

EXPANSION DEL CREDITO INTERNO Y LA BALANZA DE PAGOS
ANALISIS DE LA METODOLOGIA DEL FONDO
MONETARIO INTERNACIONAL

DANTE SIMONE*

Expansión del crédito interno - Concepto.

Si consideramos las cuentas del balance de un sistema bancario muy simplificado en una economía cerrada, las deudas de los bancos son iguales a sus activos: los depósitos (*DEP*) igualan a los préstamos al sector privado no bancario (*PsPr*) y al sector público (*PsPub*)¹.

$$Dep = PsPr + PsPub$$

Si agregamos los préstamos que hace el sector privado no bancario (*Pcir*) al Gobierno a través de la tendencia de circulante (*cir*) que el Gobierno ha emitido, tenemos

$$Dep + cir = PsPr + \overbrace{PsPub}^{PsPub} + Pcir = PsPr + PsPub \quad (a)$$

Definiendo el primer término de la ecuación (a) como oferta monetaria (*M*) y al segundo como *saldo de préstamos* (*SP*)

$$M = SP \quad (b)$$

un incremento en los saldos de préstamos iguala a un incremento en la oferta monetaria. El incremento neto del saldo de préstamos es definido como *expansión del crédito interno*, *DCE*, en la metodología del Fondo Monetario Internacional.

$$\Delta M = DCE$$

Eliminando el supuesto de una economía cerrada tenemos otra fuente de cambios en la oferta monetaria, el impacto monetario del déficit o superávit de la Balanza de Pagos. Si la Balanza de Pagos está en superávit, y suponiendo que el Banco Central es quien posee la tenencia de las reservas de oro y divisas, este comprará oro y divisas emitiendo dinero e incrementando sus reservas.

* Profesor Titular de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata de la materia "Dinero, Crédito y Bancos". Director Nacional de Políticas. Ministerio de Hacienda y Finanzas.

¹ Excluyendo patrimonio neto de los bancos, por simplicidad.

Si la Balanza de Pagos está en déficit se venderán oro y divisas y la oferta monetaria se reducirá al igual que las reservas internacionales de la Institución Monetaria Central. Es decir, el incremento de la oferta monetaria, ΔM , será igual a la expansión del crédito interno, DCE , más el incremento de reservas, ΔR

$$\Delta M = DCE + \Delta R^2 \quad (b')$$

Ninguna complicación adicional sería necesario introducir en una economía donde el sistema monetario interno no estuviera aislado de las variaciones en la Balanza de Pagos. Pero, cuando el déficit en la Balanza de Pagos es en parte compensado en su impacto monetario a través de préstamos externos de *corto plazo* por parte del Gobierno (ΔB), este incremento de préstamos es deducido del cambio en las reservas (ΔR) y adicionado a la Expansión del Crédito Interno, DCE

$$\begin{aligned} \Delta M &= \Delta PsPr + \Delta PsPuB + \Delta B + (\Delta R - \Delta B) \therefore \Delta M = \\ &= DCE + (\Delta R - \Delta B) = DCE + \Delta R' \end{aligned}$$

siendo

$$\Delta R' = \Delta R - \Delta B \quad \text{y} \quad DCE = \Delta PsPr + \Delta PsPuB^3 + \Delta B$$

Esta última definición, es la que ha sido adoptada en la Carta de intención firmada en 1969 por Inglaterra con el F.M.I.

² En los acuerdos "Stand-By" firmados por el Gobierno Argentino con el F.M.I. (Ej. "Stand-By", Año 1967), se adoptó en general la fórmula b' , aunque algo modificada. En lugar de controlar la expansión del crédito al Sector Privado a través de topes de préstamos en los bancos comerciales, se establecieron topes en los incrementos del Crédito Interno Neto del B.C.R.A. (Préstamos del B.C.R.A. al Sector Público más Redescuentos del B.C.R.A. al Sistema Bancario). Al mismo tiempo las autoridades monetarias se comprometían a no modificar los efectivos mínimos bancarios. El efecto era así el mismo que en la formulación general. El control del Crédito Interno Neto del B.C.R.A., al ser los efectivos mínimos rígidos, implica el control del crédito y la oferta monetaria total, y la sujeción de la política monetaria a las oscilaciones de la Balanza de Pagos.

En el acuerdo "Stand-By" de 1968 no se introdujo el compromiso de no modificación de los efectivos mínimos, lo que permitió utilizar la política monetaria en forma expansiva, a través de la reducción de los encajes. En ese caso, la fórmula pierde efectividad como mecanismo de determinación de la política monetaria, a través del resultado de la balanza de pagos.

³ En la carta de intención firmada en 1969 por el Gobierno Laborista Inglés con el F.M.I. ΔB incluía los préstamos obtenidos del exterior por la Administración Central, Municipalidades y Empresas del Estado. No incluía en cambio préstamos externos al Sector Privado, como consecuencia, $\Delta R'$ era el resultado de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos más flujos de capitales privados a corto y largo plazo y préstamos del Gobierno al exterior.

Esta definición de DCE otorga a las autoridades monetarias un pequeñísimo margen de maniobra, en el sentido de compensar el impacto monetario de un déficit en la Balanza de Pagos. Todo préstamo que se solicite por el Sector Público para financiar desequilibrios en la Balanza de Pagos y evitar su impacto monetario contractivo, será considerado como una expansión del Crédito Interno y como ésta tiene un tope preestablecido en la Carta Intención, disminuirá las posibilidades de financiación al Sector Privado. En otras palabras, es imposible atenuar el impacto monetario contractivo del sector externo.

Cabe aclarar que los préstamos para financiar el déficit del Gobierno por parte del Sistema Bancario están contemplados en $PsPub$, donde están los préstamos de los Bancos Comerciales a través de la compra de Letras de Tesorería o Bonos del Tesoro y los adelantos o préstamos que el Banco Central hace al Gobierno para financiar el déficit de Tesorería y que provienen de la emisión monetaria.

¿Qué es entonces la Expansión del Crédito Interno, DCE ?

Puede ser definida como una medida de creación de crédito que produce en forma directa cambios en la oferta monetaria. Incluye creación de crédito por el Sistema Bancario, excluyendo otras fuentes de crédito como la de los intermediarios financieros no bancarios, créditos entre empresa, etc. Como consecuencia no mide el volumen total de crédito entre sectores que tienen superávits y sectores que tienen déficits entre sus ingresos y gastos. Lo que mide es el incremento de la oferta monetaria ajustado por el resultado del sector externo.

Esto puede ejemplificarse en forma muy simplificada, supongamos un presupuesto monetario en que:

DCE

$$\Delta M = \Delta PsPr + \Delta PsPub + \Delta B + \Delta R'$$

sea igual a:

$$100 = 50 + 50 + 0 + 0$$

Pero en lugar de la situación equilibrada de la Balanza de Pagos, surge un déficit de 60 y una equivalente disminución de reservas; entonces tendríamos:

$$40 = 50 + 50 + 0 - 60$$

El impacto negativo de la Balanza de Pagos, disminuyó el incremento del stock monetario.

Ello podría evitarse contrayendo préstamos a corto plazo en el exterior por parte de organismos del sector público por 60, con lo que el incremento del stock monetario volverá a ser 100.

$$100 = 50 + 50 + 60 - 60$$

Con la definición de DCE en la que se considera al incremento de deudas con el exterior de organismos del sector público como Expansión de Crédito Interno, DCE , habría que reducir el $\Delta PsPr$ o el $\Delta PsPub$ en 60, para mantener el tope preestablecido para la DCE , por ejemplo:

DCE

$$\Delta M = PsPr + \Delta PsPub + \Delta B + \Delta R'$$

$$40 = 40 + 0 + 60 - 60$$

$$\Delta M = DCE - \Delta R$$

$$40 = 100 - 60$$

En este caso se ha reducido el incremento de préstamos al sector privado en 10 y al sector público en 50.

Si la *DCE* es mantenida constante y predeterminada mediante un techo a un nivel de cero, los cambios de la oferta monetaria estarán determinados por el impacto monetario del sector externo. En otras palabras, la oferta monetaria fluctuará como en un sistema de patrón oro de acuerdo con el déficit o superávit de la Balanza de Pagos. Si, por otra parte, la Balanza de Pagos está en equilibrio, $\Delta R'$ es cero, el incremento de la oferta monetaria estará completamente determinada por la Expansión del Crédito Interno, *DCE*.

Este concepto es utilizado como un instrumento ex-ante de control monetario. Por ejemplo, un país que está en déficit en su Balanza de Pagos y se aviene a establecer topes en sus posibilidades de Expansión del Crédito Interno, la oferta monetaria fluctuará con el resultado de su Balanza de Pagos. Si la Balanza de Pagos arroja un déficit superior al previsto y la *DCE* es mantenida constante a su nivel primitivo la oferta monetaria aumentará menos e incluso podría llegar a contraerse, con sus implicancias en la actividad económica interna.

Si la Balanza de Pagos arroja un resultado superior al previsto, se tendrá una expansión mayor de la oferta monetaria.

$$\Delta M = DCE + \Delta R$$

Si *DCE* está predeterminada, ΔR gobierna a ΔM .

Fundamentos de la utilización de la DCE.

¿Cuál es la racionalidad de utilizar el concepto *DCE*? ¿Cuáles son sus implicancias sobre la Balanza de Pagos y la actividad económica interna?

Estas preguntas pueden ser contestadas utilizando el modelo de J.J. POLAK⁴ y que es la base técnica sobre la que se sustenta la utilización del concepto de Expansión del Crédito Interno.

J. J. POLAK ha desarrollado un modelo de determinación del ingreso nominal, el cual puede ser sintetizado en los siguientes términos:

1. El ingreso en el período t , Y_t , iguala al ingreso del período anterior Y_{t-1} más el incremento de ingreso resultante de la Expansión del Crédito Interno, DCE_t más el ingreso resultante de las exportaciones, x_t menos ingreso que se pierde a través de las importaciones IM_t .
2. *DCE* y X_t son variables exógenas. Se supone en principio: una velocidad ingreso del dinero constante; las importaciones una proporción constante del ingreso nominal (propensión marginal es igual a la propensión media a importar); no hay movimientos de capital a corto y a largo plazo, por lo que la cuenta de capital de la Balanza de Pagos queda excluí a del análisis.

⁴ POLAK, J. J. "Análisis monetario de la generación del ingreso y los problemas de Pagos. IMF Staff Papers-Noviembre 1957.

Con estos supuestos:

$$\begin{aligned} Y_t &= Y_{t-1} + \Delta Y_t \\ \Delta Y_t &= \Delta M_t \\ \Delta M_t &= DCE_t + X_{t-1} M_t \end{aligned}$$

Las dos variables autónomas son DCE y X_t , si ambas igualan a cero $Y_t = Y_{t-1}$. Es decir el mecanismo del modelo es el siguiente:

Un aumento del stock monetario, a través de las variables exógenas DCE_t y X_t conduce a un aumento de la oferta monetaria, y dado la inexistencia de atesoramiento, al aumento del ingreso nominal. La proporción en que este aumento del ingreso nominal signifique un aumento de la producción y de los precios dependerá de la capacidad ociosa existente en la economía. Parte del aumento del ingreso será destinado, en una proporción constante, a aumentar las importaciones. El primer impacto se extenderá en impactos sucesivos a medida que los que reciban el aumento de ingreso lo vayan gastando en el mercado interno o en importaciones.

El nuevo equilibrio se establecerá cuando la Expansión del Crédito Interno, DCE , iguale el incremento de las importaciones, ΔIM . En ese momento el aumento del stock monetario será cero. Si suponemos que las exportaciones son constantes, el incremento en las importaciones provocará una caída igual en las reservas. Hay entonces una conexión directa entre DCE y la Balanza de Pagos: la DCE produce un aumento de las importaciones que se traducirá en un déficit de la Balanza de Pagos. El déficit de la Balanza de Pagos, en los supuestos del modelo, será igual a la Expansión del Crédito Interno.

Para ejemplificar el análisis supongamos que la propensión marginal a importar sea igual a 0.20 ($m = \frac{\Delta M_t}{\Delta Y_t} = 0.20$) y se produzca una Expansión del Crédito Interno igual a 20 ($DCE = 20$).

El incremento en el ingreso cuando se llegue al nuevo punto de equilibrio será 100 y el incremento de importaciones 20, exactamente igual a la DCE . El multiplicador de la DCE será 1, porque el único filtro al incremento del ingreso son las importaciones. La propensión marginal a gastar en bienes de consumo e inversión es igual a 1 y la propensión a atesorar es cero.

Concluyendo, existe una conexión directa entre la DCE y el déficit o superávit de la Balanza de Pagos a través de la variación de las importaciones.

Este modelo tiene dos supuestos que son esenciales para la validez de sus conclusiones. Los supuestos que han sido empíricamente evaluados en cuanto a su aplicación general en una serie de estudios estadísticos realizados por J. J. POLAK y L. BOISSONEAULT en 39 países⁵, son:

1. Constancia de la relación $\frac{I M_t}{Y_t}$

⁵ POLAK, J. J. y BOISSONEAULT, L. "Monetary Analysis of Income and Imports and its Statistical Operation" *IMF Staff Papers*, april-1960.

2. Constancia de la velocidad ingreso del dinero.

El primero no solamente implica que un incremento en el ingreso real aumentará las importaciones en una misma proporción, sino que también un incremento de precios, incrementará las importaciones en la misma proporción que el incremento en el ingreso real.

El supuesto implícito es que un aumento en los precios internos del 1 % deteriorará la cuenta corriente de la Balanza de Pagos en un 1 % del valor de las importaciones a través del aumento de las importaciones y de la disminución de las exportaciones. Se supone un comportamiento determinado y constante de las elasticidades precio de importaciones y exportaciones. Este supuesto es irreal y de una dudosa validez general, especialmente en el corto plazo. Sin embargo, no puede dejar de reconocerse que un aumento del ingreso tiende a producir un aumento de las importaciones.

El segundo supuesto implica que la demanda de dinero y cuasi dinero, como en la teoría cuantitativa más antigua, es estable y completamente inelástica a otras variables excepto al ingreso. La demanda de dinero es constante como una proporción del ingreso.

En realidad, hay una importante diferencia, además de la de los canales de influencia, entre este enfoque y la teoría cuantitativa. Es el énfasis en la *DCE* en lugar de la oferta monetaria y su relación con la Balanza de Pagos.

Un incremento en la oferta monetaria que provenga de un incremento autónomo de las exportaciones, incrementará el ingreso y las importaciones, hasta que las importaciones iguallen al incremento autónomo de las exportaciones.

El resultado del proceso de ajuste será un *incremento de las reservas internacionales* ya que, durante el mismo las exportaciones superaron a las importaciones hasta llegar nuevamente al punto de equilibrio en el que se igualen.

Si, en cambio, el incremento de la oferta monetaria proviene de la expansión del Crédito Interno producirá un déficit en la Balanza de Pagos y una *caída en las reservas internacionales*. Cuando el resultado de la Balanza de Pagos y la posición de reservas externas es el objetivo de política económica, el origen del incremento en la oferta monetaria hará que el resultado sea completamente distinto; ya sea un superávit transitorio con incremento de reservas internacionales o un déficit permanente con caída de reservas. La teoría cuantitativa más antigua, si bien analiza las relaciones entre dinero e ingreso nominal, nada dice sobre la influencia que tienen los posibles orígenes del incremento de la oferta monetaria en la Balanza de Pagos.

Retornando sobre el supuesto de la constancia de la demanda de saldos monetarios⁶, cambios en la expansión del Crédito Interno y por ende en la oferta monetaria, pueden ser compensados parcial o completamente por cambios en la demanda de saldos monetarios. La velocidad ingreso del dinero no es en la realidad constante.

⁶ Se entiende por saldos monetarios, el dinero (billetes en circulación más depósitos en cuenta etc.) más depósitos de poca movilidad o cuasi-dinero (depósitos en caja de ahorro y plazo fijo en el sistema bancario).

En la literatura sobre problemas macroeconómicos en *países de baja inflación* (es decir, países que en circunstancias normales tienen tasas de inflación entre 3 % y 6 %), ha existido y existe una larga discusión empírica y teórica sobre la variabilidad y estabilidad de la demanda de saldos monetarios. Nadie parece creer porque la experiencia en ese sentido es muy contundente, en la constancia de la demanda de saldos monetarios en relación al ingreso.

En la ortodoxia Keynesiana⁷ la demanda de dinero es estable y predecible, siendo una función del ingreso y de la tasa de interés. A bajos niveles de la tasa de interés la elasticidad interés de la demanda de dinero es alta (el costo de oportunidad de mantener dinero es bajo) y la velocidad extremadamente variable.

A altos niveles de tasas de interés⁸ la velocidad es relativamente constante y los efectos de un incremento de la oferta monetaria no parece diferir mucho de la teoría cuantitativa si se supone una función inversión relativamente elástica a la tasa de interés. El concepto de Expansión del Crédito Interno (*DCE*) es sustancialmente más significativo a relativamente altas tasas de interés, donde la demanda de dinero deviene *relativamente inelástica* a las tasas de interés.

Pero si la teoría Keynesiana incluye una demanda de dinero estable el Radcliffe Report⁹ sostiene que la demanda de dinero es completamente inestable e impredecible. El dinero importa solamente como una parte de un concepto más amplio, llamado "liquidez", porque es la posición de "liquidez" la que en parte determina las decisiones sobre consumo e inversión.

La oferta de dinero importa solamente como parte integrante del total de "liquidez". Incrementos en la oferta de dinero pueden no producir un exceso de oferta de dinero. La función de demanda puede desplazarse hacia la derecha en forma tal que no tendrá efecto sobre las tasas de interés y el ingreso. Estas modificaciones, son desplazamientos de la función de demanda y no movimientos a lo largo de la curva.

La relación entre dinero e ingreso es inestable y no hay un eslabonamiento sistemático entre ellas. En este caso la *DCE* tiene poca importancia en todos los niveles de tasas de interés. Este concepto sería utilizado como un indicador más de política financiera, en tanto que hay otros tan o más importantes, como por ejemplo el saldo de créditos del sistema financiero extrabancario.

La Carta intención con el FMI del Gobierno Inglés en 1969, establecía un tope a la *DCE* de £ 400 millones y una meta de superávit del Balance

⁷ Ver RITTER, L. S. *The Role of Money in Keynesian Theory*. En *macroeconomía Readings*, editado por John Lindaner, Mac.Millan 1968.

⁸ En alta inflación con tasas de interés negativas en términos reales el costo de oportunidad del dinero no es la tasa de interés sino fundamentalmente la tasa de inflación. Asimismo el impacto de aumentos de la oferta monetaria no opera fundamentalmente a través de la tasa de interés, sino a través de su impacto directo sobre el gasto.

⁹ Report of *The Committee on the Working of the Monetary System*, Londres 1959.

de Pagos (ajustada por ΔB) de \$ 300 millones (superávit de la Cuenta corriente \$ 425 millones). Esto significaba un incremento anual de la oferta monetaria del 4.5 %, menor de lo que se estimaba sería el incremento del Producto Nacional Bruto a precios corrientes.

Si se piensa en términos más Keynesianos, teniendo tasas de interés relativamente altas, la velocidad probablemente se resista a subir, a menos que haya un posterior y fuerte incremento en las tasas de interés. Entonces, la limitación en la *DCE* puede tener efecto restringiendo el incremento de demanda global y demorando la posibilidad de una recuperación de la actividad económica.

Si se piensa en términos del Radcliffe Report ello no importará mucho dado que existirán otras formas de liquidez, que sustituirán la baja tasa de crecimiento de la oferta monetaria, la velocidad se ajustará fácilmente a la nueva situación.

Si es que la reducción de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria restringe la demanda global, esta decisión de limitar la *DCE* puede considerarse consistente en el *corto plazo* con una política de aprovechar totalmente los beneficios provenientes de los efectos que una devaluación tiene sobre la Balanza de Pagos.

Resultaría algo así como una combinación de una política de reducción y desviación del gasto¹⁰. La única posibilidad de incrementar el ingreso es a través de la exportación y en ese caso, obviamente, no se generan problemas de Balanza de Pagos, sino que se solucionan.

En general, un tope a priori sobre la *DCE*, establece una rigidez en la política monetaria y, a menos que el resultado que ha de arrojar la Balanza de Pagos se conozca con certeza (es muy improbable), la política monetaria está determinada por factores exógenos tales como demanda mundial, elasticidades externas, etc. Entonces, si diferentes niveles de tasas de incremento de la oferta monetaria no tienen importancia, los resultados, podrían no diferir mucho en el corto plazo. Pero si el crecimiento de la oferta monetaria tiene importancia, el manejo de la misma de forma de acompañar los resultados de la Balanza de Pagos, sólo será consistente con una política monetaria que tenga como meta el equilibrio externo. Si, juntamente con la política monetaria, se ponen en funcionamiento otros instrumentos atados al mismo objetivo, tales como política fiscal y de ingresos ello significa que la meta de equilibrio en la Balanza de Pagos es considerada como el objetivo prioritario, y único, más importante aún que el pleno empleo, y el crecimiento económico.

No es de extrañar entonces que de no producirse un rápido alivio en la situación del Sector Externo, el atar la política monetaria a los resultados de la Balanza de Pagos, pueda originar serios retrocesos en el crecimiento de la producción y aumentos en la tasa de desocupación.

¹⁰ Por efecto de la devaluación que se implementó como parte de este programa.