

FA DE CIEA

Revista de Ciencias Económicas

PUBLICACION DEL COLEGIO DE GRADUADOS EN CIENCIAS ECONOMICAS
Registro de Propiedad Intelectual N° 631.176

Año LVI Enero a Marzo de 1968 Serie IV, N° 31

SUMARIO

COLABORACIONES

	Pág.
El objeto de la política monetaria	<i>Julio H. G. Olivera</i> 3
La planificación económica social en Argentina a nivel nacional	<i>Enrique Domenech</i> 11
El consultor de empresas vs. la resistencia al cambio	<i>Jorge A. Hermida</i> 45

DOCUMENTOS

Informe de la delegación argentina ante la VIII Conferencia Interamericana de Contabilidad	63
--	----

FE DE ERRATAS	77
---------------------	----

Dirección y Administración
Viamonte 1592 (2º Piso)
Buenos Aires



de JULIO H. G. OLIVERA

El objeto de la política monetaria *

I

Entre las diferentes funciones de la banca central, ninguna tan inherente a ella como la de ser órgano de la política monetaria. Y el nombre mismo de política monetaria sugiere que el objeto o materia de regulación es aquí el dinero. Sean cuales fueren sus fines, la política monetaria tiende a ellos por conducto de la regulación del dinero. La composición de la masa monetaria puede alterarse con la evolución social, unos instrumentos pueden reemplazar a otros y la importancia relativa de las diversas formas del dinero puede cambiar en mayor o menor grado; pero, aunque varíen la naturaleza y características de los bienes que cumplen la función monetaria, el objeto de la política monetaria no parece que pueda ser otro que el dinero en cuanto tal.

Esta proposición, sin embargo, por fuerte que nos parezca su evidencia, ha sido puesta en tela de juicio. El ataque ha venido principalmente desde el campo de la teoría de la liquidez. Según esta teoría el dinero es sólo una especie dentro de un género más amplio. El dinero es la reserva de valor por excelencia, pero no la única. La liquidez, se argumenta, no constituye un atributo peculiar del dinero. La política monetaria no debe descansar sobre un tipo determinado de liquidez, sino que, por el contrario, ha de abarcar la estructura de liquidez en su conjunto. La liquidez, en lugar del dinero, sería el objeto propio de la política monetaria.

Esta idea ha surgido casi al mismo tiempo en varios países. Pero su manifestación más notoria fue el informe Radcliffe, producido en 1959 por la Comisión sobre el Funcionamiento del Sistema Monetario en Gran

* El presente trabajo se basa en la conferencia pronunciada por el autor, con el auspicio del Banco Central de la República Argentina, en ocasión del décimo aniversario de la reforma monetaria de 1957.

Bretaña. Según se expresa allí, en uno de los párrafos más característicos, “aunque la oferta de dinero no es una magnitud sin importancia, sólo representa una parte de la estructura total de liquidez. Es la situación total de liquidez lo que influye sobre las decisiones de gasto, y la oferta de dinero interesa por su significación en el cuadro general de liquidez... Las decisiones de gasto dependen de la liquidez en el amplio sentido, no del acceso inmediato al dinero” (pág. 132-3).

II

Aunque podrían multiplicarse las citas de fuentes y autores en igual sentido, la referencia que acabamos de hacer representa claramente la tendencia mencionada. No es fácil fijar con precisión el origen intelectual de esta corriente de ideas. El antecedente más directo, a nuestro juicio, se halla en el pensamiento de Keynes. Si bien en la Teoría General la “preferencia por la liquidez” es simplemente otro nombre para la demanda de dinero, de tal modo que el equilibrio monetario es allí el equilibrio entre la oferta de dinero y su demanda, debe notarse que la doctrina keynesiana marca la transición a la teoría del dinero como reserva de valor y, por tanto, como forma de liquidez.

Existen además, en la citada obra, algunas observaciones laterales que llevan implícita una noción más amplia. En el capítulo intitulado “las propiedades esenciales del interés y el dinero”, especialmente, señala Keynes tres propiedades o atributos que los distintos bienes poseen en diverso grado. Uno es el rendimiento, ya sea en la producción o en el consumo; otro es el costo de conservación, y el tercero es la prima de liquidez, que refleja la “conveniencia o seguridad” proporcionada por el poder de disposición sobre una cantidad de riqueza. El rendimiento total de un bien durante un período cualquiera es igual a su rendimiento propiamente dicho más su prima de liquidez menos su costo de conservación. La diferencia del dinero con respecto a los demás bienes no consiste en poseer una prima de liquidez, sino en que su prima de liquidez es elevada con relación a los otros dos componentes.

Más aún que en la Teoría General, la noción de liquidez ocupa una posición destacada en la obra inmediatamente anterior del propio Keynes, el Tratado sobre el Dinero. Ahí llega a hablar de “producción líquida”, designando como tal a la corriente de bienes disponibles para el consumo directo, y de “capital líquido”, por alusión a las existencias de mercancías acumuladas por los empresarios. La idea de liquidez se emplea de tal manera en el sentido de disponibilidad, y su extensión trasciende con amplitud los límites monetarios. La “producción líquida” se contrapone a la producción “no disponible”; el “capital líquido” se distingue del capital



fijo y de los bienes en proceso de producción. A diferencia de la Teoría General, el concepto de liquidez no aparece aquí definido con relación al dinero sino a las mercancías.

III

Pasando ahora de los precedentes doctrinarios al examen lógico de la cuestión, debemos tomar como punto de partida el esquema de las funciones del dinero. La función esencial del dinero es la de ser medio general de cambio. Según se explica en los libros de texto, la intervención del dinero divide la primitiva operación de trueque en dos partes, cada una de las cuales consiste en el cambio de una mercancía por dinero. Esta división de la operación de trueque no es sólo una separación material en dos operaciones diferenciadas, sino también una disociación temporal en dos operaciones consecutivas. Entre tales operaciones, cuya reunión completa el circuito, puede transcurrir un intervalo más o menos extenso. Entretanto el dinero queda en el patrimonio del vendedor como reserva de poder adquisitivo.

El dinero, sin embargo, no es el único bien que puede actuar como repositorio de valor. Todo bien no perecedero puede servir a esa finalidad. Todos los activos patrimoniales son depósitos de valor, que pueden convertirse por su propietario en otros bienes a través del mercado. De esa condición sólo están excluidos los bienes que no pueden ser objeto de tráfico, los llamados bienes "extra commercium". Pero el caso es de naturaleza excepcional. En principio, todos los bienes acumulados pueden ser utilizados como reservas de valor, a las que el titular puede recurrir cuando lo desee para procurarse otros bienes económicos. El carácter de reserva de valor no es privativo del dinero, sino de todas las formas de riqueza

Es verdad que la acumulación de dinero preserva al agente económico de las fluctuaciones de los precios relativos; pero, por otra parte, lo deja expuesto a las fluctuaciones del poder de compra del dinero. No es necesario señalar que tales fluctuaciones pueden ser tanto o más amplias que las variaciones de los precios relativos de las mercancías. En consecuencia, el dinero no proporciona una reserva de poder adquisitivo más estable que la que pueden deparar los demás bienes. El dinero, desde este punto de vista, no posee mayor liquidez que los otros activos.

IV

Hay dos aspectos, no obstante, en los que puede advertirse que el dinero proporciona una reserva más eficaz. Uno de ellos se vincula con su función como medio general de cambio. El poseedor de dinero puede cam-

biarlo sin más trámite por los bienes que necesita. El poseedor de otros activos, por el contrario, debe en primer lugar cambiarlos por dinero, y emplear después el dinero así obtenido para procurarse las mercancías que le hacen falta. Puesto que en una economía monetaria las mercancías no se cambian directamente unas por otras, sino por conducto y mediación del dinero, la única reserva de poder adquisitivo directo es el medio general de cambio. Los demás bienes sólo pueden formar reservas de poder adquisitivo *indirecto*. En tal sentido, por comparación con las tenencias monetarias, poseen un grado imperfecto de "liquidez".

Es evidente que la escala de liquidez se relaciona con la negociabilidad o transferibilidad de las mercancías. El perjuicio que puede derivarse de mantener una reserva en especie es tanto mayor cuanto menor la negociabilidad del bien considerado. Si surge una necesidad imprevista de fondos, o una oportunidad que no conviene desaprovechar, será preciso convertir en dinero sin dilación la reserva no monetaria. Desde este punto de vista pueden distinguirse grados de liquidez según la mayor o menor transferibilidad de los bienes. A su vez la transferibilidad de los activos patrimoniales refleja la estructura de los mercados. Hay un vasto número de posibilidades, desde los bienes que carecen de mercado regular, hasta los que cuentan con mercados organizados, extensos y competitivos, donde pueden ser enajenados en cualquier momento a precios establecidos de modo uniforme.

Estos conceptos se aplican tanto a los activos reales como a los crediticios. La negociabilidad de los créditos proviene en parte de la posición del deudor y de la confianza que inspire, en parte de condiciones objetivas. Un crédito difícil de cobrar es análogo a una mercancía difícil de vender. Solamente los créditos contra personas solventes y confiables, o las obligaciones con sólidas garantías, resultan cesibles en la práctica cuando su titular necesita liquidarlos antes del vencimiento. También influyen, como es lógico, los caracteres legales de la relación. Así, especialmente, los derechos incorporados en los que suelen denominarse títulos de crédito o instrumentos negociables, como las letras de cambio y las obligaciones de las sociedades anónimas, poseen una capacidad de circulación superior a la de los créditos ordinarios.

V

Existe otro sentido en el que las reservas de valor constituidas bajo forma monetaria producen una utilidad diferencial. Este aspecto no resulta de la función del dinero como medio de cambio, sino del hecho de que el dinero sirve también normalmente como numerario o unidad de cuenta. Aunque es concebible, y en ocasiones ha ocurrido, que un bien actúe como

medios generales de cambio
 dinero y otro como numerario, lo corriente es que el bien en que los precios se pagan asimismo el bien en que los precios se calculan y expresan. Pero si el dinero funciona a la vez como numerario, su precio contable es idénticamente igual a uno. El dinero, por la circunstancia de ser numerario, viene a tener de tal modo un precio contable fijo. Las reservas de poder adquisitivo bajo la forma de dinero están dotadas de valor constante en numerario.

La importancia de este punto procede de que en una economía monetaria la mayor parte de las obligaciones se estipulan en la misma unidad en que se cotizan los precios. Son obligaciones con importe nominal fijo. Desde este ángulo, las reservas monetarias poseen una superioridad obvia sobre las constituidas en otros bienes. Una unidad de dinero servirá siempre para cancelar una unidad de deuda, pero una unidad de otro bien, servirá para cancelar una fracción o número incierto de unidades de deuda según sea su precio en la fecha correspondiente. Las fluctuaciones del poder adquisitivo del dinero no afectan su poder cancelatorio, pues, a diferencia de los demás bienes, su precio contable permanece inalterado.

2) Este es el segundo aspecto en que cabe hablar de liquidez. Las reservas monetarias son reservas de poder cancelatorio fijo, en tanto que las reservas de otros bienes son reservas de poder cancelatorio variable. Si el dinero cesara de funcionar como unidad de cuenta, o bien (lo que en parte es equivalente) si las obligaciones se concertaran con cláusulas de ajuste a los precios, el dinero dejaría de poseer liquidez especial desde este punto de vista. La separación entre el medio de cambio y la medida del valor hace que el precio nominal de la unidad monetaria se torne variable, y, por tanto incierto, como lo es habitualmente el precio de los bienes no monetarios. La liquidez, en esta segunda acepción, se relaciona así con la certeza de las previsiones. Cuanto mayor la dispersión de los precios posibles de un activo patrimonial, tanto menor su conveniencia como reserva de poder cancelatorio.

VI

En suma, las tenencias de dinero constituyen reservas líquidas, no simplemente por su índole de reservas de valor, sino por ser reservas de poder adquisitivo directo y de poder cancelatorio fijo. Por ambas razones el dinero posee un grado de liquidez mayor que la generalidad de los bienes económicos. Debemos preguntarnos, no obstante, si existen categorías especiales de bienes con igual liquidez que el dinero, es decir, si el dinero tiene sucedáneos perfectos en su condición de activo patrimonial. Por lo que se refiere al primer tipo de liquidez, antes mencionado, la respuesta negativa se impone. Solamente el medio general de cambio puede suminis-

trar reservas de poder adquisitivo directo, y solamente el dinero es medio general de cambio.

Respecto a la liquidez de segundo tipo debe examinarse en particular el caso de los activos financieros. Las fluctuaciones de la tasa de interés entrañan variaciones correspondientes en los precios de los valores, de suerte que, considerados en este aspecto, los créditos son equiparables a las mercancías. Pero un crédito vencido, o un crédito a la vista, tiene un precio contable fijo al igual que el dinero. La liquidez en el segundo sentido posee así una extensión más lata que el dinero, y la sustitución de una por otra no es indiferente, en principio, al análisis monetario. Con todo, en la realidad, esta diferencia no es significativa. La especie más importante de créditos a la vista son los depósitos en cuenta corriente, que a la vez representan formas de dinero. †

Asimismo las tenencias cambiarias, ya sea en billetes y monedas o en depósitos, se relacionan con este género de liquidez. En todo sistema de tipos de cambio fijos, las tenencias de dinero extranjero constituyen un sustituto perfecto de las reservas en dinero nacional. Pero debe observarse que, bajo tales condiciones, son muy reducidas las cantidades de dinero extranjero en manos de particulares, pues resulta más ventajoso satisfacer el mismo fin con medios monetarios que puedan utilizarse para las transacciones corrientes. Si los tipos de cambio son variables, por el contrario, las tenencias del dinero extranjero no son sustitutos perfectos de las reservas en dinero nacional, por la misma razón que hace que no lo sean los activos internos con precio variable.

VII

Debe notarse, sin embargo, que quienes abogan en favor de la sustitución del concepto del dinero por el de la liquidez no se circunscriben al dinero y sus sucedáneos *perfectos*, es decir, a las reservas líquidas propiamente dichas, sino que entienden por liquidez el dinero y sus sucedáneos *próximos*, esto es, tanto las reservas líquidas como las que pudieran denominarse reservas cuasi líquidas. † Su idea es incluir en la liquidez no solamente el dinero y los activos que poseen igual grado de liquidez que el dinero, sino también los activos cuyo grado de liquidez, aunque imperfecta, no difiere mucho de la liquidez monetaria. †

Así concebida, no obstante, la noción de liquidez resulta una base poco apropiada para la política monetaria. En primer término, si referimos esa noción a la de transferibilidad, el grado de liquidez dependerá de las características de cada mercado. Sucédáneos próximos del dinero, desde este punto de vista, son todos los bienes que cuentan con mercados regulares y competitivos. Si el objeto de la política monetaria no fuera el dinero

como tal sino el volumen de liquidez, la autoridad monetaria tendría que regular la oferta de una mercancía híbrida, de la que formarían parte, además de varios activos financieros, diversos artículos primarios que se negociaban en condiciones de competencia.

¶ Si en lugar del primer concepto de liquidez adoptamos el segundo, que estriba en la certeza sobre el valor, el objeto de la política monetaria se torna excesivamente impreciso. ¶ El grado de certeza es un fenómeno psicológico, que varía con la situación del momento. La dispersión de los precios previstos cambia sin cesar, por factores de naturaleza objetiva y subjetiva, y depende en parte de las variables que influyen sobre el valor esperado. Para decirlo en el lenguaje de la econometría, tales previsiones son "heterocedásticas". Por lo general, los elementos que integran la categoría del dinero sólo varían lentamente, pero la tasa de sustitución entre el dinero y otros activos, y de estos entre sí, basada sobre la dispersión de las previsiones, es susceptible de variar ampliamente aún en períodos cortos. ¶ De tal manera, a causa de la señalada heterocedasticidad, la liquidez del segundo tipo no puede suministrar a la política monetaria un término de referencia estable. ¶

VIII

Que la liquidez no defina adecuadamente el objeto de la política monetaria, según se desprende de lo anterior, no equivale a decir que la presencia de sucedáneos del dinero sea indiferente. ¶ Para el dinero, como para las mercancías, la existencia de sucedáneos trae consigo que la demanda sea menor y más elástica. ¶ Este es un hecho que la autoridad monetaria debe tener en cuenta, a fin de ajustar en la magnitud requerida la intensidad de su acción. ¶ Si se procediera en otra forma, prescindiendo de tales sucedáneos, la regulación del dinero podría resultar ineficaz. ¶

Es cierto que, en las condiciones hipotéticas de la teoría cuantitativa, la existencia de sucedáneos del dinero no altera los efectos de las variaciones monetarias. Para expresarlo con los términos tradicionales, dada la velocidad de circulación del dinero, los efectos de los cambios en su cantidad son los mismos ya sea que dicha velocidad de circulación posea un valor numérico alto o bajo. Pero las condiciones de la teoría cuantitativa no se cumplen, al menos estrictamente, en la realidad económica. Siendo esto así, los sucedáneos del dinero cobran importancia. A través de su influjo sobre la demanda de saldos monetarios reales afectan los valores de equilibrio del sistema.

A modo de observación final, notemos que la fijación autónoma de la cantidad de dinero no siempre es posible. En lugar de adaptarse los precios y salarios a la oferta monetaria, con frecuencia es la cantidad de

dinero la que debe ajustarse a los movimientos de precios y salarios. La economía contemporánea es, en gran parte, lo que puede calificarse como un sistema de dinero pasivo. Pero se trata de un problema independiente del que hemos examinado. La autoridad monetaria no podría sustraerse a las restricciones efectivas que le impone la organización económica, conforme existe en los hechos, sustituyendo el dinero por la liquidez como variable de regulación.