

## LA DINÁMICA FINANCIERA CONTEMPORÁNEA\*

Luis Mata Mollejas\*  
IIES, FACES, UCV

### Resumen:

A partir de la modificación de los Acuerdos Monetarios de Bretton Woods en 1971, el incremento del uso de los medios de pagos privados aparece asociado al incremento del riesgo cambiario; por lo cual la incertidumbre y la especulación toman el centro del escenario económico, haciendo que el ajuste de los mercados financieros condicionen el de los mercados reales y enfaticen los roles de la tasa de interés y del tipo de cambio. La consecuencia política de esta explicación teórica es que los programas ortodoxos de ajuste no constituyen una solución lógicamente aceptable en las condiciones internacionales vigentes, pues el dinero público se limita a cancelar saldos pendientes, descalificando las prácticas monetaristas.

**Palabras claves:** Dinámica financiera, consecuencias políticas.

### I.- INTRODUCCIÓN: COMPLEJIDAD, TURBULENCIA Y CIENCIA ECONÓMICA

La economía nace del trueque, en el pasado remoto, para satisfacer las necesidades diversas de los grupos humanos. Cuando el trueque resultó insuficiente para la realización del intercambio multilateral, aparece el dinero como intermediario de aceptación general. Al usarse como reserva de valor aparece la tasa de interés; y aunque desde la antigüedad ella es definida como una relación de valores en momentos distintos, la visión dinámica de los procesos económicos es reciente (Hicks, 1939). Otro elemento de complejidad aportado por el dinero es el tipo de cambio, pues él expresa una relación de valores en el espacio. Así, la complejidad económica, asociada al dinero, se aprecia en los tres precios "relativos" de este: la capacidad adquisitiva con relación a los bienes, en tiempo y lugar determinados; la tasa de interés como relación de valores en diferentes momentos del tiempo, haciendo abstracción del espacio; y el tipo de cambio como relación de valores en diferentes lugares, haciendo abstracción del paso del tiempo. También es reciente la aceptación plena de que la comprensión de los procesos económicos en donde interviene el dinero: la producción, el consumo, el financiamiento y la variación de los precios, no permite escamotear la interacción entre los tres precios mencionados sin riesgo de falsearla.

De la descripción exacta de tales procesos, de la proposición de explicación de los mismos, se ocupa la ciencia económica, considerando la evolución de las

---

\* Ensayo ganador del I Concurso de Ensayos de Economía, para profesor, organizado por la Unidad de Investigaciones Económicas del IIES, Escuela de Economía de la UCV y Banesco, (2003).

\* lmatan@cantv.net

circunstancias institucionales. Por ello la Economía, como ciencia, admite explicaciones temporales o que varían con el paso del tiempo. Es decir, las explicaciones sólo son válidas en un determinado contexto histórico. Pero el tributo que la Economía paga a la historia, induce el riesgo de disolverla en un catálogo de casos y de negarse a sí misma como ciencia. La solución al conflicto planteado, que surge del incremento de complejidad al considerar los eventos políticos, se resuelve al aceptar en Economía, como lo ha sido en otras ciencias, que unas pocas y sencillas leyes pueden dar origen a un riquísimo número de posibilidades, tremendamente sensibles a variaciones pequeñas en las condiciones tomadas como iniciales, sin mengua de que los actores adopten conductas que evolucionan de acuerdo a su experiencia previa en situaciones similares; produciendo comportamientos conjuntos con algún grado de predictibilidad<sup>1</sup>.

Una descripción sucinta de la economía contemporánea dirá que, en los tiempos que corren, el habitante de cualquier país —en la mayoría de los casos— cobra en dinero la remuneración de su trabajo. En el mercado adquiere sus bienes de consumo pagando en dinero; quedando en la banca local o nacional la fracción de los salarios o renta no gastada. La totalidad de los depósitos de la banca local o nacional, representan un valor que puede ser mayor o menor que los haberes del conjunto de ciudadanos en el exterior. Pero en todo caso, a los efectos de la economía nacional, las colocaciones en el exterior constituyen una fuga de capitales asociada a una merma de la inversión reproductiva en el país; lo cual es causa eficiente de un menor crecimiento económico. En los últimos años, la movilidad internacional de capitales asociada a la exacerbación de la inversión especulativa —habida cuenta de la diversidad de activos— ha coincidido con tasas bajas de crecimiento económico para el promedio mundial; la depresión en no pocos países, déficit crecientes del sector público en la gran mayoría de los casos, la acumulación de papeles públicos en las bancas locales y un consecuente sometimiento de esas instituciones a las vicisitudes de carácter político, nacional e internacional. Lo dicho permite concluir que el planeta ha soportado una tendencia al deterioro del crecimiento del empleo y ha presenciado recurrentes estallidos de crisis financieras y cambiarias (Forrester, 1997); turbulencias que han sido enfrentadas con éxito escaso, al usarse políticas que parecieran asociadas a trampas depresivas.

---

<sup>1</sup> El especulador supone, que “adivina” mejor que la multitud, lo que esta va a realizar en el futuro. Así hay un componente de riesgo y un componente probabilístico. Por eso surgieron las tesis de las anticipaciones concebidas como extrapolación (expectativas adaptativas) y las resultantes del razonamiento o expectativas “racionales”: Muth, Lucas, Sargent Wallace. La epistemología moderna califica las condiciones descritas como “caóticas” analizables con técnicas derivadas de las matemáticas no lineales.

**¿En cuáles condiciones una economía abierta al intercambio internacional escapa a la trampa depresiva? ¿Cómo conducirla a una espiral expansiva de crecimiento?**

El objeto del presente ensayo es dar respuesta a los interrogantes precedentes al aportar elementos de solución o de políticas económicas, partiendo de una base teórica coherente<sup>2</sup> que supla las debilidades de las explicaciones casuísticas<sup>3</sup> y tradicionales puestas de manifiesto por el resultado insatisfactorio de las políticas monetarias y crediticias restrictivas<sup>4</sup>.

Cabe entonces señalar que la visión tradicional de la economía simplifica una realidad compleja plena de incertidumbre, a más de considerar como “datos” los valores de las variables determinados en otras esferas de la actividad social como el campo jurídico institucional; así la dinámica económica interactúa con la dinámica sociopolítica, haciendo que los diferentes procesos macroeconómicos sean el resultado neto de la interacción de muchos agentes que operan y reaccionan simultáneamente. De allí, que sean poco defendibles las hipótesis súper simplificadoras de que cada uno de los agentes se desenvuelve en un entorno

---

<sup>2</sup> Con esto pretendemos satisfacer las conocidísimas inquietudes de Lucas con relación a la conexión microeconómica y a las de Dornsbush sobre la necesidad de armonizar las hipótesis heterodoxas. Por lo demás, en nuestra opinión, los modelos macroeconómicos deben ser recursivos en tres sentidos: formal, pues los mercados deben incidir entre sí (sistema de ecuaciones); dinámico; pues debe explicitarse el ajuste temporal - fases - o secuencia de eventos (Frish) y tercero, debe preservarse la autonomía de acción de los agentes (anclaje racional).

<sup>3</sup> Nos referimos en particular a las políticas del FMI y a la visión de Krugman (1995, 1997, 1998) de crisis “Canónicas” y modelos de “segunda y tercera” generación, para las crisis europeas, los contagios y las crisis asiáticas. Estas explicaciones son casuísticas y ex-post, en donde los factores extraeconómicos juegan un rol importante, a partir del supuesto de base de que los mercados financieros son eficientes (ergodigos).

<sup>4</sup> Cabe recordar que la relación entre dinero y crédito ha dividido el pensamiento económico desde hace siglos. La discusión formal, pudiéramos decir, se remonta por lo menos a 1810 con la polémica iniciada en la Cámara de los Comunes. Quizás la diferencia más importante sea que la óptica ortodoxa (ricardiana) postula un financiamiento dependiente del ahorro previo y del costo (precio) por no consumir; mientras que en la óptica bancaria el financiamiento depende de la capacidad de crear dinero anticipadamente (otorgar créditos) bajo la promesa (y riesgo) de retornarlo (satisfacer pagos), y con ello desaparecería el dinero antes creado (absorción). La discusión fue resumida por Shumpeter en términos “contrapuestos”, entre la *Teoría Monetaria del Crédito* y la *Teoría Crediticia del Dinero*. Algunas experiencias latinoamericanas al final del siglo XX registran el abandono de la visión monetarista.

cognoscible en su totalidad o prefijado, como propone el modelo de equilibrio general pareto-walrasiano<sup>5</sup> con la reducción máxima de los elementos sociopolíticos a la hipótesis del “tatonnement”, o el extremo opuesto de minimizar el mecanismo económico para privilegiar hipótesis sociológicas como la “lucha de clases” en las interpretaciones simplistas del pensamiento de Marx.

*Otro extremo, aceptar que la variedad de casos críticos<sup>6</sup> justificaría el recurrir a explicaciones “ad-hoc”, con importantes ingredientes exógenos y el enfrentar los fenómenos con políticas de carácter correctivo omite la consideración del hecho de que tales casos son repetitivos en muchos sentidos -como los craques financieros de finales del siglo XX- lo cual permite suponer que la ocurrencia no es casual, y que los fenómenos críticos resultarían de la culminación de procesos normales cuando traspasan ciertos límites y serían, por lo tanto, previsibles. Las consecuencias finales son: (a) la importancia de proponer una ley explicativa, pues la política a aplicar sería entonces preventiva y no correctiva y (b) que dicha ley debe hacer explícita la interacción entre los elementos económicos y los socio-políticos.*

Al respecto, cabe destacar que la búsqueda de visiones menos simplistas durante los últimos cien años muestra, primero, que a finales del siglo XIX se suponía que las variaciones en la actividad económica obedecían a una periodicidad temporal, asociada a factores fundamentalmente tecnológicos<sup>7</sup>; segundo

---

<sup>5</sup> Francois Perroux (1969: 1, 57) presenta una larga disquisición donde muestra hasta la saciedad como el modelo pareto-walrasiano de equilibrio general es, solamente, un esquema lógico económico que presupone la solución previa de tensiones políticas; por lo cual, en última instancia la abstracción “pura” del intercambio en términos de mercado, precios y cantidades, es un “ejercicio” de referencia; a lo más “un caso límite” que por sus especiales características, puede incluso “generalizarse” al introducir referencias diversas a la influencia del poder y a la actuación de los distintos agentes socio-políticos.

<sup>6</sup> Desde el ángulo de los eventos particulares, cabe resaltar que en el período 1972 – 1982 aparecen los grandes déficit norteamericanos, que la OPEP impone los precios del petróleo, la proliferación de los centros financieros, la privatización de los medios de pagos internacionales, con el consecuente debilitamiento del FMI y de las instituciones monetarias nacionales. En los países latinoamericanos, el alza de las tasa de interés lleva a la crisis de la deuda. Aparecen las áreas del euro y del yen y se refuerzan los acuerdos de integración económica.

<sup>7</sup> La discusión de este enfoque, además de examinar los aportes metodológicos de Mitchell (1915) haría referencia a la caracterización de Kitchin de 39 meses, a la de Juglar, de 7 años, a la de Kuznetz de 20 años y a la de Kondratiev de plazo más largo. Incluiría también la crítica al empirismo extremo (sin teoría económica) del Barómetro de tres curvas de “Harvard University Committee on Economic Research”: (Bullock-Persons y Crum). Una reseña

que al inicio del siglo XX, en el período comprendido entre 1927-1939, Schumpeter (1955)<sup>8</sup> elabora una explicación, que atribuye el desvío de las posiciones de equilibrio dinámico del sistema económico a las “innovaciones” (conjunto de aplicaciones tecnológicas novedosas) que alterarían la regularidad de la actividad bancaria, apoyándose en los análisis previos de Robertson (1956) y de Fisher (1933). Intenta así, profundizar en las relaciones económicas asociadas a causales técnicas<sup>9</sup>; y tercero, que, con posterioridad Keynes (1951), proporciona una explicación con causales sociales explícitos y con causales endógenos de carácter monetario cuyas aplicaciones políticas sobreviven con éxito hasta la sexta década del siglo XX, cuando se reanuda con ferocidad la diatriba teórica<sup>10</sup>, al observar limitaciones a la terapéutica keynesiana y a las prácticas inspiradas en la teoría de la exogeneidad monetaria.

Las imprecisiones o limitaciones de las visiones neomonetaristas y keynesianas, constituyen el punto de partida de la explicación que abordamos; en la cual se privilegian las relaciones financieras<sup>11</sup>. Esa propuesta de explicación de

---

crítica de estos variados enfoques, con sus antecedentes desde el siglo XVI y con referencias a las ideas en la antigüedad clásica, se encuentran en Carrillo Batalla (1981).

<sup>8</sup> Schumpeter comienza a trabajar el tema en 1912, pero es a partir de la obra de Pigou, criticándolo, que sistematiza sus ideas. Así, distingue entre una dinámica de crecimiento (con pasos infinitesimales) asociado al crecimiento poblacional y a la inversión (ahorro) “normal” y una dinámica que desestabiliza a la banca. En esta última influirían decisivamente sus “innovaciones”.

<sup>9</sup>El pensamiento de Schumpeter oscila entre la idea de que la vida económica es un proceso de incesante cambio *interno* y la idea de que sin factores externos, como las innovaciones, no habría ciclos en una corriente sin perturbaciones estacionaria o creciente.

<sup>10</sup>Además de las posturas neomonetaristas, otro intento de interés académico es el de Kalecki quien señala las diferencias entre la dinámica infinitesimal del crecimiento y un movimiento cíclico endógeno, al usar como referencia el contraste entre tasa de inversión y la depreciación. El sistema quedaría estático cuando la inversión sea igual a la depreciación. Pero el ingenioso modelo de oscilación kaleckiano no explicaría las crisis (ni las pasadas ni las actuales) sino la existencia de un suave movimiento oscilatorio automático (en el sentido que buscaban los autores del Barómetro de Harvard) a pesar de reconocer como factor negativo, el ahorro de los rentistas y como factor positivo el mecanismo schumpeteriano de las innovaciones como motor.

<sup>11</sup> La tesis de que la oferta monetaria exógena es el agregado financiero clave (Friedman– Schwartz y Modigliani. Miller es una sobre simplificación (money – view) pues minimiza u omite la influencia de la tasa de interés (credit – view).

las crisis incluye, como factor relevante, el incremento histórico de la base para la especulación<sup>12</sup> y su interacción con la caída del empleo, incluyendo dentro del mecanismo explicativo la ocurrencia de una depresión financiera generalizada, o situación donde las limitaciones del crédito obliga a una liquidación de activos que puede conducir a un desbalance generalizado, evidenciado alternativamente en la desvalorización súbita (crac), o sostenida de la moneda nacional (trampa depresiva).

## II.- LA IRRUPCIÓN FINANCIERA: CAMBIOS ESENCIALES AL FINAL DEL SIGLO XX

### 1.- *El predominio del dinero bancario o privado*

Desde remotas épocas, cuatro mil años, dice Galbraith (1991), se reconoció que acuñar monedas por un valor intrínseco permitía al emisor tener ganancias (derecho de señoreaje). A la larga los Estados asumieron el negocio y en el Siglo XIX, bajo el imperio de la Ley, y por intermedio de los bancos<sup>13</sup> obligaron a los particulares a aceptar pedazos de papel, en lugar de monedas de valor intrínseco, para realizar los intercambios (nacionalización y estatización de los

---

<sup>12</sup> Rescatamos aquí el antecedente de John Stuart Mill (1848) que asigna a la especulación y al crédito el origen de las "*crisis comerciales*", acogiendo ideas de Tooke y Fullarton. Véase la segunda edición revisada (1951: 562) Desde el ángulo microeconómico el concepto de especulación apalancado tiene apoyo en la obra de Knight (1935). Por lo demás este aspecto complementa la interpretación que hace Perroux del aporte de Chamberlin-Marshall.

<sup>13</sup> A partir de los antecedentes italianos, (Venecia y Génova) los bancos nacen para controlar la proliferación de las casas de moneda. En efecto, las necesidades del Imperio Español para pagar a sus tropas en Flandes (Holanda) hace que en el siglo XVI se crean allí 14 casas de moneda. A objeto de certificar la calidad de las emisiones se establece en Amsterdam (1609) un banco con garantía de los haberes de los comerciantes de la ciudad. La idea se extenderá y se crearán sucesivamente bancos en otras partes, como el de Inglaterra fundado en 1694. Para 1770 el Banco de Inglaterra, a partir de las experiencias en las colonias norteamericanas (1690) se convierte en el principal emisor de billetes, reembolsables en metálico. Al siglo XIX puede denominársele como el siglo del patrón-oro; pues con el dominio británico que sigue a la derrota de las pretensiones napoleónicas y al eclipse del imperio español, la plata dejará de ser referencia metálica aunque siga monetizándose al nivel fraccionario. En 1819 cierra el Banco de Ámsterdam. El comercio británico dominará las relaciones internacionales y con ella el Banco de Inglaterra será el centro de las finanzas mundiales. La tasa de interés que fije su directorio será la guía del crédito internacional y seguirá influyendo hasta bien entrada el siglo XX, cuando compartirá escena con Nueva York, y con el Federal Reserve Bank de Washington.

medios de pago). La obligación estaba acompañada de la promesa de que el banco emisor de papeles (billetes) en cualquier momento (en todo momento) devolvería al tenedor el valor facial en un monto equivalente de oro o plata.

En el aspecto internacional el dinero mercancía –fundamentalmente oro- sobrevivió bajo la forma de reservas en los bancos centrales; encargados, en última instancia, de asegurar la convertibilidad, a tipos estables entre las monedas nacionales y las extranjeras, para la cancelación de las transacciones internacionales fungiendo, además, de prestamistas de última instancia (Acuerdo de París 1876).

Por ello, conservar un monto adecuado de reservas constituía el eslabón clave de funcionamiento estable del sistema internacional, habida cuenta del gran número de monedas fiduciarias nacionales. La nacionalización del dinero hizo que el ajuste entre países se centrara en las autoridades monetarias nacionales, quienes podían aislar los choques internacionales mediante alteraciones del tipo de cambio, de la tasa de interés y aun acompañarse de la acción de otras autoridades (fiscales, fundamentalmente) para imponer restricciones al intercambio internacional.

A comienzos del siglo XX, de acuerdo con el resultado del comercio, y a los movimientos de capital asociados a la primera Guerra Mundial, las reservas se acumularon en EUA; por lo cual la expansión crediticia y monetaria en Europa comenzó a realizarse sobre la base de valores colaterales (préstamos al margen). Esto llevó a moratorias sistémicas, aumentó el precio del oro y en muchos países se perdió la estabilidad cambiaria. Para recuperarla, como vía de excepción, se admitió la sustitución del oro, por divisas “confiables” de acuerdo al volumen de oro en las reservas de estas. En forma general aumentan la inconvertibilidad de los billetes y la tasa de interés, y se restringen el crédito y la producción. En USA, se produce una crisis bursátil por el financiamiento excesivo en la bolsa de valores. La falta de acción del prestamista de última instancia (el Banco de República Federal, creado en 1913, se mantuvo al margen) y la ausencia de cooperación entre los bancos europeos determinan una crisis de liquidez. El inicio de una depresión universal se fecha en 1929 y ella culminará con la devaluación del dólar en 1930 (en términos de oro), de la libra esterlina en 1931 y nuevamente del dólar en 1934; y todo ello con reducción del comercio internacional. El cuadro depresivo imperante propició el surgimiento de las prácticas nacional-socialista en Alemania y del corporativismo estatizante en Italia<sup>14</sup>;

---

<sup>14</sup> Se impuso una política de autarquismo productivo, de construcción de infraestructura, de comercio internacional restringido al trueque y de armamentismo, que redujo el desempleo preexistente en esos países.

lo cual, a la larga, llevaría a la Segunda Guerra Mundial. Al término de esta, a la luz de las experiencias de sustitución del oro en las reservas en el período 1918-1938, y, aceptando el predominio de los Estados Unidos, la obligación de convertibilidad de los distintos Estados Nacionales se trasladó al Banco de la Reserva Federal: catalogándose al dólar americano como moneda de “*reserva de valor*” internacional (Acuerdo de Bretton Woods, 1944). En las décadas siguientes creció el cúmulo de dólares en circulación a nivel mundial, alimentado por las operaciones crediticias nominadas en dólares realizadas en Europa (eurodólares)<sup>15</sup> lo cual hizo imposible satisfacer la conversión al oro de los dólares que constituían las reservas internacionales de los bancos centrales acogidos al sistema de Bretton Woods<sup>16</sup> y mantener estable, en términos de oro, al dólar.

Por ello en 1971 el Presidente Nixon fue obligado a desligar al dólar de su compromiso de convertibilidad; generalizándose a partir de esa fecha la flotación de divisas<sup>17</sup>. No obstante, la importancia del comercio internacional de EUA hizo que el dólar se mantuviese como el patrón de referencia con relación a las variaciones del tipo de cambio de las diversas monedas nacionales.<sup>18</sup> Como las fluc-

---

<sup>15</sup>En 1963, el gobierno estadounidense estableció la “regulación q” que limitaba la remuneración de los depósitos; por lo cual la banca comienza a prestar en términos de “dólares” y a recibir “depósitos” en dólares fuera de los Estados Unidos. Ello se generaliza fundamentalmente en Europa.

<sup>16</sup>En 1970 el Stock de oro de USA representaba 11 millardos de dólares y en el exterior circulaban más 37 millardos. Otras estimaciones llevaban esa cifra a 60 millardos. La salida de dólares USA generó creación de base monetaria en el exterior, sin reducir la de Estados Unidos, pues las reservas en dólares adquiridas se colocaron en bonos o certificados rentables de Estados Unidos equivalentes a una entrada financiera, lo contrario de lo esperado en el sistema del patrón oro. Estos préstamos al Tesoro de Estados Unidos ayudaron la expansión monetaria en dicho país, que a la larga debía convertirse en una presión inflacionaria universal.

<sup>17</sup> La flotación (ruptura del cambio fijo con el dólar) parecía una salida para romper el nexo inflacionario, al optar por un anclaje interno (control de la masa monetaria) al fin de alcanzar la estabilidad de precios internos. En última instancia se esperaba que el sistema de Bretton Woods se revirtiese: la estabilidad interna de cada país debía co-adyuvar a la estabilidad del sistema mundial (FMI), acuerdo de Jamaica (1976). En la práctica ello no fue así. Las fluctuaciones se ampliaron porque los mercados de divisas no tenían la eficiencia asignada por la teoría. Las sustituciones de activos entre diversas divisas dificultaron la aplicación de políticas en términos de agregados monetarios domésticos.

<sup>18</sup>Una consecuencia aparentemente no intencional, fue la normalización del mercado del oro, perdiendo la Unión Soviética un volumen sustantivo de exportación. Ello aceleraría la crisis financiera en ese país.



tuaciones de las divisas fueron de amplio rango<sup>19</sup>, después de la liberación del tráfico de capitales (1982), y la contrapartida financiera sobrevaluaba al dólar, perjudicando su comercio, el secretario Baker de EU (1985) para evitar una devaluación fuerte y súbita del dólar, preconizó negociaciones internacionales para influir en los mercados internacionales de divisas mediante acciones coordinadas, incluidos comportamientos fiscales. Ello llevó a los acuerdos de estabilización del mercado cambiario de Nueva York (1985), de Tokio (1986) y a los acuerdos del Louvre (1987). La resistencia europea a mantener la asimetría y preponderancia del dólar se manifiestan desde 1972, con la creación del “Sistema Europeo” –la serpiente- y con el acuerdo de Maastricht (1992) para la creación del euro<sup>20</sup>. En la década de los años noventa es frecuente la firma de acuerdos de concertación internacional: mencionando, entre otros, los del lapso 1990-1991 para la asistencia a la URSS; el de 1995 para la prevención de crisis financieras, el de 1996 para suavizar las obligaciones de los países más pobres del planeta y el de 1997 para atender cuestiones ambientales. EL cuadro sinóptico “Régimen de Comercio y Patrón Monetario” en los siglos XIX y XX sintetiza lo expuesto.

## 2.- El carácter “complementario” del “circulante” o dinero público

En los últimos años, las innovaciones tecnológicas han extendido el uso de instrumentos de crédito y de débito (Stiglitz, 2002) aproximándonos a las circunstancias wicksellianas<sup>21</sup>, al propiciar una disminución relevante del circulante. Ello obliga a precisar la naturaleza y la función del dinero público o circulante en

---

<sup>19</sup> Al desligarse el dólar del oro, el precio de esto pasa de \$35 la onza a \$ 200; el franco suizo se revaluó en 50%, el marco en 20% y la libra esterlina se devalúa al 40%, en el lapso 1972-1976. El FMI relanza los Derechos especiales de giro (creado en 1964) y se emiten unos 30 millardos equivalente del dólar (1970-72). Pero el alza del precio petrolero (embargo de, 1973) lanza al mercado millardos de dólares que recirculan con los eurodólares (créditos en dólares de bancos europeos y de agencias de banco de USA en Europa) cesa el experimento del FMI se establece el sistema europeo de cambios (1978). El Presidente Volker de BRF de USA eleva la tasa de interés que alcanza el 20% en 1980; iniciando una depresión en Norteamérica. La América Latina entrará en la década perdida. Habrá que esperar hasta 1990 para que la tasa de interés descienda.

<sup>20</sup> Con dicho acuerdo se previó la “fusión” de las monedas de los países miembros del Tratado de Roma. Ello comprendió tres fases: 1992-94 para organizar la libre circulación de capitales, 1994-99, creación del Instituto Monetario para establecer los mecanismos de paso a la moneda única y 1999-2002 para el establecimiento de las paridades irrevocables.

<sup>21</sup> Wicksell (1898) supone un sistema económico puramente crediticio.

el mundo contemporáneo. Antes de 1971, los partidarios de la moneda mercancía y en consecuencia, de su origen exógeno, pretendían que la moneda era un bien objeto de una oferta y una demanda, lo cual permitiría obtener un precio de equilibrio en el mercado interno: la tasa de interés (por desprenderse de un activo). En el mercado externo, el tipo de cambio, expresaba sólo la relación entre los contenidos del oro. Un tercer indicador: la relación entre las capacidades adquisitivas, podría orientar la modificación del tipo de cambio.

Los partidarios de la endogeneidad monetaria asentaban, antes de 1971, que el dinero, en volumen sustantivo, era registrado como crédito a las empresas para sus operaciones de producción, dada una tasa de interés. Una fracción terminaba en posesión de las familias, vía los salarios, y al utilizarse en los mercados retornaba a la banca vía los pagos de las empresas. El excedente en poder de las familias –lo no gastado en bienes de consumo- retornaría a la banca en forma de depósitos. En síntesis, los salarios permitían monetizar parcialmente la producción y el dinero crediticio sólo tenía valor porque anticipaba la producción. El tipo de cambio expresa los requerimientos de divisas extranjeras. Esa descripción se corresponde con las circunstancias actuales. En otras palabras, al desaparecer la moneda mercancía, el volumen de dinero público en circulación no tiene ningún valor intrínseco; lo contrario de lo ocurrido en la época de la moneda mercancía. Una autoridad social, el Estado, señala en los billetes y monedas –de valor intrínseco despreciable-<sup>22</sup> el número de unidades de cuenta para medición de la producción.

Desde éste punto de vista, la base monetaria aportada por el Banco Central o circulante, tiene como propósito fundamental suministrar a la banca comercial un monto de circulante calculable como fracción de los créditos (Lavoie, 1984-1987)<sup>23</sup>. En consecuencia, resulta necesario abandonar la hipótesis del multiplicador del crédito sobre la base de los depósitos.<sup>24</sup>La banca opera sobre la

---

<sup>22</sup> Eventualmente, por su belleza artística o por su escasez, una vez descartada de la circulación, pueden alcanzar un valor intrínseco denominado “numismático”.

<sup>23</sup> Este razonamiento supone que cuando el crédito predomina como volumen se puede razonar como si el régimen monetario fuese únicamente crediticio o de moneda privada. Así, con el crédito, el dinero es un título más y la política monetaria se convierte en política financiera.

<sup>24</sup> La hipótesis del multiplicador supone que la banca para obtener ingresos, presta una parte de sus depósitos. Se define así un multiplicando, que al depositarse en otro banco, forma la base ulterior de nuevos créditos. Ello constituye una serie convergente, resultado de un multiplicador que es el inverso del coeficiente de retención. Por ello, la sumatoria de la serie se aproxima a un límite fácilmente calculable.

base de clientes, a quienes otorga créditos. Para atender las salidas del circuito –créditos, depósitos- se requiere de un número que opera como un “*divisor*” de la oferta de créditos que ellos inicialmente otorgan. Finalmente, cabe señalar que:

- a) Desde ese punto de vista la oferta de dinero público es infinitamente elástica a la tasa de interés fijada por la autoridad monetaria o banca central, por la cual la variable a determinar es la demanda, dada la tasa de interés<sup>25</sup>.
- b) Desde el punto de vista macroeconómico, la necesidad de inversión de las empresas, inicia el proceso; el ahorro aparecerá vía los pagos de retorno de las empresas y de los depósitos de las familias, en la forma expuesta antes por Bernacer (1922) y rescatada por Poulon (1982).
- c) El dinero crediticio es, a un tiempo, un activo –crédito- y un pasivo –depósito- que eventualmente se cancelan. El dinero privado sólo existe como tal entre el momento de otorgar el crédito y recibir los depósitos (pagos) que lo cancelan. En ese instante deja de existir<sup>26</sup>.
- d) El análisis de la monetización de la producción requiere un proceso “ex-ante” de validación –la efectuada por la banca comercial- y la validación “ex-post” efectuada por el Banco Central, como emisor del circulante solicitado o como prestamista de último recurso.
- e) El análisis macroeconómico puede fundamentarse microeconómicamente a partir de los comportamientos individuales (banca – empresas); pero el análisis macroeconómico, en sí, debe considerar separadamente la demanda y la oferta de dinero público y privado y las contrapartidas: la inversión (ex - ante) y el ahorro (ex - post). Los desalineamientos entre esas magnitudes, asociadas a variaciones en las tasas de interés y de rendimiento, están vinculadas al origen de las crisis.

---

<sup>25</sup> Aquí aparece la interacción con la autoridad fiscal; quien al desear colocar bonos públicos condiciona “el piso” de la tasa de interés.

<sup>26</sup> Esta diferencia permite considerar funciones de oferta y demanda. Myrdal afirmaba que el dinero público no abandona el flujo circulatorio (Monetary Equilibrium, 1931) Keynes, con la preferencia por liquidez rechaza ese supuesto.

Las consecuencias de la evolución señalada son:

**1º) Los beneficios del señoreaje y la eficacia del control cuantitativo disminuyen día a día con el desarrollo del crédito y la virtualización de las monedas;**

**2º) Al interior de cada país aparece el uso, como reserva de valor, de las monedas empleadas en el cambio internacional (tendencia a la relación adversa); debiendo notarse que los tipos de intercambio entre ellos y las tasas de interés, son forzadas a converger cuando los acuerdos políticos, entre los centros de poder internacional, así lo establecen. En consecuencia, se ha incrementado el peso de las decisiones de las economías grandes y de las instituciones multi o supranacionales,<sup>27</sup> restringiendo el campo de maniobras de las autoridades de las economías pequeñas;**

**3º) En las “pequeñas economías”, aferrarse al derecho de emitir un signo monetario “nacional”, según el principio de “un Estado, una moneda”, no proporciona hoy las ventajas que el señoreaje procuraba antes; y por lo contrario, al hacerlo, quedan sometidas al riesgo de la especulación cambiaria<sup>28</sup>. El precio para cubrir tal riesgo es mantener elevadas tasas de interés, o realizar fuertes devaluaciones lo cual conlleva inflación y desempleo;**

**4º) La emisión de un volumen circulante es necesario para cancelar el saldo de los intercambios entre los actores, y**

---

<sup>27</sup> Por ello, con la creación del euro (y del banco coordinador), la comunidad europea dispone de un instrumento concurrente con el dólar estadounidense, sin tener que ofrecer respaldo de alguna mercancía en particular, pues el único válido en las actuales circunstancias es la facilidad de acceder con el euro a una cesta de bienes y servicios similar a la norteamericana y sin desmedro de la calidad de las ofrecidas por esa economía. Para 1998 indicadores corrientes daban la primacía mundial a USA. Los países de la comunidad europea alcanzaron un PIB de \$ 6 trillones, y USA \$ 8 trillones, 2800 empresas cotizaban en la bolsa de valores con una capitalización de \$ 3.9 trillones y USA arrojaba 8600 empresas con capitales de \$ 11.1 trillones. El mercado europeo incluye un 58.3% de bonos gubernamentales y USA 28.4%. Estas brechas vienen disminuyendo.

<sup>28</sup> Habitualmente se espera que las reservas sean equivalentes a un trimestre de comercio para desestimular la especulación. En la práctica ello es risible. En 1998 el asalto contra el rublo no pudo ser sostenido. Las alzas de la tasa de interés y la devaluación son costos enormes. El riesgo de pérdida existe para el especulador pero ello no es necesariamente un contrapeso contra la esperanza de ganancia.

**5ª) El control sostenido de los flujos de capitales, para evitar alzas en la tasa de interés conlleva al aislamiento de los flujos internacionales y de ese modo provocan la que querrían evitar: la pérdida de valor de reserva de la moneda nacional.**

De allí la creciente importancia de los mercados de valores en los países centrales y en los periféricos o mercados emergentes<sup>29</sup> y que los activos sustitutos de la moneda emitida por un Estado Nación sean múltiples y con alto grado de liquidez. Por ello la movilidad de los flujos de capital es alta y sensible a la variación de las tasas de rendimiento, de interés y de riesgo; afectando a los tipos de cambio e imposibilitando a los Estados nacionales el control de los libres movimientos de capital, por largos períodos, sin correr el riesgo de encontrarse aislados del flujo internacional<sup>30</sup>. Finalmente debe decirse que la interacción entre los distintos valores se manifiesta en dos sentidos: vertical, dentro de un mismo país, y horizontal, entre las distintas plazas financieras.

### *3. Los cambios en la producción y en el empleo*

En el siglo XIX coexistían numerosas empresas de pequeña dimensión (apenas transformaciones de los talleres artesanales y familiares del siglo XVIII) junto con empresas grandes que cabalgaban sobre las innovaciones en metalurgia y en la química (industria siderúrgica, farmacéutica y petrolera). Ford y Taylor revolucionan la producción y el mercado del automóvil, que pasa a ser bien de consumo corriente en los Estados Unidos de América y en Canadá, para comenzar a extenderse en Europa en el período comprendido entre la Primera y la Segunda Guerra Mundial. A partir de 1945 se acentúa el proceso de transnacionalización de las empresas que comercian a escala mundial. Estas empresas ofrecen, a escala planetaria, un bien o servicio único abasteciéndose en donde se estime conveniente con el mínimo de restricciones posibles. Su referencia es un mercado mundial, cualitativamente diferente y yuxtapuesto a los mercados nacionales en donde operan como competidores oligopólicos. En la mayoría de los casos las empresas transnacionales son el resultado de fusiones, que van aparejadas con avances tecnológicos y reducción del empleo; por lo cual, a nivel de los países, aparece un exceso de recursos humanos que presiona para que

---

<sup>29</sup> En esto es notable el crecimiento de las bolsas asiáticas, apareciendo disminuidas las latinoamericanas por las devaluaciones (Gutiérrez, 1991).

<sup>30</sup> Otro cambio importante es que los inversionistas individuales están dando paso a los institucionales, que forman parte de grandes conglomerados financieros, lo cual ha facilitado los traspasos a nivel internacional.

el salario no sea el equivalente a su productividad marginal y se mantenga por debajo de ese referente. Las consecuencias de ese proceso son:

- Tendencia a considerar una porción del desempleo como “exclusión del mercado laboral” y, en consecuencia, no amparable por el seguro de desempleo, pues se trata ahora de nuevos contingentes que no pueden acceder al mercado de trabajo y ser remunerados, según la productividad marginal, por no estar debidamente educados<sup>31</sup>.
- El semiestrangulamiento de la oferta calificada (nuevos requerimientos tecnológicos-educacionales) y un exceso de mano de obra no calificada (post- fordismo). Así el salario de los calificados, que debería aproximarse a su productividad marginal, se verá disminuida por la sobreabundancia de concurrentes potenciales, y
- Un aumento en la porción de excedente económico que aparecerá como beneficio, que requiere ser invertido en búsqueda de rendimiento en el corto plazo<sup>32</sup>.

*En síntesis los elementos: subempleo, subconsumo, inversión especulativa y variaciones del crédito, proporcionan suficientes factores para explicar endógenamente la senda inestable de los procesos económicos del capitalismo en los años finales del siglo XX ; la paradoja del distanciamiento entre las operaciones financieras y el basamento real de la economía; el incremento de volatilidad de los precios financieros y el incremento del riesgo bancario; por lo cual recurrir a la fuga de divisas conforma un comportamiento racional y normal desde el ángulo microeconómico.*

---

<sup>31</sup>Los últimos años del siglo XX proporcionan el ejemplo más reciente del proceso descrito, pues la electrónica estableció nuevas exigencias a la capacitación. Por ello un volumen creciente de subempleo aparece en los servicios personales poco especializados y en los puestos de trabajo rutinario o de entrenamiento fácil, como los existentes en las cadenas transnacionalizadas de *fast food* y en las maquilas (Levy, 2000). Se añadirá a esta opción el incremento del comercio al menor y de la artesanía proletaria, denominadas estas últimas actividades de economía informal o con ingresos inferiores a la subsistencia. Una variación industrial vendrá asociada con el ensamblaje de productos finales observables en las denominadas “maquilas”; relacionado este tipo de subempleo con el comercio y la producción de las grandes transnacionales.

<sup>32</sup> Dentro de una visión de más largo plazo los capitalistas, por sí mismos, o por medio del Estado facilitarán el aprendizaje pues el consumo debe crecer, aunque sea a menor tasa que la inversión.

Así, la consecuencia macroeconómica es que el momento o punto de inflexión entre el auge y la depresión en cada país y a nivel global se presenta cuando la oferta de recursos líquidos se limita, haciendo imposible la recuperación de los créditos pasados, por la no realización de los beneficios previstos (depresión financiera generalizada). La liquidación siguiente, para salvar parte del capital conduce al crac. La profundidad y alcance de este dependerá: 1º: De la asistencia que puede brindar un prestamista de última instancia: Banco Central y autoridades multinacionales, 2º: De la interacción internacional entre las bolsas de valores<sup>33</sup> y 3º: Del basamento de estabilidad dado por el porcentaje de consumo nacional con relación a la producción nacional o restricción al contagio externo.

### III.- ELEMENTOS TEÓRICOS

#### 1. La referencia microeconómica: vinculación riesgo – crédito

Un elemento esencial en la secuencia dinámica señalada es la posibilidad de la cancelación de los créditos concedidos, que se interpreta como ahorro ex post, al igual que el incremento de los depósitos de las familias provenientes de la expansión de la renta. Unida esta idea a la evidencia de que el crédito es dinero “creado” por la banca y que la ausencia (disminución) de la demanda de crédito, pone en aprietos a los bancos con excedentes de depósitos, se encuentra una justificación para afirmar que el incremento de la “intermediación financiera” es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el desarrollo del ámbito real en la sociedad capitalista. La consecuencia de este punto de vista es que la tasa de crecimiento real asociada a la de la inversión se relaciona con la evolución del crédito y este con el de la tasa de interés ( $r$ ); y que esta última, pueda tenerse como la variable política por excelencia, pues afecta al comportamiento financiero (ámbito nominal) y al comportamiento de la inversión reproductiva (ámbito real). De allí la necesidad de examinar la mencionada interacción, considerando los comportamientos de los agentes para deducir, por analogía, consecuencias macroeconómicas.

---

<sup>33</sup> Esta explicación abarca los casos clásicos (siglos XVII y XIX), incluida en la lista de crisis que en orden cronológico presenta Kindelberger (1991: 67-68).

### 1.1.- La rentabilidad de la inversión

La tasa de rentabilidad de toda operación de inversión es igual, por definición, a la tasa de actualización que iguala el beneficio total descontado al capital invertido. Una consecuencia de lo anterior es que el beneficio total actualizado,  $B$ , resulta una función decreciente de la tasa de interés,  $r$ , según Masse, (1968:24): lo cual conduce al teorema fundamental que identifica el beneficio total actualizado máximo (óptimo) cuando la tasa de rentabilidad marginal es igual a la tasa de interés del mercado<sup>34</sup>.

### 1.2.- La rentabilidad del crédito

La banca como agente de intermediación financiera en el mundo capitalista debe obtener beneficios de sus operaciones. Este beneficio ( $\Pi$ ) dependerá de la diferencia entre lo que la banca cobra por una unidad monetaria dada en crédito (tasa activa,  $ra$ ) y lo que a ella le cuesta (al menos la tasa pasiva,  $rd$ ) considerando, además, un cierto riesgo de morosidad. Por esto último, los beneficios de la banca crecerán según lo haga la tasa activa ( $ra$ ) hasta un límite, después del cual la morosidad se haría presente; por lo cual la función de oferta de crédito que considera la tasa activa también podría ser representada por una curva con un máximo semiestable.

### 1.3.- La interacción entre crédito e inversión

Matemáticamente puede demostrarse que las funciones de inversión y de crédito, con máximos semiestables, tenderán a cortarse en un punto  $[(q*ra^*), (I*CR^*)]$  que se aproxima a los máximos respectivos; por lo cual puede inferirse la existencia de entornos en donde no habrá suficientes incentivos para invertir o para otorgar nuevos créditos, por alejarse cada vez más de los puntos que corresponden a los máximos beneficios de la banca y de las empresas productivas.

Al suponer que la inversión se financia sólo con crédito, **Inversión óptica**, coincidirá con el crédito máximo solicitado y la tasa máxima de interés  $ra$  no podrá sobrepasar a  $q$ , máximo, pues la conducta racional exige que  $q > ra$  para que haya inversión. Hasta el nivel de **I op**, bancos y empresas pueden expandir

---

<sup>34</sup> Debe suponerse que  $(r)$  es positivo y pequeño, proviniendo de la operación  $(-1 + e)$  de lo contrario si es positiva y muy grande la sumatoria podría tener términos negativos (Masse, 1968, 21).



sus actividades, (endeudamiento prudente) pero más allá de **l op**, con una  $q$  decreciente la expansión de actividades empresariales ocurriría en un ambiente de un  $r$  creciente (endeudamiento o apalancamiento imprudente)<sup>35</sup>. Estas expansiones tenderían en consecuencia a autofinanciarse<sup>36</sup>, lo que equivale a un incremento del riesgo de quiebra<sup>37</sup>.

Las consecuencias del comportamiento señalado para la banca es que de haber mayor demanda de crédito que el nivel prefijado por **l op**, sería con propósitos y perspectivas especulativas, (alejados de los rendimientos reales o “fundamentales”) que de no traducirse en beneficios, obligarían a la liquidación y eventualmente conduciría al pánico si no aparece un prestamista de última instancia.

En efecto si los depositantes perciben altos niveles de fragilidad bancaria iniciarán una estampida hacia la liquidez, incluidas las divisas; y si los bancos para hacer frente a las peticiones de dinero liquidan sus activos pueden presentar insuficiencias (por la caída de los precios), lo cual se transforma en una situación de insolvencia que desorganiza el sistema de pagos interbancario. Llegados a este punto, sólo la asistencia de un prestamista de última instancia o la recapitalización podría frenar el estallido de la crisis. *En síntesis la función fundamental de la banca es equilibrar activos financieros “ilíquidos con recursos líquidos” y recuperarlos paulatinamente con un beneficio. La interrupción del proceso conlleva a una crisis del sistema económico en el sentido de Minsky–Bernacer<sup>38</sup>*. Es decir, el sistema económico contemporáneo presenta inestabilidad endógena asociada al proceso financiero.

---

<sup>35</sup> Dreizen (1985) examina fundamentalmente estos aspectos al considerar la probabilidad de éxito de las empresas y de cancelación de crédito.

<sup>36</sup> Al respecto, Rochet – Freixas (1994) recogen una formalización preliminar (Working Paper de Holmstrom, By Tirole, J. de la Universidad de Toulouse: “*Financial intermediation, loanable funds and the real sector*” IDEI, 1994.

<sup>37</sup> Entre los numerosos modelos microeconómicos que conducen consecuencias macroeconómicas evocamos los de restricciones crediticias y los exigen la constitución de garantías colaterales, entre otros.

<sup>38</sup> Minsky, en sus numerosos trabajos a partir de 1975, como antes Bernacer (1922), considera la economía como un conjunto de interrelaciones financieras que se entrecruzan con los procesos reales; enfoque que denomina “*Wall Street Paradigm*”. Para él los procesos de inversión están afectados por las formas disponibles de financiamiento: De allí que el rechazo a la aceptación de una oportunidad de determinada inversión depende de los cambios que su aprovechamiento implique en la estructura de activos y riesgos de la (**s**) empresa (**s**). Dreizen (1985) en su survey crítico sobre el discurso de Minsky pro-

## 2.- Referencia macroeconómica

### 2.1.- El preajuste financiero

El punto de partida es la utilización del principio del equilibrio general (interacción de precios y compensación entre déficit y superávit en los mercados), destacando la presencia del mercado crediticio y las vinculaciones entre el intercambio exterior y la economía nacional, lo cual hace posible obtener una versión dinámica del equilibrio general, al considerar la distinción entre mercados de flujos y stocks<sup>39</sup>. Ello permite presentar la ecuación **[1]**:

$$P(Y^d - Y^s)_{t+d} + w(L^d - L^s)_{t+d} + \frac{1}{q}(V^d - V^s)_{t+d} + \left(1 + \frac{1}{r}\right)(CR^d - CR^s)_{t+d} \mathbf{[1]} \\ + ch(\$^d - \$^s)_{t+d} + (M^d - M^s)_t = 0$$

En donde  $P(Y^d - Y^s)$  representa el mercado de bienes;  $w(L^d - L^s)$  al del trabajo,  $\frac{1}{q}(V^d - V^s)$  al de títulos nacionales,  $\left(1 + \frac{1}{r}\right)(CR^d - CR^s)$  al de crédito bancario,  $ch(\$^d - \$^s)$  al de divisas y  $(M^d - M^s)$  al de moneda nacional; siendo  $p$ ,  $w$ ,  $q$ ,  $r$ ,  $ch$  respectivamente, los precios, tasa de salarios, la tasa de rendimiento nacional, la tasa de interés nacional y el tipo de cambio<sup>40</sup>.

pone algunas formalizaciones. Entre ellas está la definición del coeficiente **(f)** de fragilidad que registra la proporción entre servicios financieros de la deuda **(s)** y fondos autogenerados por la empresa **(G)** para afrontarlos. Relacionando lo anterior con la tasa de interés y con el ritmo crecimiento obtiene operadores que permiten calcular trayectorias del coeficiente **(f)** (análisis dinámico) y ordenarlas según los conceptos: cubierto, especulativo y Ponzi. Este modelo para una empresa, según Dreizen, es aplicable al análisis de países al combinarlo con conceptos keynesianos, lo cual lo lleva a una interpretación de la crisis financiera internacional.

<sup>39</sup> El criterio de incompatibilidad de usar simultáneamente "flujos", "stocks" se invalida cuando se observa que flujos y stocks resultan equivalentes al deducir de los stocks los valores iniciales (Poncet-Portait, 1980).

<sup>40</sup> Se supone, para simplificar que las transacciones con el exterior se resumen en el mercado de divisas.

De acuerdo con el criterio de Hicks (1939), esta expresión es evidentemente dinámica, puesto que la tasa de interés es, en si misma, una relación de valores en el tiempo. Cuando se considera la condición de corto plazo, lo cual desde el ángulo matemático equivale a aplicar el cálculo de límites, para un lapso muy pequeño ( $t \rightarrow 0$ ) el equilibrio queda reducido a los condicionantes "ex-ante" de los mercados de stocks; transformándose la expresión [1] en la siguiente:

$$\frac{1}{q}(V^d - V^s) + \left(1 + \frac{1}{r}\right)(CR^d - CR^s) + ch(\$^d - \$^s) + (M^d - M^s) = 0 \quad [2]$$

Lo anterior se interpreta en el sentido de que los agentes económicos, consideran primero las circunstancias de los mercados de títulos, de crédito y de divisas y que las decisiones en tales mercados (preajuste financiero) dentro de una óptica de corto plazo, influyen sobre las relativas al mercado de bienes y de trabajo. Así los precios relativos por excelencia serán las tasas de interés y el tipo de cambio y sus interrelaciones marcaran el desenvolvimiento económico.<sup>41</sup> En otras palabras, el ajuste macroeconómico depende de las decisiones de selección cartera del sector privado, tomando como datos las decisiones de las autoridades respecto de las tasas de interés.

## 2.2- La secuencia de los ajustes: equilibrio general dinámico

*El esquema formal básico en términos de mercado del modelo de preajuste financiero recoge la hipótesis de: ajuste instantáneo de precios y cantidades en los mercados de títulos y divisas bajo el supuesto de precios flexibles; el ajuste de la cantidad de crédito en su mercado ante una oferta infinitamente elástica, una vez fijada la tasa de interés por la banca; y el ajuste posterior por las cantidades en los mercados de trabajo, bienes y dinero según los resultados de los mercados antes mencionados, dando lugar a dos fases. Los cuadros siguientes expresan lo expuesto; a saber:*

---

<sup>41</sup> Cuando las variables predeterminadas se hacen explicativas se encontraran otros "enlaces dinámicos" que permite construir algoritmos recursivos y sistemas de ecuaciones.

## Preajuste financiero: primera fase

Mercados	Títulos	Divisas	Crédito
Oferta	$V_s = V\left(r, q\right)^{\begin{smallmatrix} + & - \\ & \end{smallmatrix}}$	$.\$s = \$\left(ch, R_0, X_0\right)^{\begin{smallmatrix} + & + & + \\ & & \end{smallmatrix}}$	$CR_s = CR\left(r, KB_0\right)^{\begin{smallmatrix} + & + \\ & \end{smallmatrix}}$ $r = r$
Demanda	$V_d = V\left(r, q, ch\right)^{\begin{smallmatrix} - & + & - \\ & & \end{smallmatrix}}$	$\$d = \$\left(ch, M, S_0\right)^{\begin{smallmatrix} - & - & - \\ & & \end{smallmatrix}}$	$CR_d = CR\left(r, q, ch\right)^{\begin{smallmatrix} - & + & - \\ & & \end{smallmatrix}}$
Variable de ajuste	$q, V$	$ch, M$	$CR$

## Preajuste financiero: segunda fase

Mercados	Trabajo	Bienes	Dinero
Oferta	$L_s = L\left(w\right)^{\begin{smallmatrix} + \\ & \end{smallmatrix}}$ $w = w$	$Y_s = Y\left(L_d, I\right)$ $P = P\left(w, q, r\right)^{\begin{smallmatrix} + & + & + \\ & & \end{smallmatrix}}$	$M_s = M_d$
Demanda	$L_d = L\left(w, q\right)^{\begin{smallmatrix} - & + \\ & \end{smallmatrix}}$	$C_d = C\left(w, r, ch\right)^{\begin{smallmatrix} + & - & - \\ & & \end{smallmatrix}}$ $I_d = I\left(CR, V, ch\right)^{\begin{smallmatrix} + & - & - \\ & & \end{smallmatrix}}$	$M_{1=} = M(C)^{\begin{smallmatrix} + \\ & \end{smallmatrix}}$ $M_2 = M\left(r\right)^{\begin{smallmatrix} - \\ & \end{smallmatrix}}$ $M_d = M_1 + M_2$
Variable de ajuste	$L_s, L_d$	$Y_s, Y_d, P$	$M_d$

En la primera fase para las cinco variables endógenas:  $CR$ ,  $M$ ,  $V_d$ ,  $ch$  y  $q$ , se cuenta con cinco variables exógenas:  $X_0$ ,  $r$ ,  $R_0$ ,  $KB_0$  y  $\$^d_0$  en donde  $X$  representa las exportaciones,  $q$  al rendimiento nominal de los títulos,  $\$^d_0$  a las salidas pre-determinadas de divisas (por ejemplo las amortizaciones),  $R_0$  representa el stock inicial de reservas de divisas,  $KB_0$  el capital bancario y  $M$  a las importaciones.

Para considerar los mercados reales de trabajo y de bienes, en la segunda fase, basta hacer explícita la variable exógena salarios nominales ( $w$ ), en el mercado de empleo, pues para el mercado de bienes, las variables  $CR$ ,  $V$ ,  $q$ ,  $ch$ , son el resultado de la primera fase. En el mercado monetario, prácticamente residual, se determina la demanda de dinero ( $M_d$ ) en función de las variables ya

calculadas o predeterminadas como  $r$ . Se tienen así seis variables predeterminadas **CR, V, q, ch, w, r**, para las seis endógenas: **Ls, Ld, Ys, Yd, Md, P**.

Finalmente resaltaremos que en el modelo de bienes se postula: 1º) siguiendo los planteamientos bien conocidos de Keynes (1951), Tobin (1965) y Minsky (1967) que la decisión de invertir en activos reproductivos o capital físico puede asociarse al comportamiento bolsístico y crediticio; y 2º) que la variación del tipo de cambio se refleja en el consumo.

En síntesis, la lógica del modelo de preajuste financiero señala que los mercados de stock se ajustan instantáneamente por los precios, excepto el crédito que se ajusta por cantidades, dada una tasa de interés. Los mercados reales tienen precios "viscosos (los bienes) y negociados (los laborales) y son mercados de flujo; de allí que ajustándose –ex – ante – los financieros, los mercados reales se ajustarán ex – post - principalmente por la cantidad. El mercado monetario prácticamente residual –para cancelar saldos- será el reflejo de todos. El corolario para la política será que si las autoridades consideran que la acumulación de inventarios, y el nivel de desempleo son excesivos, las reducciones de la tasa de interés y del tipo de cambio será esencial.

### 2.3.- La turbulencia económica, según el modelo de preajuste financiero

A la luz del esquema de ajustes precedente, la plena realización (cierre) del circuito económico ocurre cuando las transacciones finales del sistema bancario (cancelación de los créditos anticipados) suceden sin tensiones mayores, aceptando que el sistema bancario es fundamentalmente inestable pues debe transformar activos ilíquidos en líquidos (compromisos de cancelación). Cuando ello no es así, se manifestarán inestabilidades en la tasa de interés. Una aceleración de los programas de inversión financiera (especulación), o su equivalente, el incremento de la demanda de créditos riesgosos (seguidos por una acumulación de inventarios) ocasionará nuevas demandas de créditos (o de descuento) para cancelar obligaciones pasadas, provocando alzas en las tasas de interés bancaria y en la tasa de redescuento (mercado monetario). Con ello variarán los valores bursátiles de las empresas, lo cual producirá pérdidas en el mercado de valores. De allí que una parte de los recursos monetarios tenderán a desviarse a la adquisición de divisas (protección al riesgo) con detrimento ulterior de la producción y acentuación de la disminución de la capacidad de pago de los compromisos contraídos (fragilización bancaria).

En otras palabras, con una fuerte valoración de títulos y una escalada de crédito (1ª fase) que no pueda ser cancelada (alza de las tasas de interés), será seguida por una fase (2ª) donde la falta de liquidez se transformará en proble-

mas de solvencia de la banca y en una búsqueda de liquidez en las bolsas de valores para cancelar obligaciones (3ª fase), las acciones perderán valor por exceso de oferta y los inversionistas financieros su riqueza. Si los problemas de solvencia de la banca no son atendidas por sus titulares, o mediante la asistencia del banco central, aparecerá una demanda creciente de divisas; acompañándose la crisis bancaria y bolsística de otra en el mercado cambiario (twin crisis: 4ª fase). En países con sostenidos déficit fiscales financiados internamente se puede producir un proceso similar.<sup>42</sup> En todos los casos alzas sostenidas de la tasa de interés estarán asociadas a procesos depresivos, crisis bancarias y bolsística (búsqueda de liquidez) y a pérdidas de divisas<sup>43</sup>.

El diagrama No. 1, ilustra la existencia de seis “canales” de interacción de doble vía. El crediticio (1) el de volatilidad (2) el de riesgo (3) el de liquidez (4) el de especulación (5) y el de realización (6). En él se ilustra la relación entre los precios relativos: **q** rendimiento; **r** tasa de interés; **ch** tipo de cambio y la interacción con el saldo monetario **M**. La importancia de cada canal puede evaluarse por indicadores de elasticidad.

Queda entonces claro que las autoridades monetarias (banco central) son responsables de manejar la tasa de interés, **r**, y del suministro de liquidez con un ojo puesto sobre el mercado crediticio y otro sobre las reservas internacionales. Con relación a la crisis las autoridades deberían actuar “ex - ante”, controlando la calidad del crédito<sup>44</sup> y “ex- post” deteniendo el proceso depresivo al incrementar la liquidez. Cabe destacar que la asistencia no debe ser automática (garantizada) para evitar el comportamiento laxo de la banca. Pero una vez que se produce el pánico la intervención debe ser rápida.

---

<sup>42</sup> La interrelación entre las crisis fiscales bancarias y las de tipo de cambio se ha manifestado recurrentemente en las dos últimas décadas (Chile 1982, Argentina 1982 y 1995, Venezuela y México en 1994-95, los Tigres del Sudeste Asiático en 1997-98 y Colombia en 1999). Krugman usará como elemento explicativo la monetización de déficit fiscales sostenidos que conducirían a ataque a las divisas; mientras que Miller (1999) señala que bancos con insuficiencias de activos líquidos serán causa suficiente para estimular ataques especulativos a las diversas naciones.

<sup>43</sup> Este proceso de endeudamiento más rápido que lo permitido por el flujo de caja se ha repetido en USA en 1929 y en 1971, pudiendo verificarse la presencia de las cuatro fases señaladas incluida la desvalorización del dólar. La intervención de la reserva Federal en 1987, frenaría la crisis en sus inicios.

<sup>44</sup> Entre las normas preventivas actuales están las previstas en los acuerdos de Basilea; específicamente la relación de Cooke establece que los bancos cubran con recursos propios el 8% de sus compromisos.

Por su lado el poder Ejecutivo y el poder Legislativo (autoridades con responsabilidades fiscales) responderán por los gastos públicos y por su financiamiento; es decir, por lo cual también ejercerán influencias sobre la tasa de interés y sobre el mercado cambiario. En consecuencia, el logro de los objetivos de crecimiento del empleo, de mantenimiento de la estabilidad de precios, y del crecimiento del ingreso per cápita requiere una estrecha colaboración entre las autoridades fiscales y las monetarias. Pero como estas han perdido eficacia a nivel nacional, dado el contexto de globalización, la búsqueda de soluciones queda condicionada por el aprovechamiento de la oferta internacional de divisas, que caracteriza a la globalización, por el comportamiento y compromiso político de las autoridades supranacionales y el de las rectoras de los Estados Continentes (economías Intercontinentales) en formación<sup>45</sup>.

Cabe entonces precisar, a los fines de la coordinación internacional cuando se acepta la hipótesis del dinero endógeno, que la transmisión de los movimientos de la tasa de interés, bajo la supervisión – control del banco central y de las autoridades fiscales- afecta en el corto plazo, a los incentivos a endeudarse y a ahorrar (depósitos) de los distintos agentes económicos. La respuesta de los agentes a estos cambios se mide con los llamados “*efectos de sustitución*” (atractivos del gasto y del ahorro), de renta (cambios en los ingresos financieros netos) y finalmente sobre la producción y la demanda agregada; lo cual se reflejará en los movimientos del tipo de cambio y en los precios de los bienes. Estas interacciones entre el ámbito financiero y la economía real se reflejan en el diagrama N° 2.

#### IV CONCLUSIONES RELATIVAS A LA POLÍTICA EN UNA ÉPOCA DE TURBULENCIA

##### **¿Cuál política monetaria y cambiaria debe ponerse en práctica para lograr minimizar el desempleo y la volatilidad de los precios?**

El dinero circulante es el intermediario final de todos los intercambios y el activo (reserva de valor) de menor riesgo en el corto plazo. Estas dos características concurrentes, determinan que su demanda sea inestable en el corto plazo. Del lado de la oferta también aparecen otras características importantes. Su costo, la tasa de interés, prefijado por las autoridades monetarias y fiscales, no obedece a las razones ordinarias que se asignan a la producción de mercancías; se relaciona con su precio de demanda, vinculado a su vez con la variación del tipo de cambio y con apreciaciones sobre el riesgo de retorno; en consecuencia

---

<sup>45</sup> Se supone que el comportamiento cooperativo permite escapar del “dilema del prisionero” al alcanzar un equilibrio económico común mas alto.

la oferta no es una función independiente; con el agravante de que dicho costo influye sobre la formación del capital real, o inversión reproductiva directa.

De allí que creamos conveniente destacar las conclusiones siguientes:

- i. Aunque el propósito de la política monetaria en los países industriales durante los últimos lustros fue mantener la estabilidad monetaria –entendido esto como la estabilidad de los precios y estabilidad de los tipos de cambio– mediante el control del algún agregado monetario (M3) al final se negoció la convergencia de los cambios entre sus monedas,<sup>46</sup> para facilitar a la banca central de tales países el trabajar con tasas bajas de interés y lograr así una disponibilidad adecuada de crédito, para obtener una tasa razonable de crecimiento de la inversión, del consumo y de las exportaciones, con relativa estabilidad de precios.
- ii. Al tiempo en los países periféricos, sometidos a la presión de la deuda externa y comprometidos políticamente a expandir el gasto fiscal –en medio de una contracción relativa de las exportaciones– la búsqueda de la estabilidad de precios y de la moneda, recurrió en los últimos años al control del déficit fiscal y la desincentivación de los créditos con altas tasas de interés. Ello generó una combinación de depresión y de persistencia de la inflación, como cuadro básico que denominamos “trampa depresiva”, (ver diagrama N° 3). En otras palabras, en las economías pequeñas y abiertas con balanzas de pago frágiles y procesos débiles de integración, se observa que la volatilidad cambiaria apenas puede ser mitigada por variaciones crecientes de las tasas de interés, lo cual al elevar el nivel promedio de estas, se constituyen en un factor limitante del crédito canónico, no solo por la disminución relativa de la demanda, sino por la incursión creciente de la banca en los negocios de inversiones especulativas –fundamentalmente las asociadas con adquisición de títulos públicos- (a pesar del riesgo de solvencia involucrado). El dinamismo bajo del crédito hace entonces que el lento crecimiento de la oferta global y de la demanda se refuercen mutuamente.
- iii. De acuerdo con la teoría del “Preajuste Financiero”, escapar de la “trampa depresiva”, requiere incrementar la disponibilidad de crédito, (asociado a niveles bajos de la tasa de interés), y minimizar las influencias que aumentan el riesgo y la incertidumbre, asociada a la volatilidad de la tasa de cambio y a los requerimientos fiscales. Tales exigencias parecen facilitarse en los países periféricos con la substitución parcial de las monedas nacionales por las dominantes en su área de comercio internacional o bimonetarismo, mientras sea limitado el intercambio intraregional (combate a la especulación de divi-

---

<sup>46</sup> Devaluación del dólar y apreciación del yen y del marco alemán.



sas) pues la internacionalización financiera tiende a disminuir la presión cambiaria y su efecto nocivo sobre la tasa de interés. Se infiere entonces que el crecimiento sostenido, asociado a la presencia continua de tasas bajas de interés, ayudaría a resolver, por la vía impositiva directa, las presiones fiscales, dando paso a la “espiral expansiva” (diagrama 4). Adicionalmente debe señalarse que tasas bajas de interés conservan el valor de los activos financieros y aumenta el promedio de maduración.

- iv. Como elementos de incertidumbre quedan la incidencia de la volatilidad de los rendimientos asociados a la titularización, y a la evolución del comercio internacional y por ende del cambio entre las monedas “continentales”: dólar, euro, yen.
- v. De los diversos mecanismos creados para combatir la volatilidad cambiaria, la reducción del número de divisas nacionales mediante la creación de monedas por áreas económicas, pondría freno a los factores especulativos en la medida que los mercados integrados funcionen como “mercados internos” y cuyas transacciones sean superior a los “externos” o con terceros fuera del conglomerado subregional. En otros términos la funcionalidad de un mercado multinacional requiere una moneda única; y
- vi. Aunque señalamos que en el caso de un país aislado o de asociaciones comerciales débiles, la alternativa del bimonetarismo (énfasis en la sustitución financiera), proporciona un instrumento poderoso para combatir la inflación y realizar el crecimiento, debemos acotar la existencia de requerimientos adicionales para el éxito de tal política. A saber:
  - La limitación estricta a la capacidad de aumentar el gasto público; pues podrían producir incrementos sustantivos en las importaciones<sup>47</sup> y en la tasa de interés,
  - El establecimiento de acuerdos de coordinación de políticas, con los “partenaires” comerciales importantes para impedir recurrir a la devaluación. El caso argentino y la devaluación brasileña a comienzos del siglo XXI, constituyen una muestra fehaciente del tipo de dificultades a enfrentar, y
  - La incorporación de una regla de “calce” monetario para disminuir las posibilidades aparición de desbalances fuerte, en el mercado de divisas. Ello podrá lograrse con prácticas de cobertura de riesgo cambiario y la implantación de criterios previos para la adquisición de créditos en divisas.

---

<sup>47</sup> Esto debe evaluarse a través de la composición de “transables” y no “transables” en el consumo nacional.

Las conclusiones precedentes pueden sintetizarse diciendo que dentro del capitalismo, las restricciones fundamentales para que haya una dinámica de expansión progresiva de bienestar es la de obtener un rendimiento de capital mayor que el costo del mismo, o tasa de interés relativa al crédito previo necesario; lo cual resulta casi una perogrullada desde el tiempo de los aportes de Wick-sell-Keynes. Lo relativamente nuevo es el reconocimiento de que existe una asociación en el mismo sentido entre las variaciones en la tasa de interés, el tipo de cambio y el déficit fiscal y que existe una contradicción entre impulsar fiscalmente el crecimiento (presión para que la tasa de interés crezca) y reducir el tipo de cambio para satisfacer con importaciones las necesidades nacionales de insumo y equipos. Esta contradicción dramática para las economías pequeñas y abiertas, se resuelve cuando:

- El bimonetarismo pone al servicio de la Nación el excedente financiero existente a nivel global, y
- Se aprovechan las oportunidades de la integración económica para minimizar el carácter periférico de las economías pequeñas y abiertas.

**De no tomarse estas providencias, la dirección política en esos países queda limitada en sus funciones a las del astrónomo ante los cambios del cielo.**

Diagrama No. 1. Canales de interacción financiera

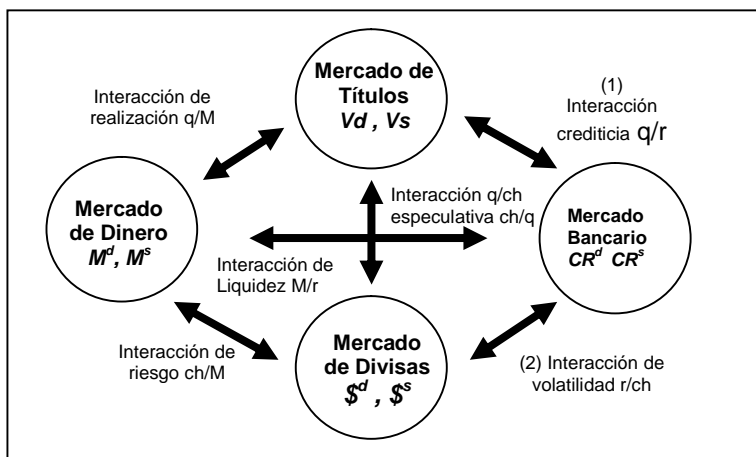


Diagrama No. 2  
La interacción financiera  
con la producción, el empleo y los precios

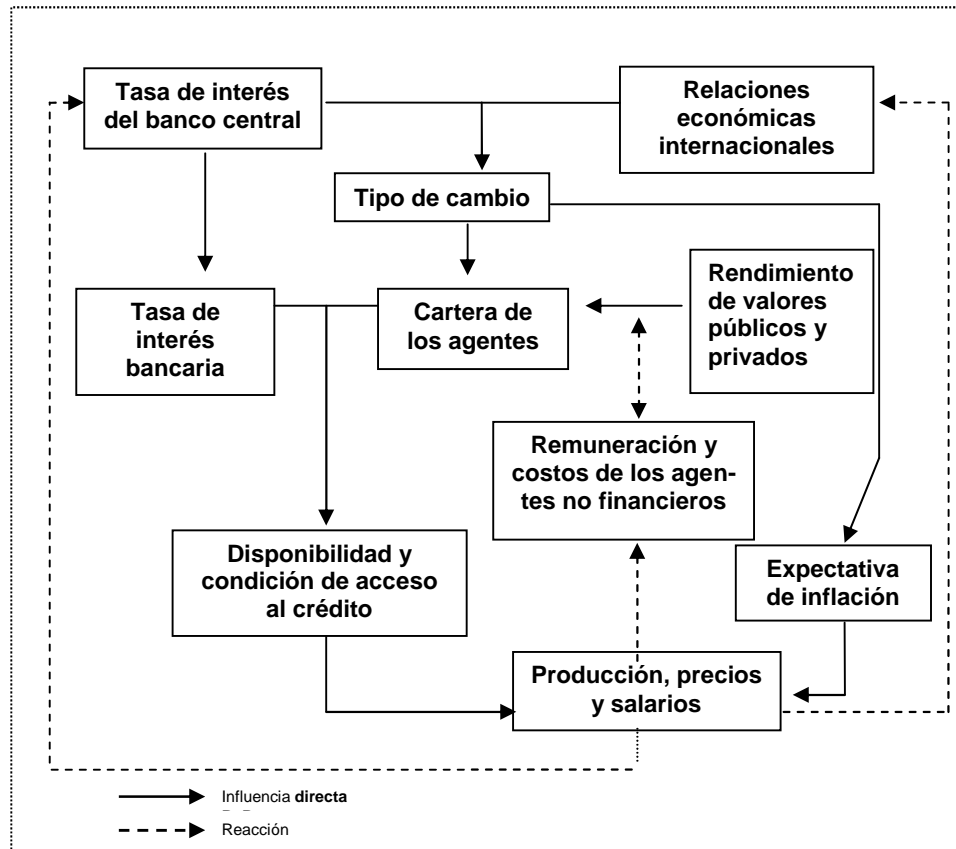


Diagrama No. 3

## Trampa depresiva

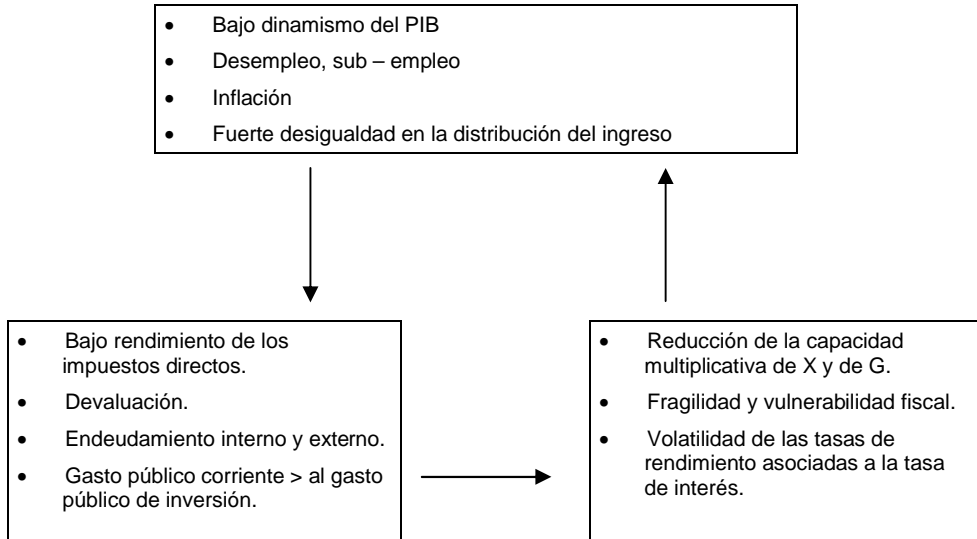
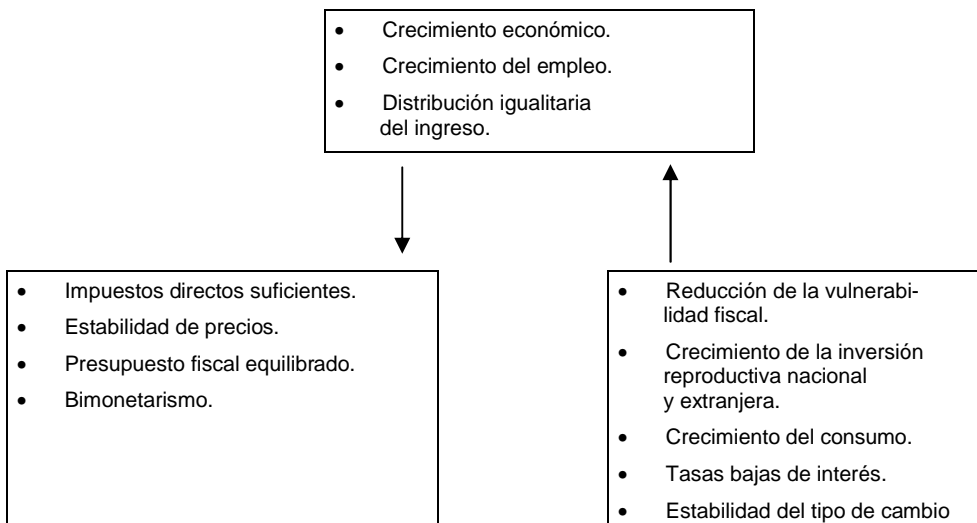


Diagrama No. 4

## Espiral expansiva



Cuadro Sinopsis No. I

	Régimen de Comercio y Patrón Monetario en los Siglos XIX y XX					
conceptos	1820-1870	1871-1914	1919-1938	1945-1971	1972-1982	1983 al presente
Régimen de comercio y países preponderantes	<p>a Libertad de comercio con régimen arancelario de la "nación mas favorecida".</p> <p>a Hegemonía británica con Francia como competidor.</p>	<p>a Libertad de comercio vs. Proteccionismo arancelario en USA y en Alemania.</p> <p>a Predominio Inglés.</p>	<p>a Regímenes mixtos con "nuevos imperios coloniales" con el repar-tito de África: por Italia, Francia, Alemania y Portugal.</p> <p>a Surgimiento de Japón.</p> <p>a USA (1934) líder al libre comercio.</p>	<p>a Régimen de libre comercio. Creación del OPEP im-pone precios de petróleo.</p> <p>a Europa practica el control de cambio y las restricciones cuantitativas. Acuerdos de Roma y Estocolmo o los 6 + 6.</p>	<p>a Grandes déficits norte americanos.</p> <p>a OPEP impone precios de petróleo.</p>	<p>a Crecimiento lento de las economías americanas y europeas. Auge japonés y aparición de China, como actor importante.</p> <p>a Consolidación de bloques arancelarios.</p>
Patrón monetario y régimen de control cambiario	<p>a Patrón bimetalico (oro y plata).</p> <p>a El mercado de Londres orienta las transacciones financieras, sustituyendo al mercado de Amsterdam.</p>	<p>a Patrón oro: Conferencia de París (1876), acuerdos para que los pagos internacionales se hagan en oro.</p> <p>a Londres centro financiero mundial.</p>	<p>a Patrón oro con convertibilidad y con excepciones o "patrón oro cambio".</p> <p>a Acuerdos de Ginebra (1922) y Londres (1930).</p> <p>a Devaluación de la libra esterlina.</p> <p>a New York competidor de Londres.</p>	<p>a Patrón oro cambio: Creación del FMI, del W. B. Generalización de los bancos centrales: "Un estado una moneda".</p>	<p>a Proliferación de centros financieros.</p> <p>a Fin de las monedas convertibles en oro.</p> <p>a Régimen de cambios flotantes: Caos monetario o privatización de los medios de pagos internaciona-les.</p> <p>a Debilitamiento de las instituciones monetarias nacionales.</p>	<p>a Regímenes flexibles o mixtos. Acuerdo de Maastricht para crear divisa europea.</p> <p>a Surgimiento de áreas del dólar, del euro y del yen. Un mercado una moneda.</p> <p>a Debilitamiento de las instituciones monetarias nacionales.</p>

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Bernacer, G. (1922), *La Teoría de las disponibilidades como interpretación de las crisis y del problema social*, www.pintomatic.com
- Boissieu, CH. (1994), "Le destin de la bulle financiere", *Futuribles*, No. 129, París.
- Bouvet, P. (1996), "Les Theoriciens Contemporains de la Monnaie Endogene: Consensos et Desaccords", *L'Actualite Économique*, Vol. 72, No. 4, Montreal.
- Carrillo Batalla, T. E. (1981), *Historia Crítica de la teoría de las Fluctuaciones Económicas y Análisis del Caso Venezolano*, BCV, Caracas.
- Dreizen, J. (1985), *Fragilidad Financiera e Integración*, CEDES, Buenos Aires.
- Fisher (1933), "The deflation theory of great depressions", *Econometría*, No. 1.
- Forrester, V. (1997), *L'Horreur Economique*, Fayardl, París.
- Galbraith, J. K. (1991), *Breve Historia de la Euforia Financiera*, Ariel, Barcelona.
- Gutierrez, P. (1991), *La revolución de los mercados bursátiles en los ochenta: Una perspectiva internacional en mercado de valores*, Ejea, Garrido, Lerich, Quintana, Vam, México.
- Keynes, J. M. (1951), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE, México.
- Knight. F. H. (1935), "Ricardian theory of production and distribution", *Canadian Journal of economics and political science*, Vol. 1.
- Hicks, J. R. (1939), *Valor y Capital*, F.C.E., México.
- Kindelberger, CH. P. (1991), *Manías, Pánico y Crack*, Ariel, Barcelona.
- Krugman, P. (1995), *Currency Crisis*, MIT Press, Cambridge.
- (1997), *Currency Crisis*, mimeo.
- (1998), *What Happened to Asia?*, mimeo.
- Levy, S. (2000), "Los sistemas bancarios de los países de la CAN: Tendencias y perspectivas", *Nueva Economía*, Año VIII, No. 13 y 14, Abril.
- Lavoie, M. (1987), "Monnaie et Productions: une Synthèse de la Theorie du circuit", *Serie Monnaie et Production*, No. 4, Economies et Societes.

- (1984), "Un Modelo Postkeynesiano d'economie monnaitaire fonde sur la theorie du circuit", *Economies et Sociétés*.
- Masse, P. (1968), *Le Choix des Investissements*, Edit. Dunod, París.
- Miller, V. (1999), "The Relationship between Banking and Currency Crisis: a Review", *The Current State of Economic Science*, Vol.III pp. 1499–1505 Shiri Bhagwan Dahiya editor, Spellbound publication Rothko.
- Minsky, H. P. (1967), "Financial Intermediation in the money and Capital Markets", *Issues in banking and monetary analysis*, Pontecorvo G. (eds.), New York.
- Mitchel A. C. (1915), "Index numbers of wholesale prices in the United States and foregin countries", *Bolletín No. 173*, US Burean of labor statistics.
- Poncet-Portait (1980), *Macroeconomie financiere*, Dalloz, París.
- Poulon, F. (1982), *Macroeconomie Approfondie*, Cuyas, París.
- Perroux, F. (1969), *L'Economie du XX siecle*, PUF, París.
- Robertson, D. H. (1956), *Dinero*, FCE, México.
- Schumpeter, J. A. (1955), *Historia del Análisis Económico*, Ariel, 1era. edición castellano, Barcelona.
- Stiglitz, J. (2002), "La Información y el Cambio de Paradigma en la Economía", *Revista del BCV*, XVI – 2, Disertación en la entrega del Premio Nóbel 2001, Caracas.
- Stuart Mill, J. (1951), *Principios de Economía Política*, F. C. E., México.
- Tobin, J. (1965), "Money and Economics Growth", *Econometrica*, Vol 33, Nro. 4, octubre.