. Por el contrario, el típico régimen de cambio fijo permite a las autoridades monetarias cierta discrecionalidad en la conducción de la política monetaria, ya que todavía se puede ajustar la tasa de interés o imprimir dinero” (Mishkin, 2004, p. 492)

“En este sistema, la moneda local está respaldada al 100 por cien por reservas de divisas. El banco central no goza, pues, de discrecionalidad, no es posible imprimir dinero para financiar los déficits presupuestarios y jamás vuelve a haber una devaluación. Durante los años 90, la política monetaria argentina fue fijada por la Reserva Federal de Washington” (Dornbusch, Fischer & Startz, 2004, p. 580)

"Además, como la caja de conversión no permitía al banco central crear pesos y prestarlos a los bancos, este tenía muy poca capacidad para actuar como prestamista de última instancia” (Mishkin, 2004, p. 494)

“Para sintetizar esta sección, los hechos estilizados de las implicancias macroeconómicas del Plan de Convertibilidad pueden describirse del siguiente modo: la percepción del ajuste estructural redujo la prima del riesgo país que, a su vez, indujo la entrada de capitales, principalmente por la repatriación de activos y privatizaciones. La entrada de capitales aumentó tanto la oferta de crédito como la demanda agregada y terminó financiando los déficits de cuenta corriente, requiriendo, así, una apreciación real para que se produjera el cambio en los recursos” (Rodríguez, 1995, p. 44)

“La estabilización y las reformas indujeron una fuerte reducción en la tasa de riesgo país de la Argentina y un importante ingreso de capitales (...) En consecuencia, el crédito, que había desaparecido durante los años de alta inflación, retornó para promover el crecimiento del consumo, la inversión, el producto y el ingreso” (Canavese, 2001, p. 8)

3.1.2.) Una visión alternativa sobre el funcionamiento de la Convertibilidad

Si efectivamente el caso de la Convertibilidad argentina fue una versión extrema del modelo Mundell Fleming, el enfoque heterodoxo de dinero endógeno no podría ser aplicado, pues el crecimiento monetario no estaría liderado por la demanda doméstica de crédito y determinado por los bancos, sino por la variación de las reservas internacionales.

Para el caso de la Convertibilidad, el modelo Mundell Fleming pareciera ser aun más convincente todavía porque supuestamente el BCRA no podía acomodarse plenamente a la demanda de reservas del sistema bancario. Asimismo, como supuestamente estaba limitado el crecimiento de la deuda pública también se supone que no eran posibles los mecanismos de compensación o esterilización.

En realidad, la Convertibilidad no era un caso puro de una caja de conversión. No sólo no funcionaba con una cobertura total de los agregados monetarios, esto es no había un respaldo del 100% de la cantidad de dinero M2 y M3 (bimonetarios), sino que incluso podía funcionar con una cobertura de reservas internacionales por debajo de la base monetaria. En su balance, el BCRA podía contabilizar como “reservas internacionales” hasta un 33% de títulos del tesoro denominados en dólares. De esta forma, sin la necesidad de aumentar el stock de reservas internacionales, el BCRA eventualmente podía expandir la base monetaria y acomodarse rápidamente a la demanda por liquidez de los bancos en periodos de fuerte inestabilidad. Tal recurso, sumado a otras características “heterodoxas” de la caja de conversión argentina le valió a Schuler para definirla como variante “no ortodoxa” (Schuler, 2005).

“Una caja de conversión ortodoxa no tiene importantes activos domésticos: no se involucra con intervenciones de esterilización (compra o venta de activos domésticos para compensar los efectos sobre la oferta monetaria de una acumulación o pérdida de reservas en moneda extranjera); no le presta al gobierno, y no actúa como prestamista de última instancia para los bancos (...)

El sistema de convertibilidad de la Argentina mantuvo un tipo de cambio rígido con el dólar de EE.UU. y la mayor parte de su vida no impuso ninguna restricción sobre la conversión de moneda local a dólares, pero en otros aspectos no se parecía a una caja de conversión” (Schuler, 2005, pp. 243-244)

Indudablemente, con una caja de conversión algo flexible se amplía la posibilidad de razonar en términos del enfoque de dinero endógeno. Sin embargo, los márgenes de maniobra que tenía el BCRA bajo la Convertibilidad para comportarse como prestador de última instancia o para realizar operaciones de mercado abierto eran limitados. En

otras palabras, no podríamos explicar satisfactoriamente la creación de dinero endógeno bajo la Convertibilidad con sólo focalizarnos en la flexibilidad que ésta tenía en comparación a un régimen puro de caja de conversión.

La Convertibilidad argentina puede ser perfectamente explicada desde un enfoque de dinero endógeno prescindiendo de cualquier tipo de flexibilidad que eventualmente podía habilitar al BCRA de aquel entonces. Por lo tanto, ¿cómo operaba la Convertibilidad para acomodarse a las necesidades de liquidez bancaria sin abandonar la cobertura de reservas internacionales en un marco de déficit crónico en cuenta corriente? A través de compensaciones basadas en un endeudamiento público externo crónico y creciente. Veamos el siguiente modelo explicativo.

Sabemos que la condición de largo plazo para el funcionamiento de la Convertibilidad es que la variación de la base monetaria debe ser menor o igual a la variación de reservas internacionales,

$$\Delta H \leq \Delta R^*$$

dado que el límite era:

$$H = R^*$$

Pero como vimos en nuestra exposición teórica de dinero endógeno, el problema de esta condición es que los factores determinantes de la base monetaria son independientes de los factores determinantes de las reservas internacionales. Dicho de otro modo, no hay ningún mecanismo de ajuste automático de la base monetaria a la variación de reservas internacionales.

Por un lado, la base monetaria está básicamente determinada por la plena acomodación del banco central a la demanda de reservas bancarias derivadas del crecimiento endógeno del crédito interno. En términos formales, la variación de la base monetaria puede en gran parte explicarse por la variación del crédito interno multiplicada por el divisor de crédito,

$$\Delta H \equiv \left(\frac{1}{m}\right) \Delta C$$

donde $1/m$ es la inversión del multiplicador monetario. Por otro lado, la variación de reservas internacionales está determinada por el saldo de la cuenta corriente

(exportaciones netas XN más la renta neta enviada al exterior $RNEX$) más los flujos netos de capitales privados F .

$$\Delta R^* = XN + RNEX + F$$

Así, desagregando $RNEX$ en renta neta enviada al exterior derivada del pago de intereses de la deuda pública externa pasada iD_{-1} y en renta neta enviada al exterior derivada de los pasivos externos del sector privado $RNEX_p$, la balanza de pagos se puede representar de la siguiente forma:

$$\Delta R^* = XN + (RNEX_p + iD_{-1}) + F$$

Reescribiendo la condición de sustentabilidad de la Convertibilidad, tenemos que:

$$\left[\left(\frac{1}{m} \right) \Delta C \right] \leq [XN + (RNEX_p + iD_{-1}) + F]$$

Esto significa que una vez alcanzado el límite $H = R^*$, la base monetaria sólo podrá continuar expandiéndose sin violar la condición de cobertura de la Convertibilidad por medio de un correspondiente aumento de la deuda pública externa D^* que aporte las divisas necesarias. En términos formales:

$$\Delta H = \Delta R^* + \Delta D^*$$

Pero con la siguiente causalidad, ya que los factores exógenos para la fórmula son la base monetaria y las reservas internacionales:

$$\Delta D^* \equiv \Delta H - \Delta R^*$$

Así, reescribiendo esta fórmula obtenemos una explicación más detallada del proceso de endeudamiento público externo necesario para sostener la Convertibilidad en un marco de déficit crónico en cuenta corriente²¹ y equivalencias entre los stocks de base monetaria y reservas internacionales²²

$$\Delta D^* \equiv \left[\left(\frac{1}{m} \right) \Delta C \right] - [XN + (RNEX_p + iD_{-1}) + F]$$

²¹ Debe aclararse que no es imprescindible asumir que la economía opera con un déficit crónico en cuenta corriente para que el modelo obtenga los resultados esperados. Basta que un superávit en cuenta corriente no aporte las divisas necesarias para cumplir con el coeficiente de convertibilidad legal para que la Convertibilidad se vea obligada a depender del crédito externo para su funcionamiento.

²² Nótese que no sería correcto caracterizar este proceso como un *debt-led growth*, pues no es el crédito externo el que lidera la actividad económica interna, sino lo contrario. El crédito externo es liderado por la demanda de liquidez interna y determinado por los prestamistas internacionales.

En esta línea, Serrano y Summa (2011) sostienen:

“De esta forma, entradas de capital no generan directamente por sí sólo booms de crédito ni siquiera bajo un régimen de cajá de conversión (currency board) donde la emisión monetaria primaria tiene que tener un respaldo rígido en moneda extranjera. Lo que de facto ocurre en los países que adoptaron este sistema es que los bancos domésticos prestan el monto que desean en moneda local a los clientes que consideran solventes, dada la tasa básica de interés y el spread bancario. En este caso, un aumento de los préstamos bancarios dentro del país tiende a crear la necesidad usual de aumentar las reservas bancarias, necesidad que es asistida para el sistema como un todo, sea por medio de un aumento de los préstamos del banco central al sector bancario privado, sea por la venta de títulos públicos de bancos al banco central. En ambos casos, la base monetaria se expande endógenamente a remolque de la expansión endógena del crédito y la oferta monetaria. Naturalmente, este aumento de la base disminuye el grado de cobertura del respaldo en divisas del sistema. Esto fuerza al gobierno del país a intentar captar más recursos externos para ampliar las reservas externas y restaurar el respaldo en divisas del sistema. El resultado final conocido es un fuerte aumento del endeudamiento público externo (en moneda extranjera) con el sector privado internacional (y/o con el gobierno de la metrópoli en el caso de las colonias que usaron este esquema) que se torna necesario aunque que el sistema bancario doméstico preste para actividades que utilizan muy pocas divisas extranjeras” (Serrano & Summa, 2011, p.12)

Por ello, bajo estas condiciones auto-impuestas por el Estado argentino podemos afirmar sin temor a equivocarnos que el crecimiento de la deuda pública externa fue un proceso largamente endógeno. Naturalmente que los mecanismos de endeudamiento no siempre eran homogéneos. Podían tomar la forma de créditos *stand-by*, “blindajes”, venta de títulos del tesoro denominados en moneda extranjera, o sofisticados pasivos pasivos (repos) que realizaba el BCRA con bancos privados internacionales²³. Dependiendo el caso, una vez realizados los acuerdos políticos (léase, una vez garantizado el no racionamiento de crédito externo) el influjo de fondos se producía de acuerdo a las necesidades internas de liquidez de la Convertibilidad.

Sin embargo debemos realizar la siguiente observación: suponiendo que se parte de la condición $H = R^*$, la variación de las reservas internacionales debe necesariamente anticiparse a la variación de la base monetarias para no violar en la margen la condición anterior. Esto se debe a que los bancos primero otorgan créditos, y luego

²³ A modo de ejemplo, Kiguel (1999) describe con curioso entusiasmo el sofisticado *Contingent Repurchase Facility*: “La negociación de una línea de crédito contingente entre el banco central y las instituciones financieras privadas internacionales fue tal vez la medida más innovadora y eficaz en esta área. El objetivo principal era asegurar el acceso a moneda extranjera en el caso de una crisis con el fin de respaldar la emisión de moneda nacional y por lo tanto cumplir con la función de prestamista de última instancia. Este esquema le dio a la autoridad monetaria la opción de llevar a cabo operaciones de recompra (repo) vendiendo títulos públicos argentinos denominados en dólares de los EE.UU. y recibiendo ingresos en dólares. Esto permitió al Banco Central obtener dólares y así expandir el crédito interno usando las reservas prestadas para respaldar la expansión monetaria sin violar la Ley de Convertibilidad” (Kiguel, 31, 1999)

ajustan sus reservas demandando liquidez. Si no existiera tal cobertura anticipada de reservas internacionales y la economía estuviera creciendo, se incurriría en permanentes incumplimientos de la Convertibilidad en la margen del crecimiento de la base monetaria.

De esta manera, el endeudamiento público externo estaba claramente inducido por factores endógenos de la economía doméstica, lo que no significa que factores exógenos sean irrelevantes. No altera sustancialmente el modelo anterior la posibilidad de que se anticipe exógenamente un influjo de divisas mayor al necesario para atender la liquidez doméstica. Por ejemplo, es razonable suponer que para aumentar los “márgenes de seguridad” del sistema políticamente se decida acumular reservas internacionales de libre disponibilidad por medio de un endeudamiento externo más que “suficiente”²⁴. En términos formales, deberíamos incorporar una variable exógena al modelo anterior:

$$\Delta D^* \equiv (\Delta H + \Delta RLD^D) - \Delta R^*$$

$$\Delta D^* \equiv \left[\left(\frac{1}{m} \right) \Delta C + \Delta RLD^D \right] - [XN + (RNEX_p + iD_{-1}) + F]$$

$$RLD^D = R^{*D} - H^e$$

donde las reservas internacionales de libre disponibilidad deseadas RLD^D son iguales a las reservas internacionales deseadas menos la base monetaria esperada. De esta manera, la variación de la deuda pública externa dependerá de la variación parcialmente endógena (divisor de crédito algo inestable) de la base monetaria y de la variación de las reservas de libre disponibilidad deseadas por el gobierno para el próximo período.

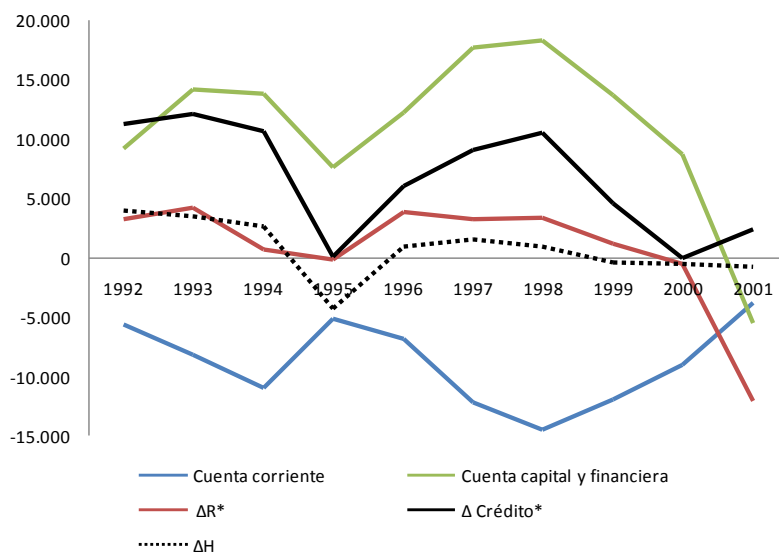
En el siguiente gráfico se observa la correlación entre la variación del crédito interno total bimonetario y el flujo neto de entrada de capitales²⁵. Naturalmente, esta

²⁴ Vale aclarar que tal mecanismo destinado a aumentar los márgenes de seguridad es una contradicción en sí mismo. Dado que se trata de una acumulación de reservas en base al endeudamiento externo no se puede afirmar que el sistema se tornaba más sólido, sino más bien lo contrario, más frágil.

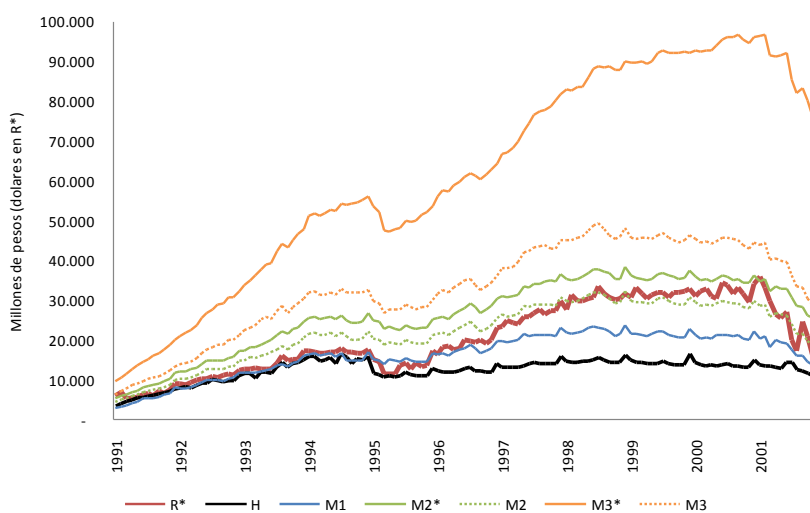
²⁵ Notese que entre 2000 y 2001 la variación del crédito total fue positiva mientras que la variación de las reservas internacionales fue negativa. Esto fue motivo suficiente para que algunos autores neoclásicos visualizaran ligeramente un efecto *crowding out* (Todesca & Acosta Ormaechea, 2003). Sin embargo nada de esto fue así. Durante este período el crecimiento del crédito total es fuertemente liderado por la demanda de créditos en dólares del sector público para hacer frente a la restricción externa. La demanda privada no crecía, no por un efecto desplazamiento, sino porque la economía estaba en recesión. En este sentido, Escudé y Grubisic (2000) afirman:

“La evolución reciente de las tasas de interés no parece indicar esto último [efecto crowding out], ya que si fuera el sector público el que está desplazando al sector privado ello debería producir un significativo aumento de las tasas tanto activas como pasivas (esto último debido a que los bancos saldrían a buscar mayores depósitos con mayores

correlación sólo es una descripción que en sí misma no explica la causalidad desarrollada aquí. Tal causalidad debe ser abordada por medio del desarrollo teórico.



No obstante, obsérvese también el siguiente gráfico que detalla la evolución de los stocks de agregados monetarios (en moneda doméstica y bimonetarios) y de reservas internacionales.



Nótese que hasta la crisis por el “efecto tequila” en 1995 la Convertibilidad funcionó al límite de la condición $H = R^*$, esto es, como fue analizado por nuestro modelo en un principio. Sin embargo posteriormente a la crisis de 1995 y hasta su final en 2001,

tasas). Por ello, la impresión predominante es que el crédito al sector privado crece poco debido a que hay cierto estancamiento en la demanda de crédito” (Escudé & Grubisic, 2000, p.1)

funcionó con un nivel de reservas internacionales largamente superior no sólo al nivel de la base monetaria sino también al de M1 (se omite el M1 bimonetario por ser insignificante) y superando incluso al M2 (no así al M2 bimonetario).

¿Significa ello una condición de estabilidad del sistema? ¿Esta evidencia entraría en tensión con nuestra hipótesis de endeudamiento endógeno? De ninguna manera. Las reservas acumuladas exceden el nivel de base monetaria pero están lejos de cubrir todos los depósitos del sistema bancario, sobre todo en los plazos fijos en pesos y dólares (M3 y M3*). Por otro lado, con sólo incorporar en nuestro modelo una variable exógena que refleje el nivel de reservas de libre disponibilidad deseadas por las autoridades políticas o monetarias se soluciona tal dilema. En este caso, el endeudamiento público externo es parcialmente endógeno pero liderado por la demanda interna de liquidez.

Otro tema adicional es que la complejidad de la Convertibilidad no sólo se vincula a su caja de conversión en sí misma, sino también a su sistema bimonetario. Esto significa que en el proceso de dolarización, las reservas bancarias en pesos pierden significancia con relación a las reservas bancarias en dólares. Por ello, en 1995 el BCRA decide alterar el concepto de “base monetaria” por el de “pasivos monetarios” que ahora incluía las reservas bancarias en dólares depositadas en el BCRA. Asimismo, se le permitió a los bancos depositar sus reservas en dólares en el custodio internacional *Deutsche Bank* de Nueva York.

En resumen, el concepto de “respaldo” en reservas internacionales carece del menor sentido teórico y práctico. Teórico, porque el “valor” de la moneda doméstica no es intrínseco y derivado de su respaldo en divisas. Las reservas internacionales no respaldan el “valor” del peso sino que sólo contribuyen a garantizar una paridad fija con el dólar. Asimismo, tampoco la Convertibilidad logró estabilizar los precios por su mero compromiso con un tipo de cambio fijo y su auto-restricción monetaria. La desaceleración de la inflación estuvo asociada a una fuerte apreciación cambiaria real y a un contexto internacional de baja inflación importada. A diferencia del discurso oficial durante la Convertibilidad la inflación argentina (pre-convertibilidad) no estaba asociada a excesos de demanda por descontroles fiscales y monetarios, sino que era de costos debido a persistentes devaluaciones para afrontar la restricción externa, por un lado, y a la intensidad del conflicto distributivo por el producto social, por el otro. Por último, carecía de sentido práctico porque es empíricamente inviable que una caja de conversión tenga el respaldo suficiente para cubrir todos los agregados monetarios.

Basta una simple corrida bancaria para que todo el régimen monetario se encuentre en serios problemas de solvencia.

3.2.) Post-Convertibilidad (2002-actualidad)

3.2.1.) Mercado de liquidez en la Post-Convertibilidad

Desde el 2002 el BCRA comenzó a emitir instrumentos de deuda interna de corto y largo plazo que, obviamente, no fueron diseñados para “financiar” al gobierno nacional sino para que los bancos tengan la posibilidad de canalizar sus excesos de reservas en activos seguros que rindan interés. Estos instrumentos son letras (Lebacs) y notas (Nobacs) con diferentes características de acuerdo a la especie emitida. Aparentemente, se estableció que fuera el propio BCRA el responsable de la emisión porque el gobierno nacional se encontraba en aquel entonces en cesación de pagos y en un proceso de renegociación de su deuda pública externa. A pesar de la naturaleza diferente que tiene una deuda pública interna (en pesos) con respecto a una deuda pública externa (en dólares) se decidió apartar al tesoro nacional de la operatoria.

En una primera instancia, las letras y notas se negocian en un mercado primario. Las Lebacs son activos financieros de cupón cero (con amortización total al vencimiento), lo que significa que los tomadores descuentan una tasa en concepto de interés. Las Nobacs son activos que sí pagan un cupón.

En el mercado primario, el BCRA ofrece un monto estimado y fija una tasa de interés de acuerdo a sus objetivos de política (aunque formalmente no se lo reconozca así). A esa dada tasa de interés, los bancos compran toda la cantidad que desean. El proceso de licitación, entonces, es un mecanismo endógeno en el cual el BCRA se acomoda plenamente a la demanda por títulos del mercado. Tal es así que las licitaciones pueden eventualmente declararse desiertas o insuficientes a la tasa de interés que fija el BCRA. Sólo habría una acomodación imperfecta (o cierto racionamiento) en caso de que el BCRA se niegue a aumentar la cantidad ofertada en el momento de la licitación si se verificase un exceso de demanda. Es importante señalar que estos títulos sólo se negocian en el mercado doméstico y los tomadores deben ser personas jurídicas constituidas en el país, lo que significa una barrera a la entrada de flujos de capitales externos.

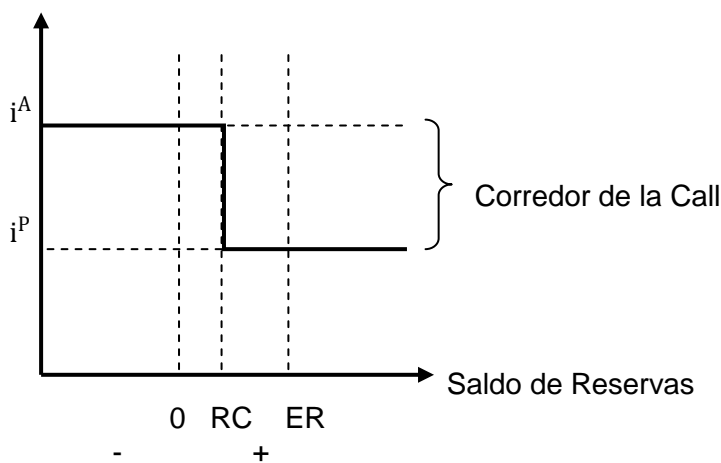
Como se tratan de títulos líquidos, existe un mercado secundario de trascendencia para la política monetaria. Es en el mercado secundario donde el BCRA realiza operaciones de pases garantizados para intervenir en el mercado interbancario

overnight. De esta manera, el mercado de reservas interbancario se conforma de la siguiente manera:

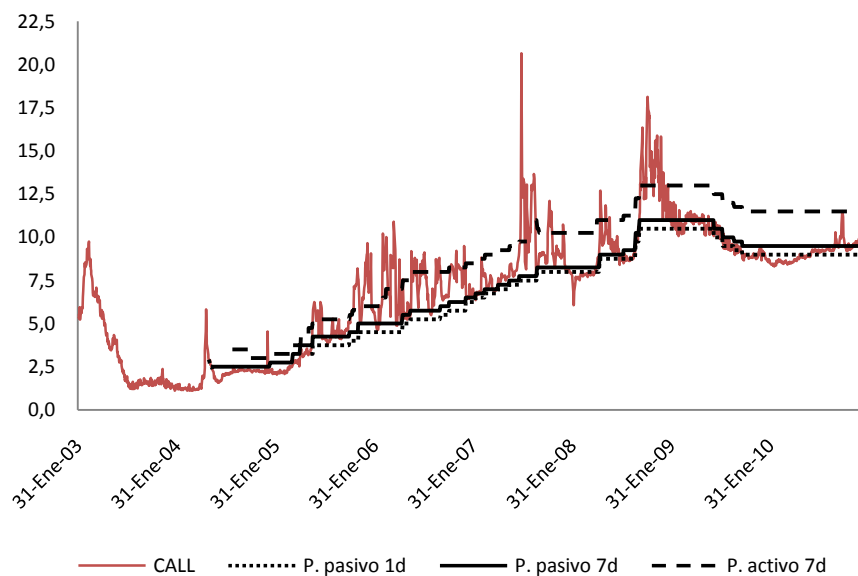
Por un lado, existe el tradicional mercado interbancario no garantizado de corto plazo (*call*) donde los bancos se prestan entre sí para compensar los saldos diarios y ajustarse a los requerimientos de reservas o a sus reservas deseadas. Este mercado es el más relevante entre las entidades financieras y se desarrolla bajo la modalidad de *trading telefónico*. Estas operaciones telefónicas no permiten que las mismas sean conocidas por todos los operadores.

Por otro lado, existe un mercado de operaciones con garantías o de pases garantizados con Lebac y Nobacs. Es a partir de este mercado que desde 2004 el BCRA interviene en la determinación de la tasa *call* del mercado sin garantías fijando un límite superior y uno inferior para sus fluctuaciones. Un pase pasivo significa para el BCRA una venta al contado de una letra o una nota con el compromiso de recompra (reverse repo) en 1 o 7 días. Así, se “barre” los excesos de liquidez de las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA por instrucción de los propios bancos (contracción de la base monetaria). Un pase activo, significa el procedimiento inverso: el BCRA compra títulos al contado, generalmente, a través de repos con plazos más prolongados (expansión de la base monetaria).

De esta manera, el BCRA establece un corredor de tasas para las fluctuaciones de la tasa *call*. Dado el corredor, el BCRA puede prestar reservas a un costo menor (tasa de pases activos) de las que ofrece el mercado ante aumentos en la demanda privada por liquidez, o puede tomar reservas a un costo mayor (tasa de pases pasivos) ante aumentos en la demanda privada por iliquidez. El siguiente grafico ilustra esta operatoria:



Donde i^A y i^P son las tasas activas y pasivas, respectivamente; y RC y ER son los encajes de reservas compulsivas y los excesos de reservas indeseadas, respectivamente. De esta forma, dentro del corredor fluctúa la tasa Call interbancaria que en ausencia de imperfecciones y shocks exógenos debería mantenerse estable. Cuando los bancos registran excesos indeseados de reservas ER, esto es, reservas efectivas mayores a los requerimientos de encajes compulsivos RC, estos se tornan acreedores de bancos deficitarios en el mercado de reservas que funciona como un sistema de compensación. Pero la tasa de interés por estos préstamos interbancarios está limitada por el corredor que establece el BCRA, ya que cualquier banco habilitado para operar en el mercado garantizado tiene la posibilidad de operar directamente con el banco central si la tasa interbancaria estuviese por exceder los límites del corredor. Frecuentemente, tanto las operaciones en el mercado primario como la de los pases pasivos del mercado secundario se entienden como parte de una “política de esterilización” del banco central. Sin embargo, se tratan de mecanismos endógenos de compensación liderados por los bancos ante un banco central acomodaticio, dada la tasa de interés exógena. Más allá de eventuales límites o racionamientos, tanto las cantidades de letras y notas licitadas en el mercado primario como las cantidades de pases netos en el mercado secundario son determinadas por decisiones privadas de cartera de los bancos para administrar su liquidez deseada o para ajustarse a los requerimientos de encajes compulsivos. Como en el mundo real la demanda por títulos no está dada, no hay manera de que eventuales alteraciones en la tasa de interés que fija el BCRA sean lo suficientemente efectivas para controlar la cantidad de base monetaria (o de títulos) de acuerdo a una meta de esterilización específica. Por ejemplo, en el mercado primario de letras es razonable suponer que cuanto más bajo sea el precio de corte, mayores serán las cantidades demandadas, pero no es razonable afirmar que se puede conocer con anticipación la cantidad efectivamente licitada con sólo fijar *ex ante* el precio de corte. Lo mismo ocurre en el mercado de pases: el BCRA no controla cantidades sino la tasa de interés. El siguiente gráfico ilustra el comportamiento de la tasa interbancaria *call* de acuerdo al corredor de tasas definido por el BCRA.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Según Anastasi *et al* (2009):

“las decisiones de la autoridad monetaria (representada en este caso por la tasa cobrada por un préstamo a 7 días respaldado por un título publico) impactan en el precio de la liquidez de corto plazo (...) Este hecho señala la relevancia de incorporar como posible determinante de la tasa call a una variable que refleje la tasa de política del BCRA” (Anastasi, Elosegui & Sangiácomo, 2009, p. 13)

Según Pesce (2008):

“El banco central también ha comenzado una activa intervención en el mercado de repos para aumentar la capacidad de respuesta del mercado de crédito interbancario, que muestra fuertes signos de segmentación. Dicha intervención, junto con la profundización del mercado de títulos del banco central ha estado ayudando a generar una tasa de interés de referencia” (Pesce, 2008, p.133)

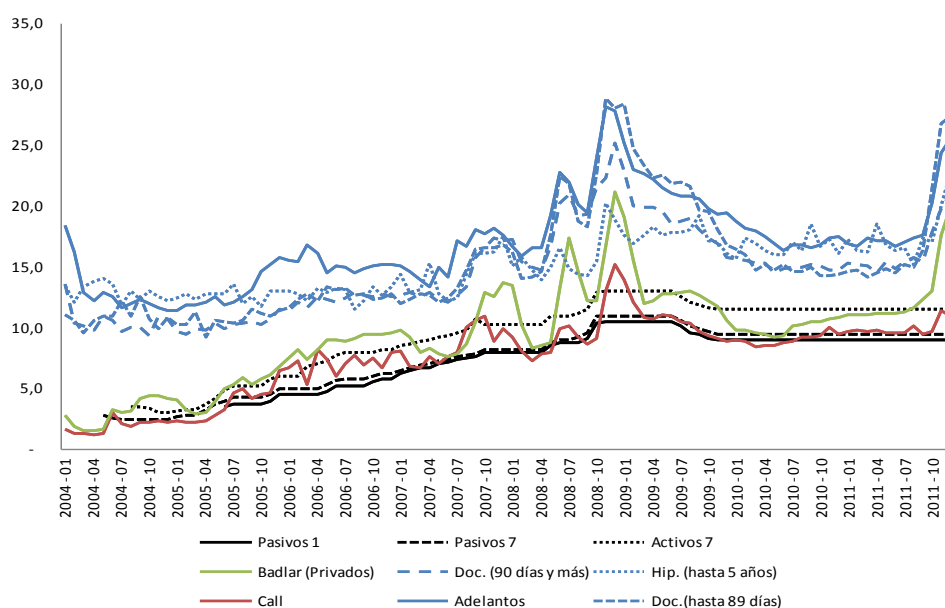
Incluso el propio BCRA afirma:

“Las tasas de interés del mercado interbancario (call) se mantuvieron estables, en línea con las establecidas por el BCRA como referencia en sus operaciones de pase” (BCRA, 2011, p. 64)

Sin embargo, puede observarse que en momentos de inestabilidad las fluctuaciones de la tasa interbancaria *call* se ubica por fuera del corredor, con mayor frecuencia, por encima de la tasa de pases activos. Algunas explicaciones pueden darse al respecto. En primer lugar, es sabido que por cuestiones de reputación algunos bancos evitan ser asistidos por el banco central, de tal forma que prefieren recurrir al mercado privado

aunque el costo del financiamiento sea mayor, pues tienen la posibilidad también de “repasar” dichos costos a las tasas de activas del banco para mantener estable el *mark-up* (Ennis & Weinberg, 2009). En segundo lugar, no todas las entidades financieras están habilitadas para participar del mercado de pases con el BCRA debido a que no cumplen con determinados requisitos, lo que significa una barrera a la entrada para determinadas entidades.

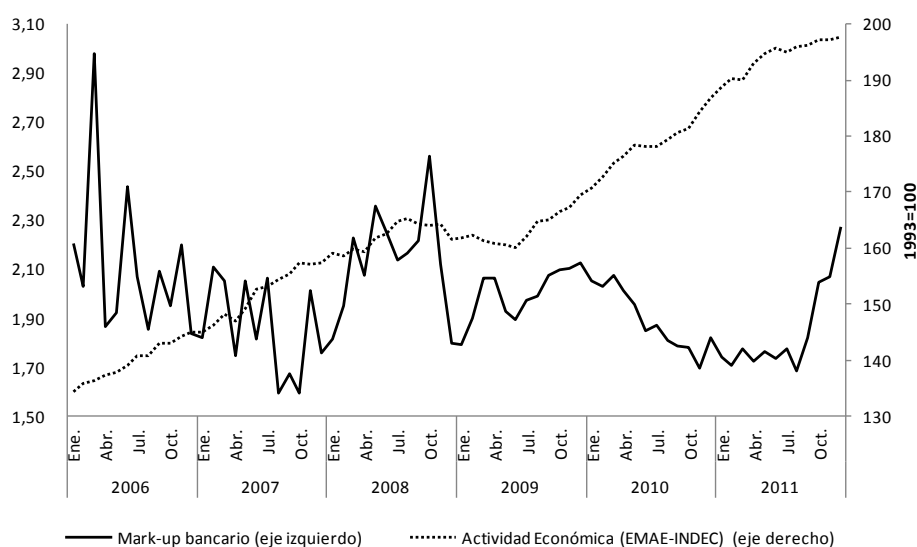
Asimismo, aun no siendo objeto de investigación de este trabajo analicemos brevemente la relación entre la tasa interbancaria controlada por el BCRA y la estructura de tasas privadas bancarias (Badlar, adelantos, documentos y créditos hipotecarios). Como se observa en siguiente gráfico con promedios mensuales, la tasa básica interbancaria no sólo establece un piso de referencia, sino que los niveles de las tasas activas bancarias siguen con mayor o menor sensibilidad la evolución de la tasa interbancaria.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Asimismo, una aproximación del *mark-up* bancario de los préstamos a personas jurídicas del sector no financiero entre el 2006 y 2011 está lejos comportarse en forma pro-cíclica como argumenta la visión estructuralista. Más bien parece comportarse en forma contra-cíclica para los períodos de crecimiento de la actividad económica y en

forma algo indeterminada para los momentos de inestabilidad o contracción de la actividad (Setterfield, 2007)²⁶.



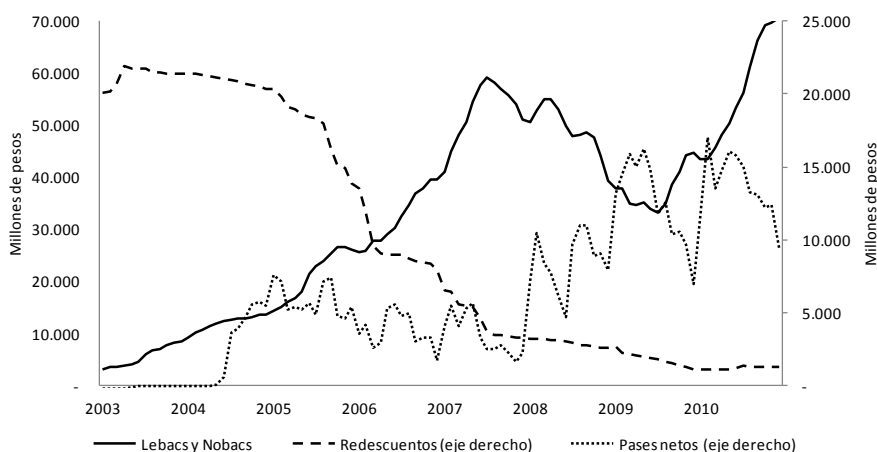
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC

Volviendo al tema sobre los mecanismos endógenos de compensación, además de las operaciones en los mercados primario y secundario que analizamos, deberíamos también incluir los desembolsos que realizan los bancos en concepto de devolución de redescuentos otorgados por el BCRA, aunque claramente inducidos a partir de la implementación del esquema *matching*. Frenkel y Rapetti (2007) afirman:

“El Banco Central pudo reducir la emisión de Lebac y Nobac porque otros mecanismos compensatorios comenzaron a operar. En primer lugar, como la liquidez creció, los bancos comenzaron a servir la deuda contraída con el Banco Central durante la crisis financiera. Por lo tanto, los pagos de capital y, especialmente, los pagos de intereses funcionaron como fuente de contracción de la base monetaria en 2004. En 2005, el Banco Central puso en marcha un programa que permite la aceleración de amortizaciones de la deuda de los bancos, lo que refuerza este mecanismo de contracción” (Frenkel y Rapetti, 2007, p. 23)

El siguiente gráfico muestra la evolución del stock de Lebacs y Nobacs, los pasivos netos (pasivos menos activos) y el stock de redescuentos.

²⁶ Para la confección de este gráfico se realizó una aproximación del mark-up bancario tomando los préstamos a personas jurídicas del sector privado no financiero. Se obtuvo una única tasa de interés activa por medio de un ponderador que refleja la participación de cada segmento de crédito en el crédito total a personas jurídicas del sector privado no financiero. Luego se dividió dicha tasa por la tasa interbancaria *call* para obtener el mar-up. Por otro lado, se tomó el Estimator Mensual de la Actividad Económica del INDEC (serie desestacionalizada, base 1993 = 100) para medir la evolución de la actividad.

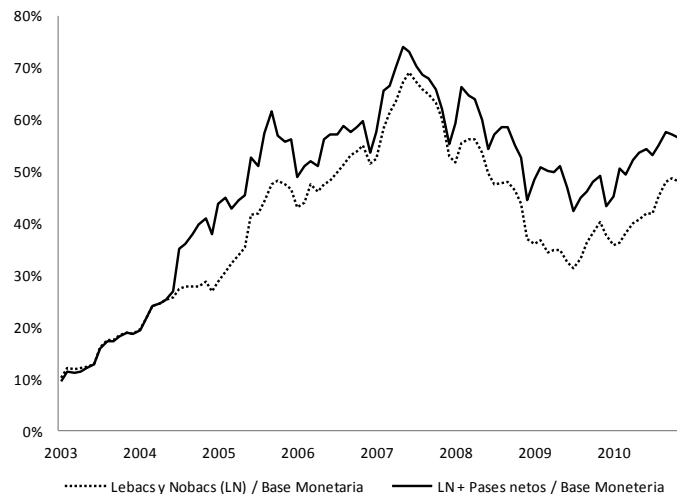


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Debería quedar claro que la tesis de la compensación endógena desarrollada hasta aquí no niega la complementariedad de instrumentos de política que pueden alterar el grado de esterilización. Tal vez los más claros estén asociados a movimientos de los depósitos del gobierno entre el sistema bancario y su cuenta en el banco central, y a alteraciones en los requerimientos de encajes compulsivos. Sin embargo, a pesar de la eventual significancia que pueden tener estos instrumentos de política, sólo son factores transitorios y con resultados de corto plazo²⁷.

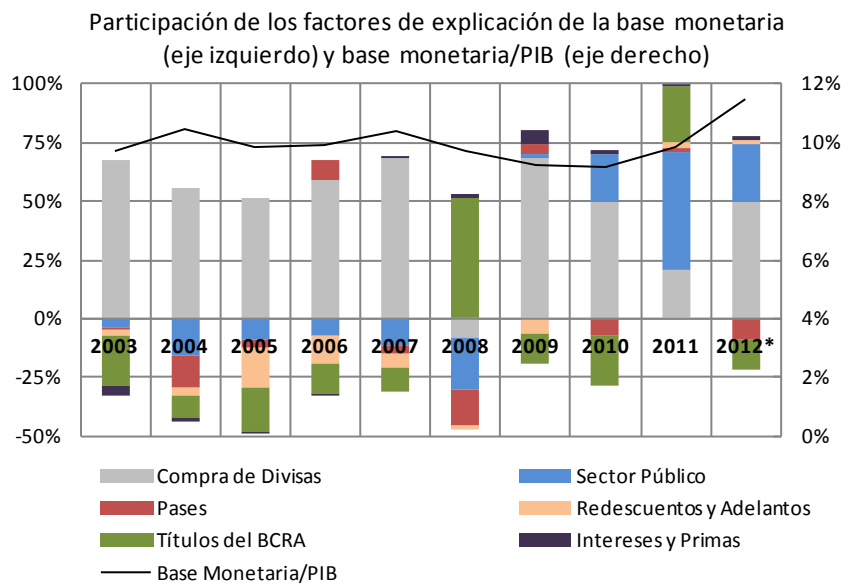
El siguiente gráfico ilustra la relación entre los pases netos y/o la evolución de las letras y notas y la base monetaria que podría indicar cierta aproximación del proceso de esterilización.

²⁷ Muchos autores defensores de los "superávit gemelos" consideran que la política económica puede tener un alcance mayor en lo que respecta a la esterilización. Se argumenta con frecuencia que manteniendo determinado superávit fiscal se "ayuda" al banco central a mantener su política cambiaria real competitiva. La idea es la siguiente: por un lado, el superávit fiscal evitaría presiones inflacionarias que aprecian el tipo de cambio real y perjudican la competitividad externa. Por otro lado, la utilización del superávit fiscal para aumentar los depósitos del gobierno o para comprar divisas para el pago de la deuda externa contrae la base monetaria colaborando con los "esfuerzos de esterilización" del banco central, ya que no sólo se reduciría el stock de letras y notas sino también se evitaría la necesidad de aumentos en la tasa básica de interés que podrían tornarse insustentables (déficit cuasi-fiscal) en su afán por cumplir con las metas de esterilización definidas con anterioridad. Este razonamiento es problemático por los presupuestos que asume: a) el déficit fiscal genera inflación de demanda, b) la esterilización es completamente exógena, c) la esterilización tiene límites porque existe una correlación positiva entre el stock de deuda interna y su tasa de interés y d) la contracción fiscal puede ser expansiva.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Sin embargo, para visualizar el proceso integral de compensación o esterilización al cabo de un año, tendríamos que observar los factores de expansión y absorción de la base monetaria como indica el siguiente gráfico, complementándose también con el stock de base monetaria en términos del PIB. Lógicamente, 2012 se cuenta hasta donde se tiene registro²⁸.

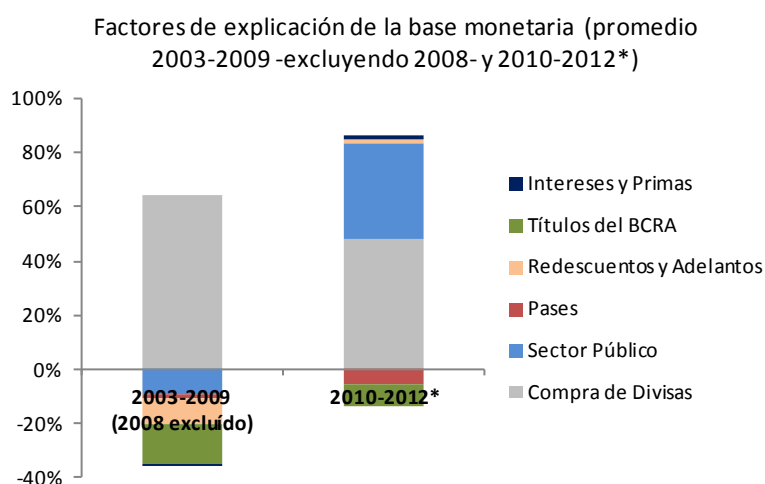


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC

Nótese que el período 2003-2007 presenta, en líneas generales, un mismo patrón caracterizado por las compras de divisas como principal factor de expansión y los

²⁸ Para los factores de explicación y absorción se utilizó el primer y segundo trimestre de 2012, y para la relación base monetaria/PIB se utilizó el primer trimestre de 2012.

pases netos (exceptuando en 2006), las ventas de Lebacs y Nobacs, la devolución de redescuentos y el sector público (superávit fiscal) como factores de absorción o esterilización. En 2008, no obstante, se observa un incremento de las necesidades de liquidez interna (incluyendo aquella en moneda extranjera que impacta negativamente sobre las “compras de divisas”) asociada al efecto de la crisis financiera internacional y también a factores internos como el “conflicto agrario”. En 2009 se vuelve a reproducir el esquema previo a la crisis, pero a partir de 2010 se presentan características novedosas: el sector público como factor expansivo y las Letras y Notas también, pero sólo para el 2011. Este cambio de signo de los títulos del banco central está asociado a la aceleración de la formación de activos externos durante en 2011. Sin embargo, para analizar el cambio de signo del sector publico veamos el siguiente gráfico que muestra los factores de explicación promedio de la base monetaria para el periodo 2003-2009 (excluyendo el año 2008 por su peculiaridad) y para el período 2010-2012.

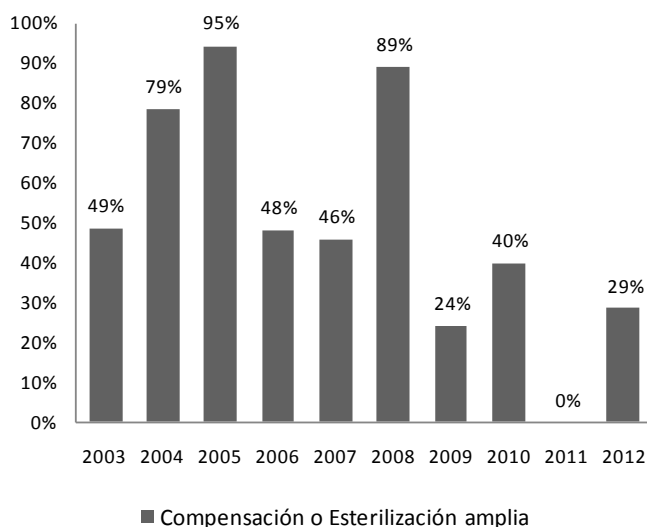


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Nótese que en los últimos tres años, el sector público fue un factor de expansión de la base monetaria a través del comportamiento acomodaticio del banco central a la demanda por liquidez del Tesoro (adelantos transitorios). Aquí observamos el efecto monetario del financiamiento del déficit fiscal en 2011-2012 a diferencia del período 2003-2007 donde el superávit fiscal tuvo un efecto monetario compensatorio.

En resumen, calculando la participación total de los factores de absorción en la totalidad de los factores de expansión, esto es, el grado de compensación o esterilización amplia observamos que sólo en 2006 se alcanza un valor cercano al

100% (esterilización plena) y 0% en 2011 (expansión plena), mientras que en el resto de la serie se observa una esterilización parcial e inestable.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

De esta forma, se observa que el proceso de compensación en Argentina ha sido largamente endógeno y parcial, y es importante remarcar la operación parcial del mecanismo endógeno *supply-led* derivado del superávit de cuenta corriente.

Por lo tanto, obsérvese que la acomodación del banco central a la demanda de reservas bancarias, como factor de expansión de la base monetaria, parece ser inexistente, salvo marginalmente en 2006, 2009, 2011, y claramente en 2008²⁹. Esto no significa que los bancos no necesitaron reservas para acomodarse a la demanda solvente de créditos (o salida de depósitos), sino que la liquidez necesaria provino parcialmente del superávit de balanza de pagos. Pero de ninguna manera esto debe implicar causalidad de las reservas para el crédito, ni la confirmación del funcionamiento pleno del mecanismo de ajuste automático, como ya fue analizado.

En otras palabras, el sistema bancario se ha acomodado a la demanda de crédito interno “sustituyendo” la asistencia del banco central por los flujos de liquidez derivados del sector externo.

²⁹ No obstante, parte de los pasivos netos que aparecen como factores de expansión no reflejan necesariamente un aumento de pasivos activos, sino el efecto monetario expansivo de la cancelación de pasivos pasivos.

3.2.2) Sobre las metas cuantitativas del BCRA

En 2003 la Argentina recibió un crédito *stand-by* del FMI con el compromiso del gobierno nacional de dar cumplimiento con determinadas metas económicas. Dentro de este objetivo había un programa monetario de metas cuantitativas de la base monetaria para evitar, según la visión del FMI, que el gobierno pueda emitir dinero de manera irresponsable, y consecuentemente, causar una aceleración de los precios.

En 2005 Argentina pagó la totalidad de su deuda externa con el FMI para adquirir una mayor autonomía en lo que respectaba a la programación de la política económica. Sin embargo, las metas cuantitativas continuaron vigentes, pero con algunas reformulaciones, hasta la reforma de la Carta Orgánica (CO) del BCRA en Marzo de 2012.

Antes de la reforma de la CO se había pasado de un esquema de metas de base monetaria para metas de M2 con las siguientes características: metas trimestrales de M2 y una meta anual de M2 “privado” (excluye los depósitos a la vista en bancos públicos).

En aquel entonces, el BCRA justificó esta reformulación en el sistema de metas cuantitativas, básicamente, con el siguiente argumento: luego de la depresión 1998-2002 el multiplicador monetario era tan reducido e inestable que la base monetaria parecía ser el instrumento más confiable para controlar la inflación. No obstante - continúa el argumento - a fines de 2005 el multiplicador monetario se recupera tornando el M2 en un agregado de mayor relevancia explicativa para el nivel de precios. Por este motivo, se decidió la utilización de metas de M2. (BCRA - Programa Monetario 2006, p.3; Pesce, 2008, p.132).

Frenkel y Rapetti (2007) captan correctamente el argumento de esta política. Tanto en lo que respecta al control efectivo de la cantidad de dinero como al control de las expectativas inflacionarias:

“La idea detrás de esta política es que hay un vínculo entre los agregados monetarios y la tasa de inflación. Dado que la Ley del Banco Central establece el que el objetivo principal de la institución es perseguir bajas tasas de inflación, la política monetaria es pues supuesta para controlar el nivel de precios indirectamente a través del cumplimiento de metas cuantitativas, que se anuncian en el programa monetario cada año. Bajo esta orientación de la política, bajas tasas de inflación debe alcanzarse no sólo como resultado de una expansión monetaria eficaz, sino también por el efecto del anuncio del banco central como un ancla de las expectativas de inflación” (Frenkel & Rapetti, 2007, pp. 21-22)

Efectivamente, desde un punto de vista estrictamente formal se trataba de un planteo monetarista. Se asumía que la cantidad de dinero es exógena controlada por el banco central, que la cantidad de dinero determina el nivel de precios, que la velocidad de circulación del dinero es constante o estable y que el multiplicador monetario es estable. Sin embargo, sabemos que el dinero es endógeno, que en todo caso es el nivel de precios que determina las necesidades de liquidez, que velocidad es inestable y que el multiplicador monetario no existe. Asimismo, limitar la inflación esperada a un problema de expectativas sobre la evolución de la cantidad de dinero es incorrecto. En todo caso, si de expectativas se trata, otras parecerían tener mayor relevancia en la realidad económica, como expectativas de devaluación o de variación de costos (tasa de interés, precios internacionales, paritarias, etc.) o simplemente expectativas de crecimiento económico.

Lo curioso, como vimos, es que una crítica al respecto no sólo se reduce a una visión heterodoxa de la cuestión monetaria, sino que se trata de un problema práctico reconocido por la propia ortodoxia. Según Mishkin (2000):

“... la relación entre los agregados monetarios y las variables objetivo, tales como la inflación, es con frecuencia muy inestable (...) dichas metas han sido abandonadas por completo (como ocurrió en los casos de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá) (...)

La débil relación entre el dinero y el ingreso nominal implica que cumplir con una meta monetaria no producirá el resultado deseable para un variable objetivo como la inflación. Más aún, el comportamiento del agregado monetario no aportará una señal adecuada sobre la postura de la política monetaria. Así, salvo en circunstancias muy poco usuales, la determinación de metas monetarias no ayudará a anclar las expectativas inflacionarias y no será una buena guía para evaluar la rendición de cuentas del banco central.” (Mishkin, 2000, p. 123)

Sin embargo, en la presentación del Programa Monetario 2006, el entonces presidente del BCRA Martin Redrado nuevamente justificaba el sistema de metas cuantitativas, pero esta vez con mayor profundidad:

“¿Por qué utilizar a los agregados monetarios como instrumentos de política monetaria en lugar simplemente señalar el sesgo de política monetaria a través de la tasa de interés? Porque la elección de precio (tasa de interés) o cantidad (agregados monetarios) está basada, entre otras cosas, en la relación entre la volatilidad de la velocidad de circulación y la volatilidad de la tasa de interés real (...) En general, y Argentina no ha sido la excepción, luego de una crisis como la que hemos atravesado, la tasa de interés real es altamente volátil (influenciada en parte por la volatilidad de la tasa de inflación y del premio por riesgo), más que la velocidad de circulación, lo que

hace más conveniente la instrumentación de la política monetaria a través del control de los agregados monetario” (Redrado, 2006, p.7)

El argumento se reduce a que como la economía argentina es “altamente volátil”, la tasa de interés es más inestable todavía que la velocidad de circulación del dinero. Así, se estaría escogiendo como instrumento de política la variable menos inestable. Naturalmente, este argumento sería razonable, en todo caso, en un contexto específico de alta volatilidad, como ante una corrida bancaria, pero indudablemente no puede tomarse como interpretación general de una economía que ha registrado una tasa de crecimiento aproximadamente del 8 % anual entre 2003 y 2011 y una tasa de inflación que independientemente del su nivel nunca mostró una aceleración descontrolada. Más allá de los momentos de inestabilidad y la fuerte sensibilidad del sistema financiero argentino a shocks exógenos, el funcionamiento del sistema financiero ha sido predominantemente estable para la experiencia argentina.

También se argumenta habitualmente que debido a la baja relación créditos/PIB y el limitado desarrollo financiero de Argentina la demanda agregada es inelástica a la tasa de interés (Damill y Frenkel, 2009, p. 16) De tal forma, la tasa de interés como instrumento de política monetaria sería ineficaz. Sin embargo, independientemente del grado de elasticidad de la demanda agregada se trata del único instrumento existente.

Es importante recordar que este sistema de metas cuantitativas se combina con una clara política de intervención cambiaria. Si bien es cierto que no se trata de un régimen cambiario estrictamente fijo el grado de intervención del BCRA hace que el tipo de cambio sea más “administrado” que “flexible”, y como ya fue explicado, suficiente para que en este trabajo se lo pueda tratar en el corto plazo como un caso de “tipo de cambio fijo” en términos de Mundell Fleming.

Por lo tanto, ¿sería posible controlar simultáneamente el tipo de cambio, la tasa de interés y la cantidad de dinero? No. Ya analizamos que la cantidad de dinero es por definición una variable endógena, mientras que el tipo de cambio y la tasa de interés son variables exógenas. Sin embargo, como ilustra el siguiente cuadro el cumplimiento de las metas cuantitativas ha sido generalmente satisfactorio. Salvo en el comienzo del sistema de metas (de base monetaria) 2003-2004 y recién en el año 2010 con la revisión del Programa Monetario, en líneas generales el BCRA cumplió las metas en 30 trimestres desde 2003 hasta diciembre de 2011. ¿Cómo se explica?

		Metas H		Metas M2						
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1T	ene									
	feb		(-)							
	mar	(+)								
2T	abr	(+)								
	may	(+)	(-)							
	jun	Revisión								
3T	jul									
	ago								Revisión	
	sep									
4T	oct									
	nov	(+)								
	díc									

Azul: Cumplimiento de la meta

Rojo: Incumplimiento o Revisión (+/-, por encima (debajo) de la meta)

Blanco: Sin metas

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Las metas cuantitativas se elaboraban a partir de estimaciones sobre el crecimiento monetario (Hildegart & Garegnani, 2002; Aguirre, Burdisso & Grillo, 2006). Efectivamente, en ausencia de shocks exógenos sería posible estimar correctamente el crecimiento del producto, por ende, el crecimiento monetario a partir de determinados parámetros relativamente estables. En este sentido, es razonable suponer que a pesar de tratarse de una variable endógena, en periodos de estabilidad, sería posible cumplir con las metas previstas elaboradas a partir de la misma estimación. Sin embargo, no todo parece ser obra de buenos econométricos, pues, aparentemente, la metodología utilizada para la observación del cumplimiento de la meta sería bastante relevante.

La metodología utilizada en el 2003 difiere bastante de la utilizada posteriormente, y no nos referimos al agregado monetario escogido como meta, sino a la metodología de evaluación de la variable observada. En 2003 se estableció una banda o corredor de metas continuo, haciendo más estricto y rígido el cumplimiento. Asimismo, un sistema de metas trimestrales de M2 difiere bastante si se trata de un corredor definido por saldos diarios o si se trata de un esquema de límites inferiores y superiores a partir de promedios mensuales como se venía realizando. Sin duda, las metas trimestrales por promedios mensuales ofrecen mayores chances de acierto.

Además, son relevantes ciertas operaciones transitorias de política. Dado que la tasa de interés y el tipo de cambio pueden alterarse transitoriamente para contribuir al cumplimiento de las metas cuantitativas, las chances de acierto crecen aun más. Asimismo, los movimientos de los depósitos del gobierno influyen en el M2 total que es

la variable observada trimestralmente. El M2 privado se observa a partir de un promedio anual, probablemente para compensar así la ausencia de instrumentos que sí tendría el gobierno para el M2 total. Por último, la política de encajes compulsivos también tiene efecto tanto en el M2 total como privado.

Estos ejemplos sirven para entender los diferentes mecanismos metodológicos o de política que el gobierno y el BCRA tenían para ajustarse transitoriamente a la meta establecida. Sin embargo, si los shocks exógenos eran significativos o simplemente la economía crecía más o menos de lo esperado, habrá serias chances de incumplir con el programa monetario.

Esto significa que no es necesario realizar metas cuantitativas ni esfuerzos para cumplirlas, básicamente por dos razones: el dinero es endógeno y la inflación argentina no es por exceso de demanda. Eventuales esfuerzos de política para acertar en la meta puede tener costos innecesarios. Asimismo, la inflación no responde a tales operaciones con agregados monetarios pues se trata de un proceso de inflación de costos:

“Lo que uno está advirtiendo es que la inercia del pensamiento convencional frente a estas situaciones de shock externo lo que está reclamando es más política de ajuste y de enfriamiento de la demanda o disciplinamiento de los precios a través de las apreciaciones de las monedas (...) Los movimientos de precios tienen que ver fundamentalmente con shock de oferta” (Marcó del Pont, 2011, www.bcra.gov.ar)

Por lo tanto, podríamos sintetizar con el siguiente cuadro las diferencias entre lo que formalmente se reconocía en la política monetaria, y lo que efectivamente se realizaba según la interpretación de este trabajo

BCRA	Política Monetaria Formal (ex Carta Orgánica y Programa Monetario)	Política Monetaria Efectiva
Objetivos	-Controlar la inflación de demanda	-Crecimiento -Empleo -Controlar la inflación de costos -Evitar la apreciación real del tipo de cambio
Instrumentos	-Metas de M2 -Política de esterilización -Flotación Administrada del tipo de cambio -Política de acumulación de reservas internacionales	-Determinación del corredor de tasas de interés en el mercado interbancario -Fijación del precio de corte de letras y notas en el mercado primario - Determinación del tipo de cambio nominal

Nótese que en el cuadro anterior incorporamos diferencias en cuanto a la concepción del régimen cambiario y la “política” de acumulación de reservas internacionales. Así como la cantidad de dinero es endógena a una dada tasa de interés, el stock de reservas internacionales es también endógeno a un dado diferencial de interés y un dado tipo de cambio nominal (a diferencia de Mundell Fleming no hay efecto monetario automático porque operan mecanismos compensatorios endógenos). Nuevamente, no hay tal política de acumulación sino más bien hay una política cambiaria determinada. Dado estos parámetros, la acumulación de reservas es un residuo endógeno derivado del superávit en la balanza de pagos.

En resumen, un enfoque de dinero endógeno es esencial para la formulación de una política monetaria heterodoxa y efectiva, pero no suficiente si no se abandona toda la estructura analítica neoclásica. Vale recordar que mientras bajo un sistema de metas de inflación el planteo ortodoxo se hace efectivo (Abeles & Borzel, 2004, Barbosa-Filho, 2007, Serrano, 2010^a), bajo el anterior sistema de metas de M2 el planteo implícito monetarista terminaba siendo relativamente “irrelevante” para el crecimiento económico, pues imperaba la discrecionalidad del banco central. Un ejemplo de ello fue la revisión del Programa Monetario en el 2010 para evitar una contracción monetaria. Por lo tanto, lejos de haberse tratado de una “regla de MacCallum”, se trató más bien como dice Curia de un sistema de metas cuantitativas “sui generis” subordinado al crecimiento y el empleo (Curia, 2010)³¹.

3.2.3.) Sobre la nueva Carta Orgánica del BCRA

La reciente reforma de la CO del BCRA formaliza un conjunto de ideas que en mayor o menor medida ya formaban parte de la política monetaria efectiva hasta el momento, y consecuentemente, como ya fue analizado en parte, estaban en tensión permanente con la vieja carta orgánica y la matriz de los programas monetarios.

La reforma de la CO alcanza varios aspectos vitales de la organización monetaria y bancaria que no detallaremos aquí, pero resaltaremos los conceptos fundamentales

³¹ La regla de McCallum asume la base monetaria como el instrumento de control del banco central. La tasa de crecimiento de la base monetaria es función de la meta de crecimiento del producto nominal, de la tasa media de crecimiento de la velocidad de circulación de la base monetaria y de la diferencia entre la meta de crecimiento del producto nominal y la tasa de crecimiento observada en el periodo anterior. En términos formales,

$$h_t = y^* - v_t + a(y^* - y_{t-1})$$

donde la meta de crecimiento del producto nominal y^* es igual a la suma de la meta de inflación con la tasa media de crecimiento económico de largo plazo. En este sentido, la política monetaria responde ajustando la base monetaria a una meta del producto nominal a través del ajuste en las variaciones de la velocidad de circulación de largo plazo. En la regla de McCallum se presupone que la relación entre la base monetaria y el producto no es constante. De esta forma, el objetivo de la política monetaria es minimizar el desvío del producto efectivo de su meta. Así, el banco central debe mantener el crecimiento de la base monetaria en una tasa compatible con su meta de crecimiento del producto nominal y con las variaciones de la velocidad de la circulación (McCallum, 1987, 2000).

que están estrictamente vinculados al espíritu de este trabajo. Podríamos decir que inmediatamente se desprenden dos cambios cualitativos de gran trascendencia: el primero, que aparenta ser simplemente un cambio operativo, pero que encierra un profundo acervo conceptual, es el abandono de los resabios de la Ley de Convertibilidad, esto es, la obligación de mantener como mínimo una cobertura de reservas internacionales igual a la base monetaria. El segundo, se refiere a los objetivos de un banco central, de gran relevancia conceptual en sí mismo.

Como se desarrolló aquí, la idea de “respaldo” de la base monetaria, incluso para una caja de conversión no tiene fundamentos sólidos. Los depósitos a la vista y a plazo que están fuera de cualquier cobertura (proporción mayoritaria de la cantidad de dinero) potencialmente ejercen al igual que la base monetaria la misma presión cambiaria. Por lo tanto, independientemente del régimen monetario, el “valor” del dinero no se deriva de su respaldo en divisas sino de convenciones ampliamente influenciadas por las intervenciones efectivas del banco central en el mercado de cambios. De todas maneras, más allá de los fundamentos teóricos a favor del abandono total de la convertibilidad, la expansión de la economía argentina requería de tal modificación ya que la base monetaria estaba al borde de violar el límite impuesto por el stock de reservas internacionales como consecuencia del crecimiento de los últimos años³².

En cambio, las reservas internacionales sí son esenciales para empujar la restricción externa y dar “cobertura” al crecimiento económico. Es este sentido, el “respaldo” de divisas no es para determinar el valor intrínseco de la moneda doméstica, sino para sostener los pagos realizados al exterior y dar mayor margen de seguridad a la política cambiaria.

En esta sintonía, se abandonó aquella restricción auto impuesta porque primaron en el BCRA los objetivos de *“promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”* como luego se estableció en la nueva CO del BCRA. Afortunadamente, se formalizaron objetivos múltiples al contrario de la vieja y sesgada “misión primaria” de “preservar el valor de

³² En caso de continuar vigente la vieja legislación, se hubiese tenido que recomponer la relación reservas internacionales/base monetaria, sea a través de una contracción monetaria para contraer el nivel de actividad (reduciendo las importaciones netas y/o contrayendo la base monetaria) o a través de una devaluación que no sólo alteraría directamente aquella relación sino también supondría una contracción de las importaciones netas).

la moneda” (Ex Carta Orgánica), destacándose la misión histórica de un banco central de acompañar el desarrollo económico.

Asimismo, se extendieron las facultades del banco central de financiar al tesoro nacional a través de adelantos transitorios, pues se sostiene en forma acertada que la “emisión” monetaria no genera inflación de demanda, siempre que la economía no esté utilizando plenamente sus recursos. En este sentido, se ha ampliado un instrumento monetario de eventual asistencia a una política fiscal expansiva.

En suma, la reforma de la CO es un avance normativo para la organización de un sistema monetario y bancario que está en línea con un enfoque económico heterodoxo. Es cierto que la nueva CO establece la posibilidad de “orientar el crédito” al desarrollo productivo, lo que podría causar malos entendidos si se interpretase de ello cierto sesgo exogenista del crédito. Dada la estructura de tasas activas y la demanda solvente, el banco central no puede “crear” crédito en forma exógena, está claro, pero puede orientar la composición de crédito con regulación bancaria. De esta manera, dado los límites macro prudenciales de apalancamiento que el banco central define y demás normativas, podría regular la composición del crédito total dando mayor participación a determinados segmentos crediticios de acuerdo a sus objetivos de política monetaria.

No obstante, una política de fijación de tasas bancarias activas (por debajo del “mercado”) podría tener un efecto crediticio expansivo (sobre todo en créditos al consumo e hipotecarios) si el racionamiento bancario estuviese reflejando “imperfecciones”, esto es, si se estuviese racionando parcialmente la demanda solvente, como sugieren algunos autores (Wierzba & Golla, 2005). De cualquier forma, aún asumiendo que el spread bancario puede ser controlado exógenamente y puede tener efectos expansivos sobre el crédito, no hay motivos para suponer que el banco central “controla” la cantidad de crédito en forma *ex ante* porque no controla la demanda por crédito³³. En suma, como no existe una curva de demanda por crédito “bien comportada” y sí una separación entre precios y cantidades, aún sabiendo (aunque no necesariamente) la dirección del efecto crediticio por una determinada variación de la tasa de interés, las cantidades de crédito otorgadas solo serán conocidas por el banco central en forma *ex post*.

³³ En términos teóricos, la regulación de las tasas activas bancarias debe garantizar la rentabilidad normal del sector para que los bancos privados puedan operar. En este sentido, la regulación tendrá efectos redistributivos, eliminando las ganancias extraordinarias de los bancos y reduciendo los costos financieros de los deudores.

4.) CONSIDERACIONES FINALES

Este trabajo intentó desarrollar el enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena y aplicarlo al caso argentino reciente. Un enfoque heterodoxo de dinero endógeno es completamente aplicable tanto en la Convertibilidad como en la Post-convertibilidad. Contrariamente a los postulados de la teoría convencional, resumida en el modelo Mundell Fleming con tipo de cambio no flexible, estas dos experiencias argentinas demuestran que la balanza de pagos no determina la creación de medio de pagos (aunque puede tener efectos parciales, sobre todo aquellos efectos derivados de un superávit de cuenta corriente). Asimismo, no hay ningún motivo para afirmar que existe un multiplicador monetario estable, pues en todo caso existe un divisor flexible de crédito.

Por otro lado, el enfoque de dinero endógeno es aplicable a la Convertibilidad porque el sistema compensaba los límites auto impuestos con endeudamiento público externo.

Dado que no estaba en los objetivos preliminares, este trabajo abordó sólo superficialmente los determinantes del *spread* bancario de largo plazo. Queda pendiente, entonces, una ulterior investigación al respecto. Sólo se reflexionó críticamente sobre los supuestos que el enfoque estructuralista post-keynesiano sostiene al afirmar que el *mark up* bancario es pro-cíclico e independiente de la tasa básica. En este sentido, según este trabajo la corriente horizontalista parece ser más sólida que la estructuralista, a pesar de las salvedades no menores ya desarrolladas

El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena es un potente marco teórico con importantes implicancias en la formulación de la política monetaria, tanto para evitar problemas de consistencia interna como para evitar medidas desafortunadas.

Bibliografía

ABELES, M. y BORZEL, M. (2004) “Metas de Inflación: Implicancias para el desarrollo”, Documento de Trabajo n.1, CEFID-AR.

AGUIRRE, H.; BURDISSO, T. & GRILLO, F. (2006) “Hacia una estimación de la demanda de dinero con fines de pronóstico: Argentina, 1993-2005”, Documentos de Trabajo n.11, Banco Central de la República Argentina.

AMICO, F. (2008) “Argentina 2002-2008. Ciclo económico, inflación y crecimiento”, Revista de Economía Heterodoxa, n° 10, año VII.

AMICO, F. & FIORITO, A. (2010) “Exchange rate policy, distributive conflict and structural heterogeneity: The Argentinean and Brazilian cases”, Sraffa Conference.

AMICO, F., FIORITO, A. & HANG, G. (2011) “Producto potencial y demanda en el largo plazo: hechos estilizados y reflexiones sobre el caso argentino reciente”, Documento de Trabajo n. 35, CEFID-AR

ANASTASI, A., ELOSEGUI, P. & SANGIÁCOMO, M. (2009) “Determinantes de la tasa interbancaria de préstamos en Argentina”, Documentos de Trabajo N.41, Banco Central de la República Argentina.

ASPROMOURGOS, T. (2007) “Interest as an Artefact of Self-Validating Central Bank Beliefs”, Metroeconomica.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (2007) “Carta Orgánica del B.C.R.A. – Ley 24.144”, Actualización en Septiembre de 2007.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (2010) “Actualización de las metas del Programa Monetario”, Segundo Semestre de 2010.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA (2011) “Informe de Inflación”, Segundo Trimestre de 2011.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA“ (2012) “Carta Orgánica del B.C.R.A. – Ley 24.144”, Reforma de Marzo de 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2011) “Relatório de Inflação”, junho de 2011.

BARBA & PIVETTI (2009) "Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications – a long-period analysis" Cambridge Journal of Economics.

BARBOSA-FILHO, N.H. (2007) "Inflation targeting in Brazil: 1999-2006", www.networkideas.org.

BASCO, E., D'AMATO, L. & GAREGNANI, L. (2006) "Crecimiento monetario e inflación: Argentina 1970-2005", Documentos de Trabajo n.13, Banco Central de la República Argentina.

BASUALDO, E. (2010) "Estudios de Histórica Económica Argentina. Desde mediados del siglo XX hasta la actualidad", Siglo XXI. Argentina.

BEKER, V.A. & ESCUDÉ, G.J. (2007) "Vida, pasión y muerte de la Convertibilidad en Argentina", (s/n)

BLINDER, A (1997) "Is there a core of practical macroeconomics that we should all believe?" American Economic Review.

BLINDER, A. (1998) "El Banco Central: Teoría y Práctica". Barcelona: Antoni Bosch Editor.

CALCAGNO, A. & MANUELITO, S. (2001) "Argentine convertibility: is it a relevant precedent for the dollarization process in Ecuador?", Estudios estadísticos y prospectivos n. 15, CEPAL/ECLAC.

CANAVESE, A. (2001) "Convertibilidad en Argentina: Funcionamiento de una Caja de Conversión anclada al dólar", Instituto de Economía Internacional, Universidad de Valencia, España.

CARVALHO, F.J.C. (1992) "Mr Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy" Edward Elgar: Aldershot.

CARVALHO, F.J.C. (1993) "Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa", Revista de Economia Política, vol. 13, n.3 (51), julho-setembro.

CARVALHO, F.J.C. (1999) "Sobre a preferência pela liquidez dos bancos", em: Paula, L.F de & Oreiro, J.L., "Sistema Financeiro. Uma análise do setor bancário brasileiro", Elsevier Editora, 2007.

CARVALHO, F.J.C. (2004) "Teria e política monetárias: Uma visão pessoal sobre uma relação difícil". Revista Econômica, vol. 6, n. 2, pp. 315-334, diciembre 2004.

CARVALHO, F.J.C. (2009) "Uncertainty and Money: Keynes, Tobin and Khan and the disappearance of the precautionary demand for money from liquidity preference theory". Cambridge Journal of Economics.

CARVALHO, F.J.C., SOUZA, F.E.P, SICSÚ, J., PAULA, L.F.R. & STUART, R. (2000) "Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política". Rio de Janeiro: Campus.

CAVALLO, D.F. (1999) "The quality of money", University of Paris I – Pantheon Sorbonne.

CRESPO, E. (2008) "A separação preços-quantidades na Teoria Clássica dos Preços e da Distribuição", Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

CURIA, E. (2006) "Metas de inflación e política monetaria: Enfoque "canónico" e "alternativo", CASE.

CURIA, E. (2010) "El Banco Central no cambió su lógica", <http://sur.elargentino.com>, 05/09/2010.

DAMILL, M. (1999) "Convertibilidad, capitales volátiles y estabilización. El papel de las finanzas del gobierno", Revista de Economía Política n. 19, Brasil.

DAMILL, M y FRENKEL, R. (2009) "Las políticas económicas de la evolución reciente de la economía argentina", Documento Nro. 65, CEDES.

DAVIDSON, P. (2002) "Financial Markets, Money and the Real World", Edward Elgar.

DE LUCCHI, J. M. (2011) "A abordagem da Moeda Endógena, Conversibilidade e Pós-Conversibilidade argentina (1991-2010)", Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

DIAMAND, M. (1972) "La estructura productiva desequilibrada argentina y el tipo de cambio", Desarrollo Económico, vol. 1.

DIAMAND, M. (1978) "Towards a change in the economic paradigm through the experience of developing countries", Journal of Development Economics 5.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. & STARTZ, R. (2004) "Macroeconomía", 9 edición, McGraw-Hill, Madrid.

ENNIS, H.M. WEINBERG, J.A. (2009) A model of stigma in the Fed Funds Market. Working Paper 09-59, Universidad Carlos III de Madrid.

ESCUDE, G. & GRUBISIC, E.M. (2000) "La relación entre el nivel de actividad económica, los requisitos mínimos de liquidez y otros mecanismos de liquidez en la coyuntura económica", Documento de Trabajo n.13, Banco Central de la República Argentina.

FIORITO, A. (2010) "EL *Crowding out* y las *herejías* del déficit fiscal con deuda pública", Revista Circus.

FIORITO, A. y AMICO, F (2010) "Exchange rate policy, distributive conflict and structural heterogeneity. The Argentinean and Brazilian cases". (s/n)

FONTANA, G. (2003) "Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation", Review of Political Economy, Volume 15, Number 3, July.

FRENKEL, R. (1979) "Decisiones de precios en alta inflación", Desarrollo Económico, v. 19, n. 76.

FRENKEL, R. (2007) "La sostenibilidad de la política de esterilización", Documento de Trabajo n. 17, CEFID-AR.

FRENKEL, R y RAPETTI, M (2007) Argentina's Monetary and Exchange Rate Policies After the Convertibility Regime Collapse. CEPR y PERI.

FRIEDMAN, M. (1968) "The role of Monetary Policy". American Economic Review, March.

FRIEDMAN, M. (1969) "Factors Affecting the Level of Interest Rates," in Proceedings of the 1968 Conference on Saving and Residential Financing. Chicago: United States Saving and Loan League, 1969. Reprinted in Thomas M. Havrilesky and John T. Boorman, eds., Current Issues in Monetary Theory and Policy. Arlington Heights, IL: AHM Publishing, 1976.

FRIEDMAN, M. (1970) "A Theoretical Framework for Monetary Analysis". The Journal of Political Economy. Vol. 78, n° 2, Mar-Apr, pp. 193-238.

GABBA, E. (2006) "Canais de transmissão de la política monetaria y cambiaria en Argentina", Seminario de Economía, BBVA-Bco Francés.

GAREGNANI, P. (1978-9) "Notes on Consumption, Investment and Effective Demand", Cambridge Journal of Economics.

HANKE, S.H. & SCHULER, K. (1999) "A dollarization blueprint for Argentina", Friedberg's Commodity and Currency Comments Experts' Report, February 1, 1999.

HICKS, J. (1974) "The Crisis in Keynesian Economics", Basil Blackwell, Oxford.

HILDEGART, A.A. & GAREGNANI, M.L. (2009) "Forecasting a monetary aggregate under instability: Argentina after 2002", Presentado en: XLII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (2007), XXIII Jornadas Anuales de Economía del Banco Central de Uruguay (2008) and the 2008 Latin American Meeting of the Econometric Society (LAMES).

KALDOR, N. (1982) "The Scourge of Monetarism", Oxford University Press.

KALECKI, M. (1937) "The principle of increasing risk", *Economica*, Nov.

KALECKI, M. (1954) "Theory of Economic Dynamics", Londres: Allen & Unwin.

KALECKI, M. (1971) "Luta de classe e distribuição da renda nacional". In Kalecki, M. "Crescimento e ciclo das economias capitalistas", Hucitec, 1983.

KALECKI, M. (1983). Crescimento e ciclo das economias capitalistas. Hucitec, 1983

KEYNES, J.M. (1930) "A Treatise on Money", The Collected writings of John Maynard Keynes, MacMillan.

KEYNES, J.M. (1936) "A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda", Editor Atlas, São Paulo, 2009.

KEYNES, J.M. (1937) "Ex Post e Ex Ante", The Collected Writings of John Maynard Keynes, MacMillan, 1973.

KIGUEL, M.A. (1999) "The Argentine Currency Board", Ministry of Economics and Public Works and Services, Argentina.

KREGEL, J. (2008) "Minsky's cushions of safety", The Levy Economics Institute of Bard College.

LAVOIE, M. (1992) "Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis", Edward Elgar, Aldershot.

LAVOIE, M.(1992) "A moeda em um programa de pesquisa comun para os pós-keynesianismo e o neo-ricardianismo", Revista de Economia Política nro 3.

LAVOIE, M. (1997) "Loanable Funds, Endogenous Money and Minsky's Financial Fragility Hypothesis", Cap 5. Em : Cohen, Hegemann & Smithin, « Money, Financial Institutions and Macroeconomics », Kluwer Academic Publishers.

LAVOIE, M. (2001) "The reflux mechanism in the open economy", In Rochon, P. & Vernengo, M. (eds.). Credit, interest rates and the open economy: essays on horizontalism, Edward Elgar, 2001, pp. 215-242.

LAVOIE, M. (2003) "A fully coherent post-Keynesian model of currency boards", University of Ottawa.

LAVOIE, M. (2005) "Endogenous money: accomodationist", Handbook of Alternative Monetary Economics. Edward Elgar Publishing.

LAVOIE, M. & RODRIGUEZ, G. (2006) "The 'compensation' thesis, as exemplified by the case of the Chinese central bank", University of Ottawa.

MARX, K. (1867) "El Capital. Crítica de la economía política", Fondo de Cultura Económica, México, 1999.

McCALLUM, B.T. (2002) "The use of policy rules in monetary policy analysis", Shadow Open Market Committee, November 18, 2002.

MEIRELLES, A. J. (1995) “Moeda endógena e a teoria monetária da produção”, Revista de Economia política, nro. 3.(59)

MINSKY, H. (1975) “John Maynard Keynes”, Columbia University Press.

MINSKY, H. (1986) “Estabilizando uma economia instável”, Novo Século. 2010.

MISHKIN, F.S. (2000) “De metas monetarias a metas de inflación: Lecciones de los países industrializados”, Banco de México, Noviembre 14-15, 2000.

MISHKIN, F.S. (2004) “The economics of money, banking, and financial markets”, 7th ed., Pearson.

MOORE, B. (1988) “Horizontalists and Verticalists. The macroeconomics of credit money”, Cambridge University Press.

NOGUEIRA DA COSTA (1993) “(Im)propriedades da moeda”, Revista de Economia Política, vol. 13, n.2 (50).

NOGUEIRA DA COSTA (1994) “Sobre o “horizontalismo” da oferta de moeda: tréplica ao professor Cardim de Carvalho”, Revista de Economia Política, vol. 14, n.1 (53), janeiro/março.

O’CONNELL, A. (2002) “The recent crisis of the argentine economy: some elements and background”, METU Conference, Ankara, September 2002.

PALLEY, T.I. (1992) “Beyond endogenous money, toward endogenous finance”, New School for Social Research.

PESCE, M.A. (2008) “Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies: what is new?”, BIS papers n.35, 2008.

PETRI, F. (1993) Critical Notes on Kalecki’s Theory on Investment. Cap. 11. Em: Growth Theory, Investment and Tecnological Change. s/n.

PIVETTI, M. (2001) "Monetary endogeneity and non-neutrality in a Sraffian perspective" in Rochon, L. & Vernengo, M. "Credit, Interest Rates and Open Economy: Essays on Horizontalism", Edward Elgar, 2001.

PIVETTI, M. (2003) "Rate of Interest" in King, J.E. "The Elgar Companion to Post-Keynesian Economics", Edward Elgar, 2003.

POSSAS, M. (1986) "Para uma releitura teórica da Teoria Geral", Unicamp.

POSSAS, M. (1999^a) "Demanda efetiva, investimento e dinâmica. A atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica, Unicamp.

RAPOPORT, M. (2000) "Historia económica, política y social de la Argentina (1880-2000)", Ediciones Macchi, Buenos Aires.

REDRADO, M.; CARRERA, J.; BASTOURRE, D. & IBARLUCIA, J. (2006) "La política económica de acumulación de reservas: nueva evidencia internacional", Estudios BCRA n.2, Banco Central de la República Argentina.

RODRIGUEZ, C.A. (1995) "Ensayo sobre el Plan de Convertibilidad", Junio, n.105.

ROMER, D. (2000) "Keynesian macroeconomics without the LM curve", Journal of Economic Perspectives, 14 (2).

ROWTHORN, B. (1977) "Conflict, Inflation and Money", Cambridge Journal of Economics, n° 1. Reproduzido em B. Rowthorn (1980), Capitalismo, Conflito e Inflação: ensaios de Economia Política. Rio de Janeiro: Zahar. Cap. 6.

SANTOS, P.L. dos (2009) "At the Heart of the Matter: Household Debt in Contemporary Banking and the International Crisis", Research on money and finance, Discussion paper n. 11.

SCHULER, K. (2005) "Ignorance and influence: U.S. economists on Argentina's depression of 1998 - 2002", Econ Journal Watch, Volume 2, Number 2, August, pp 234-278.

SCHVARZER, J. & FINKELSTEIN, H. (2003) “Reconstruyendo el mercado: EL BCRA y la emisión de Lebac”, Notas de Coyuntura N.10, CESP.A.

SERRANO, F. (1996) “The Sraffian Supermultiplier”, Tese de Doutorado não publicada, Universidade de Cambridge, Cambridge, Inglaterra.

SERRANO, F. (2000). A Soma das Poupanças determina o Investimento?, Archetypono.

SERRANO, F. (2001) “Equilíbrio neoclássico de mercado de fatores: um ponto de vista sraffiano”, Ensaios FEE, ano 22, n.1.

SERRANO, F. (2002) “A política monetária e a abordagem da taxa de juros exógena”, IE-UFRJ.

SERRANO, F. (2003) “Dolarização na America Latina”, Verbete preparado para The Real World Economic Outlook.

SERRANO, F. (2004) “Notas Sobre o Ciclo, A Tendência e o Supermultiplicador”, IE UFRJ.

SERRANO, F. (2007) “Histéresis, dinâmica inflacionaria y el supermultiplicador Sraffiano”, Seminarios Sraffianos, UNLU-Grupo Lujan. Colección Teoría Economica, Ediciones Cooperativas.

SERRANO, F. (2008) “Los Trabajadores Gastan lo que no Ganan. Kalecki y la Economía Americana”, Revista Circus. Buenos Aires.

SERRANO, F. (2008) “A Economia Americana, o Padrão Dólar Flexível e a Expansão Mundial nos Anos 2000”. Em: O Mito do Colapso do Poder Americano. Editora Record. Rio de Janeiro.

SERRANO, F. (2010^a) “Taxa de juros, taxa de câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil”, Revista de Economia Política, v. 30, p.1.

SERRANO, F & TAVARES RIBEIRO, R. (2004) “Notas críticas sobre a curva de demanda agregada”, Economia-Ensaios, Uberlândia, 18(2)/19(1): 123-143, jul. e dez./2004

SERRANO, F. & SUMMA, R. (2011) “Mundell-Fleming sem a curva LM: a taxa de juros exógena na Economia Aberta”, IE-UFRJ.

SRAFFA, P. (1960). *Produção de Mercadorias por Meio de Mercadorias: prelúdio a uma crítica da teoria econômica*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (Os Economistas).

SETTERFIELD, M. (2007) "An Essay on Horizontalism, Structuralism and Historical Time", s/d.

TADEU LIMA, G. & MEIRELLES, J.A. (2001) "Mark-up bancário, conflito distributivo e utilização da capacidade produtiva: Uma macrodinâmica pós-keynesiana", (s/n).

TAYLOR, J.B. (1999) "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules", in J.B. Taylor, ed., *Monetary Policy Rules*, Chicago: U. of Chicago Press, 1999.

TOBIN, J. (1971) "Friedman's theoretical Framework", Yale University.

WRAY, R. (1992) "Alternative Theories of the Rate of Interest", *Cambridge Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 16(1), pages 69-89, March.

TODESCA, J. & ACOSTA ORMAECHEA, S. (2003) "Las perspectivas de financiamiento de mediano y largo plazo", *Resumen Ejecutivo*, Ministerio de Economía de la Nación.

VERNENGO, M. & BRADBURY, M. (2011) "The limits to dollarization in Ecuador: Lessons from Argentina", *Journal of World Systems Research*, Volume XVII, Number 2, Pages 447-462.

WIERZBA, G. & GOLLA, J. (2005) "La regulación bancaria en Argentina durante la década del noventa", *Documento de Trabajo n.3*, CEFID-AR.

WOLFSON, M. H. (1996) "A Post keynesian theory of credit rationing", *Journal of Post Keynesian Economics*.

WRAY, R. (1999) "Understanding modern money. The key to full employment and price stability", Edward Elgar.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

Nº 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004

Nº 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004

Nº 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005

Nº 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005

Nº 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005

Nº 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005

Nº 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005

Nº 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006

Nº 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006

Nº 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006

Nº 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006

Nº 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006

Nº 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006

Nº 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007

Nº 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007

Nº 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007

Nº 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007

Nº 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007

Nº 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007

N° 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008

N° 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008

N° 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008

N° 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008

N° 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009

N° 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.

N° 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009

N° 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009

N°28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.

N°29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.

N°30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.

N°31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.

N°32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.

N°33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010

N°34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.

N°35 - “PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.

N°36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.

N°37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.

N°38 - "PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE". Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.

N°39 - "MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN". Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.

N°40 - "IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)". Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.

N°41 - "DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO". Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.

N° 42 – GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS. LOS LÍMITES QUE IMPONE LA OMC PARA LA REGULACIÓN ESTATAL. Abril 2012.

N° 43 – ESTRATEGIAS DE DESARROLLO Y REGÍMENES LEGALES PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi. Mayo 2012.