

LA PROVISION DE MEDIOS DE PAGO Y SU CONTROL ¹

W. T. NEWLYN *

SUMARIO: 1. Introducción; 2. La provisión de Billetes del Tesoro y la regulación; 3. Las operaciones de mercado abierto; 4. Univocidad de los activos y del dinero; 5. Los activos líquidos como dinero; 6. Base límite de la velocidad de circulación; 7. Conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN.

En los últimos años se ha ido desarrollando una teoría concerniente a la provisión de medios de pago y su control que parece contradecir los postulados básicos de la teoría tradicional del dinero y el crédito. Mientras estos conflictos doctrinarios continúen sin solución, resultará difícil ser muy claro en su análisis. Algunas ideas de ésta "nueva ortodoxia" son consistentes, pero están expresadas en términos que resultan o ambiguos o lógicamente incorrectos. Cuando se les quita su ambigüedad y se los vuelve correctos, ya no siguen siendo incompatibles con la doctrina tradicional y representan entonces una manera distinta de decir lo mismo, o una modificación que se puede expresar en términos tradicionales.

En este artículo propongo examinar sucesivamente las siguientes proposiciones:

1. La provisión de documentos del Tesoro en lugar de la provisión de dinero efectivo ha llegado a ser la base efectiva de regulación del sistema bancario interno.

2. Las operaciones de mercado abierto no son capaces de influenciar el volumen de los depósitos bancarios.

3. No existe un activo o grupo de activo que pueda ser identificado de un modo unívoco como el dinero.

* Graduado de la London School of Economic, Profesor de la Universidad de Leeds, autor de *Theory of money*, Oxford, 1960 (en versión castellana *Teoría monetaria*, F. C. E., México, 1964, que recensamos en nuestro n° 33).

¹ Por sus provechosos comentarios sobre una copia anticipada, estoy endeudado con Mr. J. F. BROTHWELL, Mr. D. J. CUPPAK y Mr. H. S. SPEIGHT.

4. Los activos líquidos deben colocarse en lugar del dinero, como cantidad dineraria que influye la demanda efectiva.

5. No existe una base para creer que haya algún límite para la velocidad de circulación.

2. LA PROVISIÓN DE BILLETES DEL TESORO Y LA REGULACIÓN.

Proposición: *La provisión de papeles del Tesoro y no la provisión de efectivo ha venido a ser la efectiva regulación del sistema bancario interno (Radcliffe Committee Report)*².

El contexto de esta acotación que aparece en el Informe Radcliffe de 1951, pone en claro que el estado en que se encuentran los negocios, es el resultado del "intercambio automático entre el dinero efectivo y los documentos del Tesoro", lo cual se considera necesario para operar una política de tasas de interés de mercado dinerario estable.

La restricción de esta afirmación, hasta el caso en el cual, por razones de política, el dinero efectivo se ajusta automáticamente a las necesidades de liquidez bancaria para satisfacer la proporción de dinero efectivo, lleva consigo la implicancia de que éste debe variar en proporción con las variaciones en los depósitos. Esto no está explícito, sin embargo, en la proposición misma y tal como la proposición está planteada, es incorrecta.

La contracción (expansión) de la provisión de papeles del Tesoro no es una condición ni necesaria ni suficiente para una contracción (expansión) en los depósitos bancarios; una contracción (expansión) en dinero efectivo es tanto necesaria como suficiente para tal contracción (expansión).

Para demostrar esto, el primer paso sería mostrar que una contracción en los documentos del Tesoro, no induce por sí misma a la contracción. Debería suponer que la proporción de los activos líquidos de los bancos, es rígida y que sus existencias de los activos líquidos están inicialmente en un nivel mínimo.

¿Cómo puede tener lugar, entonces, una contracción en los documentos del Tesoro? Podría, naturalmente, resultar de una reducción de los balances de operaciones del Tesoro en el Banco de Inglaterra, pero esto no afectaría el índice de liquidez de los bancos, ya que no sustituiría el dinero efectivo por documentos del Tesoro. La única alternativa que resta, suponiendo dados los gastos y los ingresos del gobierno, es un

² Comité sobre el desempeño del sistema monetario (*Radcliffe report*) Cmnd. 827, Londres, 1959, parágrafo 583.

aumento en alguna otra forma de préstamo. Esto sólo es posible por parte del público o de los bancos en base a préstamos al público. En cualquier caso, los depósitos deben decrecer por una cantidad (x) igual a la reducción en documentos del Tesoro. Esto significa que con una proporción de dinero efectivo β los bancos tienen ahora un exceso de circulante igual a βx . Pero por el proceso multiplicador normal ellos explicarán los depósitos hasta el límite de $1/\beta$ veces su exceso de efectivo; así, los depósitos ocuparán su nivel original, siempre que sea posible obtener activos líquidos para satisfacer la tasa mínima de liquidez.

Mientras tengan superavit de efectivo, los bancos pueden aumentar sus existencias de activos líquidos mediante:

- a) Incremento de su participación en la emisión total de documentos del Tesoro;
- b) Incremento de las existencias de los documentos privados;
- c) Incremento de sus préstamos a la orden en el mercado de descuento.

La tercera alternativa requiere que el mercado de descuento:

- 1) Reduzca sus préstamos extrabancarios;
- 2) Aumente su participación en la emisión total de documentos del Tesoro;
- 3) Aumente sus existencias de documentos privados y obligaciones de corto plazo (bonos).

De este modo, un incremento en los activos de los bancos del mercado deberá implicar alguna combinación de las siguientes alternativas:

- A) Un incremento en la participación combinada de los bancos y del mercado, en el total de los documentos del Tesoro;
- B) Una disminución en los préstamos de plaza extrabancarios;
- C) Un aumento de las existencias en el mercado de obligaciones de corto plazo;
- D) Un aumento en las existencias combinadas de los bancos y el mercado en los documentos privados.

Tenemos que considerar ahora bajo cada título, el límite de expansión de las existencias líquidas bancarias.

A) *La participación en los documentos del Tesoro.*

El límite absoluto de la expansión de las existencias bancarias de documentos del Tesoro, es el punto en el cual las existencias externas se reducen a cero.

B) *Dinero externo.*

Aquí, el límite se alcanza cuando el mercado de descuento obtiene todos sus fondos de los bancos, es decir el punto en el cual el dinero extrabancario se reduce a cero.

C) *Obligaciones de corto período (bonos).*

Debido a la actitud del Banco de Inglaterra, puede ser que la amplitud del aumento de las existencias de bonos de las casas de descuento, sea estrictamente limitado. Por lo tanto lo ignoramos.

D) *Documentos privados.*

Por otra parte, la amplitud de extensión de existencias de documentos privados en el mercado está limitada sólo por la demanda de préstamos que puedan tomar la forma de documentos. En una situación en la cual las autoridades tratan de restringir el crédito bancario tal demanda posiblemente exceda siempre la provisión.

CUADRO I

Disponibilidad de activos líquidos

Dic.	1 Existencia externa de documentos del Tesoro	2 Préstamos externos al mercado	3 Total de financiación externa 1+2	4 Activos líquidos bancarios	5 Expansión potencial de activos líquidos 3/4 %
1951	1,275	363	1,638	2,101	78
1952	1,078	451	1,529	2,326	66
1953	1,330	509	1,829	2,460	75
1954	1,546	476	2,022	2,382	85
1955	1,628	417	2,045	2,471	83
1956	1,545	344	1,889	2,492	79
1957	1,362	343	1,705	2,664	64
1958	1,629	394	2,023	2,493	81
1959	1,657	418	2,075	2,628	79
1960	1,869	384	2,253	2,551	89
1961	1,631	362	1,993	2,860	70
1962	1,449	356	1,805	2,955	62

Fuente: *Radcliffe Report and Financial Statistics*, C.S.O., nº 1 y ss.

El cuadro I muestra la máxima expansión potencial respecto de A y B combinados, como un porcentaje de los actuales activos líquidos bancarios. Ningún presupuesto es posible en conexión con D pero debe ciertamente ser lo suficientemente amplio como para hacer del orden del 100 % el índice de expansión total.

En lo que se refiere a la ventaja de activos adecuados al mercado dinerario, los bancos podrían normalmente duplicar sus existencias líquidas mediante la expansión de su participación en la provisión existente. Una reducción en la emisión de los documentos del Tesoro, podría por lo tanto sólo obligar a los bancos a contraerlas, si la consideran infructuoso competir por una participación más amplia en las existencias del mercado. Se considerará ahora esta posibilidad.

La participación de los bancos y de las casas de descuento en la emisión total de documentos del Tesoro, es una función de la relación entre la proporción en la cual los bancos desean absorber tales papeles (y/o financiar al mercado para que lo hagan), por una parte, y por la otra, la proporción en la cual el público desea hacer lo mismo.

Supongamos que los bancos se enfrenten con una reducción en los activos totales debido a una contracción en la provisión de documentos del Tesoro. Ellos estarán preparados para reducir las tasas sobre activos del mercado de dinero, a un punto en el cual la pérdida resultante de las ganancias sea igual a la pérdida que de otra forma soportarían mediante la contracción de los activos totales. Llamando y al beneficio marginal y A, a los activos totales, la pérdida que debe ser evitada es $y (\Delta A)$. El costo para evitar esta pérdida, cuando la relación de activos líquidos es del 30 % y la proporción de dinero circulante es del 8 %, es $30 - 8/100 x A$, donde x es la reducción en la proporción del mercado monetario necesario para reponer los activos del mercado dinerario, mediante un aumento en la participación bancaria de la provisión reducida. La ecuación de equilibrio es la siguiente:

$$22/100 x A = y (\Delta A)$$

donde

$$x = 100/22 \cdot y \cdot \Delta A/A$$

El cuadro II muestra el valor de x para formar una amplitud de valores de y y de $\Delta A/A$, siendo la última igual al porcentaje de cambio en los activos bancarios del mercado dinerario. Estas cifras muestran que los bancos estarían dispuestos a aceptar reducciones en tasas que sean muy altas en relación con la tasa promedio en los activos del mercado dinerario. Existe muy poca duda de que tales reducciones serían más que suficientes para aumentar las existencias bancarias de los activos

del mercado dinerario mediante el porcentaje que se muestra en la tabla.

CUADRO II

Reducción equilibrada en tasa sobre los activos de plazo en %

Ganancias marginales bancarias (y), %	Incremento de los activos del mercado bancario			
	2½ %	5 %	7½ %	10 %
3	0.34	0.68	1.01	1.36
4	0.45	0.91	1.36	1.82
5	0.57	1.14	1.7	2.27
6	0.63	1.36	2.05	2.73

Concluimos, por lo tanto, que en general no es la disponibilidad de activos del mercado dinerario ni la productividad de su adquisición, lo que limita la expansión bancaria: sino la disponibilidad del superavit de circulante. En particular, una reducción en documentos del Tesoro no es condición suficiente para una contracción en los depósitos, la condición necesaria (no explícita en los informes corrientes del asunto) es que, *pari passu* con la reducción en documentos del Tesoro, el superavit resultante de circulante deba ser retirado del mercado a través de la "puerta de servicio" del banco de Inglaterra. A menos que esto ocurra la reducción en documentos del tesoro será ineficaz.

El paso siguiente es, establecer que la contracción de los documentos del Tesoro, no es una condición necesaria para la reducción de depósitos. Esto puede hacerse conveniente con la demostración de que una contracción del circulante (con documentos del Tesoro invariables) es una condición suficiente.

Para hacer esto, debemos considerar primero, las acciones del sistema bancario y del público en la disponibilidad total de circulante.

Está claro que: $D = 1/\beta (\Delta C - \Delta C_p) = 1/\beta \Delta C_b$

donde D = depósitos.

C_b = circulante retenido por los bancos.

C_p = circulante retenido por el público.

β = proporción de circulante bancario.

Mientras que C_p permanezca constante, una reducción de C debe causar una reducción de $1/\beta \Delta C$ en los depósitos. Si la razón C_p/D es estable $\Delta D = \frac{1}{\alpha + \beta} \Delta C$, donde $\alpha = C_p/D$.

¿Hasta qué punto podrían los bancos resistir una contracción me-

diante el pago de tasas altas de interés sobre los depósitos y de esta forma aumentar su participación en el circulante? La ganancia está dada por el beneficio marginal sobre los activos bancarios (y) veces los activos adicionales que puedan acumularse sobre el circulante extra, y la ecuación para equilibrar es:

$$x D = y \frac{1}{\beta} \Delta C_b$$

por lo tanto

$$x D = y (\Delta D) \text{ y } x = y \Delta D/D$$

donde x es el aumento máximo en la tasa de interés que los bancos aceptarían pagar sobre el total de depósitos, para atraer un aumento de circulante igual a ΔC_b . Por lo tanto, si los activos marginales bancarios están obteniendo un 5%, los bancos no estarían dispuestos a elevar el costo de intereses de depósitos, en más que la mitad de un 1% sobre todo de manera de atraer un 10% de circulante extra. Las estadísticas no muestran evidencia alguna de que el uso del circulante responda a cambios en la tasa que se obtiene en depósitos, y no es probable que un aumento de este orden induzca a una contracción de importancia, en las existencias de valores corrientes en poder del público.

La incapacidad de los bancos para aumentar en forma beneficiosa su participación de existencias del circulante en esta forma, es con seguridad puesto a prueba por el hecho de que concordarían en no hacerlo. Por lo tanto es razonable suponer que una contracción en el total del circulante no puede ser compensada por los bancos que obtienen una participación mayor.

3. LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO.

Tenemos que considerar ahora la opinión sostenida por muchas autoridades de que a pesar de todo, los bancos siempre pueden compensar una contracción en circulante acudiendo al Banco de Inglaterra³.

Proposición 2: "Operaciones de mercado abierto no son capaces de influenciar el volumen de los depósitos bancarios".

Esta proposición, toma dos formas diferentes que serán consideradas por separado. Antes de ello, es necesario sin embargo, debido a su gran autoridad, referir a una afirmación del profesor SAYERS, que parece im-

³ HAWTREY, Ralph, *Bankers Magazine*, dic., 1955; KING, W. T., *The banker*, abril, 1956; JOHNSON, H. G., *Three Banks Review*, jun., 1956; SAYERS, R. S., *Modern banking*, 5ª, 1960; MANNING DACEY, W., *Money under Review*, Londres, 1960.

plicar esta proposición, contrariamente a lo que creo es la intención del autor. Esta afirmación, que se hace en nota de pie de página, es la siguiente: "Si se puede confiar que el Banco Central actúe automáticamente como prestamista de última instancia, la limitación de las reservas de circulante pierde su efectividad" ⁴.

Aquí seguramente el profesor SAYERS tiene en mente "la puerta de servicio" del banco, no "la puerta principal" que es el último recurso del mercado. Es correcto que, siempre y cuando se dé acceso automático al mercado a tasa de mercado ("la puerta de servicio abierta"), las operaciones de mercado abierto *no pueden* ser usadas para controlar el volumen del circulante. El hecho de que las autoridades estén listas para balancear los libros del mercado todos los días, poniendo en circulación o absorbiendo el circulante, debe significar que el circulante, se está ajustando a los préstamos bancarios y no lo contrario.

Esta conclusión es válida si los papeles con los que el mercado comercia son documentos comerciales o documentos del Tesoro, y por lo tanto no dependen (como MANNING DACEY pretende que es) ⁵ del desarrollo de los documentos del Tesoro. Actualmente se acepta como una política, el uso de la "puerta posterior abierta" y no como parte de una estructura, pero mientras que la tasa bancaria sea mantenida por sobre la tasa de mercado, no es correcto que el actuar como prestamista de última instancia, prive al banco de Inglaterra del control sobre el circulante mediante las operaciones de mercado abierto. Es tautológico que si el circulante bancario es reducido por x , los depósitos deben ser reducidos por $1/\beta x$, en adelante β es la razón de circulante. La proposición que consideramos debe, por lo tanto, estar basada en la negación de que el circulante de los bancos pueda ser reducido por las operaciones de mercado abierto.

La primera formulación de la proposición es, que si se despoja a los bancos del circulante mediante operaciones de mercado abierto, ellos recurrirán al mercado, lo cual será obligado dentro del Banco, por lo tanto hará que la base de circulante sea retrotraída a su nivel original. Pero ésta no es una situación de equilibrio. El préstamo temporario del banco estará a una tasa penal, la cual involucrará al mercado en pérdidas; por lo tanto el mercado buscará eliminar tales préstamos reduciendo su participación de documentos del Tesoro y aumentando sus préstamos

⁴ SAYERS, R. S., *Modern banking*, 5ª, Oxford, 1960, p. 97, nota de pie.

⁵ MANNING DACEY, W., *Money under review*, Londres, 1960, ps. 83-4.

bancarios. El circulante en estas condiciones, se empleará para saldar los préstamos penales, y el efecto neto de estas transacciones será una reducción de depósitos sin reducir el deficiente en el efectivo⁶. De este modo, los bancos necesitarían recurrir nuevamente al mercado. La demanda ahora será menor debido a la mengua en los depósitos, y el proceso continuará hasta que los depósitos se reduzcan a un nivel compatible con el circulante que las autoridades ponen a disponibilidad en *términos no penales*⁷. Los préstamos penales no pueden ser una parte *permanente* de la base del circulante, los préstamos simplemente dan provisión temporaria contra los errores de cálculo del mercado y permiten satisfacer la proporción de circulante mientras el reajuste se lleva a cabo.

JASAY, en su testimonio ante el Comité Radcliffe,⁸ proclamó, que las cifras constantemente positivas de Descuentos y Anticipos del Banco de Inglaterra, muestran un pasivo permanente del mercado, que no concuerda con el análisis anterior. Desde entonces, el Banco de Inglaterra ha publicado cifras, en el *Quarterly Bulletin*, mostrando los notables anticipos del Departamento Bancario al mercado de descuento trimestralmente, continuando las series dadas en el testimonio Radcliffe. Estas cifras son mucho menores que las cifras totales de anticipos usadas por JASAY y ya que, los descuentos por el mercado son raros, la diferencia debe representar los préstamos no mercantiles.

Sólo las cifras de fin de año de la década de 1950 son asequibles, y éstas muestran un pasivo promedio de 22 millones de libras, mientras que las cifras trimestrales, muestran un promedio de menos de 10 millones de libras para los tres primeros años de la década de 1960. Aún más en cinco de las doce fechas en la década del 60, la cifra es cero. No es cierto que el mercado esté permanentemente endeudado con el Banco.

⁶ En su memorandum para el Radcliffe Committee Mr. A. E. JASAY examina esta reducción en los depósitos como la contrapartida del indicador para préstamos extrabancarios y llega a la incorrecta conclusión de que la contracción no tiene lugar hasta que el mercado de préstamos para los bancos han sido reducidos a cero. Ver *Radcliffe memoranda of evidence*, part. XIII, vol. 3, p. 130, parágrafos 9 y 10.

⁷ Después de la publicación de este artículo, Mr. R. L. CROUCH había publicado un detallado proceso analítico confirmando el argumento verbal traído aquí y en mi *Theory of money*. Véase R. L. CROUCH, *A re-examination of open market operations*, en Oxford Economic Papers, 1963. Véase también D. J. COPPOCK y N. J. GIBSON, *The volume of assets and the cash and liquid assets ratio*, Manchester School, sept., 1963.

⁸ JASAY, A. E., *Radcliffe evidence*, vol. III, ps. 130-1.

La magnitud de la cifra promedio (representando menos que una mitad del 1% de los recursos del mercado a corto plazo) parece completamente consecuente con las frecuentes escaseces no planeadas, más que con las premeditadas. Esto se cumple especialmente cuando la operación normal de oferta semanal de documentos del Tesoro, generalmente ocasiona una escasez inicial debido a que el Tesoro siempre se abastece con "un pequeño margen sobrante"⁹.

La formulación alternativa de la proposición de que las operaciones del mercado abierto son ineficaces, es expresada por KING¹⁰ basada en las funciones del Banco de Inglaterra como asegurador de los préstamos del gobierno. Esta proposición, parece más amplia que los préstamos temporarios del Banco al mercado e implica una respuesta a la pregunta "¿Qué hace el Tesoro cuando los documentos del Tesoro descontados por el Banco de Inglaterra, vencen?"

Naturalmente, es cierto que si el Banco extiende su tenencia de documentos del Tesoro para solventar el problema de refinanciación del Tesoro, entonces la base del circulante se reexpandirá y las operaciones de mercado abierto se volverán ineficaces. Pero ésta no es la única posibilidad;¹¹ la conclusión de Mr. KING de que los bonos deben emitirse en lugar de documentos del Tesoro, es aplicable, sólo porque él *por suposición* ha excluido la alternativa. La alternativa es que el público tomará posesión de los documentos del Tesoro que estén financiados previamente (directa e indirectamente) por los bancos. Ya que los esfuerzos del mercado para liberarse de deuda ante el Banco de Inglaterra, causará un aumento en las tasas del mercado, es probable que haya un incremento tanto en la demanda directa de papeles como en las ofertas de dinero externo ante las casas de descuentos.

De este modo el público refinanciará rápidamente los documentos del Tesoro descartados por los bancos y las casas de descuento, y no habrá necesidad de una reducción en el total de documentos del Tesoro pendientes. El elemento significativo que permite la reducción del circulante, es el cambio entre préstamos de bancos y préstamos del público. El "acopio" es simplemente un caso especial de la regla general; no es la alteración del vencimiento de la deuda del gobierno lo que es significativo para producir una contracción en depósitos bancarios, sino el

⁹ *Bank of England, Quaterly Bulletin*, vol. III, nº 1, p. 16.

¹⁰ KING, W. T. C., *Should liquidity ratios be prescribed?*, *The Banker*, enero, 1956.

¹¹ Véase mi réplica a Sir Ralph HAWTREY, en *The banker*, enero, 1956.

cambio de los bancos al público, como fuente de financiación. El banco puede sólo contraer la base del circulante en la medida en que el Tesoro pueda prescindir de la *financiación bancaria* sobre la cual está constituido.

4. UNIVOCIDAD DE LOS ACTIVOS Y DEL DINERO.

Volvemos ahora al rechazo del profesor SAYERS del concepto propio de dinero.

La proposición es la siguiente:

*Proposición 3: "No existe un activo. Grupo de activos que pueda ser identificado de modo unívoco como el dinero"*¹².

Se argumentará que esta proposición descuida una característica esencial del dinero y que, cuando se le da a esta característica su significado correcto, la proposición no es verdadera.

Como el mismo profesor SAYERS dice "la dificultad de identificación ha derivado de la doble naturaleza del dinero como un medio de cambio y como un depositario de valor". La cuestión presente es que el error de SAYERS para identificar el dinero, resulta de su fracaso para aplicar correctamente los criterios referentes a la función precedente. Si miramos el estado de los activos como un depositario de valor, desde el punto de vista de su poseedor, la cualidad dineraria consiste en la habilidad para ejercitar el poder adquisitivo que representan, por derecho, sin penalidad o demora. Es este criterio, el que ha servido de base a los "perennes asuntos de controversia" y que involucra la sutil distinción entre dinero y no dinero que SAYERS encuentra tan insatisfactoria.

Sobre la base de los criterios anteriores, deberíamos incluir como dinero: las cuentas corrientes pero no los depósitos corrientes; las cuentas de las cajas de Ahorro Postal hasta el "límite de la demanda", pero no el resto; los depósitos de demanda de sociedades de construcción, pero no los depósitos a término; realmente, cualquier forma de "contrato" de préstamo pero no cualquier período de préstamo. Generalmente, se concordará en que tales distinciones son de escasa importancia en el análisis dinerario; pero si las abandonamos, ¿a dónde vamos a parar? La respuesta con seguridad será que no podemos parar. Los activos financieros, vistos desde este punto de vista, constituyen una clase dentro de la cual los componentes individuales se diferencian solamente por el lapso en el cual poseen las características que los intitula poseedores de medios de pago.

¹² SAYERS, R. S., *Monetary thought and policy in England*, en *Economic Journal*, dic., 1960, p. 716.

Siendo esto así, trazamos una línea de acuerdo al propósito que tenemos en mente, y ninguna clase de activos que elijamos para distinguirlos poseerán "una cualidad dineraria uniforme que esté totalmente ausente de los demás activos". Si queremos identificar esta cualidad, debemos volver a la función de cambio.

SAYERS descarta el criterio del medio de cambio como "la respuesta corriente es que debemos incluir como dinero sólo aquellos activos comúnmente usados como medios de cambio. El recurso al adverbio «comúnmente» destaca en seguida la ausencia de alguna línea definida de distinción"¹³. La base del presente argumento, es que no es este el caso de determinar si la línea de distinción está especificada correctamente en efectos operacionales de la economía, sino que dicha línea esté especificada de acuerdo al estado del activo, desde el punto de vista de su poseedor.

La distinción analítica que deseamos establecer en la clasificación dinero/no dinero, está ejemplificada claramente en la distinción entre circulante y bonos. El circulante (comúnmente usado como medio de cambio) cambia físicamente de manos al realizar un pago, y ésto no implica ninguna repercusión en la economía. Los bonos, por el contrario al no ser comúnmente usados como medio de cambio, pueden ser sólo extraídos para financiar un pago, recurriendo al mercado de bonos.

La distinción hecha aquí, es absolutamente necesaria como base para el análisis dinerario ya que es esta distinción la que nos permite diferenciar los efectos del ahorro, de acuerdo a si el mercado de préstamos es afectado o no. En forma similar nos permite diferenciar entre la inversión financiada por extracción de los balances monetarios y la inversión financiada por extracción de pedidos de dinero; el primero sólo requiere la decisión del que gasta, mientras que la última requiere que alguien más sea persuadido de dar el dinero.

Ahora tenemos que generalizar esta distinción. Un activo sólo puede ser considerado como un medio de pago, si el efecto de recurrir a él para hacer un pago, es idéntico al efecto de una transferencia física de dinero corriente. Es decir, los efectos fuera de sector dinerario pueden ser confinados al cambio en el pasivo entre pagador y cobrador. Este caso se cumplirá sólo si los ajustes consecuentes en el sistema financiero, tienen una suma cero. Cuando esto ocurre, el pago no involucrará ningún cambio en el complejo activo/pasivo del público, que no sea el que existe entre pagador y cobrador. Tal pago será denominado neutral.

¹³ SAYERS, R. S., *Op. cit.*, p. 711.

Cuando esta condición de neutralidad no se satisface, la suma no cero de las consecuentes transacciones financieras debe implicar un efecto en el mercado para préstamos, que no podría ligarse a la transferencia de un medio de cambio *simpliciter*. Este efecto puede tomar cualquiera de las siguientes formas: 1) venta de un activo por la persona que realiza el pago; o 2) giro sobre los reclamos del pagador de un intermediario financiero, que implique una reducción en el agregado de tales reclamos y la consecuente venta de un activo por el intermediario. La naturaleza del primer caso es obvia; nos ocuparemos entonces del segundo caso.

Se ha tratado hace tiempo de los depósitos bancarios sujetos a transferencia por cheque como medio de pago, a pesar de que su uso no involucra una simple transferencia entre pagador y cobrador. En realidad, el pago por cheque involucra al menos tres elementos:

- a) una reducción en los depósitos del pagador;
- b) una transferencia de circulante desde el banco del pagador al banco del cobrador;¹⁴
- c) un aumento en los depósitos del cobrador.

El tratamiento de este proceso como equivalente a una transferencia *simpliciter* está justificada en el criterio anterior por el hecho bien establecido de que en un sistema bancario desarrollado, con convenciones de reservas homogéneas, las consecuentes transacciones financieras tendrán una suma cero.

Pero siempre ha habido una clase de capitales (conocidos generalmente como *cuasi dinero*) cuya clasificación ha sido ambigua. Esta ambigüedad se ha debido al hecho de que la cuestión de clasificar debidamente a los activos como dinero, ha estado siempre dominado por la consideración del estado de los activos como una acumulación de valor, desde el punto de vista de su propietario ante el descuido del criterio funcional. Consideremos las siguientes preguntas: ¿puede trazarse una línea entre cuentas corrientes y cuentas de depósito? ¿Los balances de los ahorros postales son dineros bancarios? ¿Las demandas de depósitos de una Sociedad de Construcciones, son diferentes a cualquier depósito de compensación bancaria? ¿Qué ocurre con las facilidades de sobregiro no empleadas? Si respondemos a estas preguntas con referencia al estado

¹⁴ Este puede tomar la forma de una transferencia actual de circulante o una reducción en los balances de bancos pagadores con el Banco de Inglaterra, al mismo tiempo con incremento en el balance del banco pagado. En ambos casos la transferencia es en términos de responsabilidades del Banco Central.

de depósito de valor del activo desde el punto de vista de su poseedor, estaremos haciendo consideraciones demasiado sutiles e inútiles para el análisis dinerario e ignoramos la distinción de real importancia que nos revela el criterio de neutralidad. Apliquemos entonces este criterio a las preguntas anteriores.

Sobre esta base, la primera pregunta resulta sencilla. La respuesta es que las cuentas de depósito, en el Reino Unido deben clasificarse con las cuentas corrientes, pues los bancos no hacen distinción entre ambas en sus convenciones de liquidación. Un pago realizado con un cheque librado sobre una cuenta de depósitos y acreditado a una cuenta corriente, deja al total de los depósitos en equilibrio en un nivel inalterado, y de esta forma no tiene repercusión en el mercado de préstamos. Aunque el estado del activo adquirido no es igual al del entregado, la distinción práctica es insignificante en el análisis monetario en el Reino Unido.

En los sistemas bancarios donde los bancos diferencian en sus convenciones de liquidación, entre cuentas de depósitos y cuentas corrientes (usando por conveniencia los términos ingleses), la clasificación de las primeras como dinero convertirían al análisis en inexacto, al punto de que los pagos hechos desde ellas no serían neutrales. Un análisis correcto requeriría que la operación se descompusiera en dos elementos: 1) la conversión de las cuentas de depósitos en cuentas corrientes (implicando una repercusión en el mercado de préstamos) y 2) la transferencia del depósito de cuenta corriente (que en sus efectos es neutral) al cobrador.

La cuestión de los depósitos de las Cajas de Ahorros Postales es algo más complicado. Si el estado de las cuentas de depósito no es mayormente diferente del de las cuentas corrientes, entonces tampoco lo son los depósitos de ahorro postal. No sorprende, entonces que el profesor SAYERS concluya:¹⁵ lo siguiente acerca de este criterio: "Encuentro imposible, en base a la evidencia obtenida en las prácticas recientes, encontrar razones valederas para tal distinción". Esta referencia a la práctica reciente podría sugerir que esta conclusión se basa no en el estado sino en las características operacionales; este no es el caso, en el sentido del análisis precedente. La práctica reciente a la que se refiere SAYERS es posiblemente la que se revela en el testimonio presentado al Comité Radcliffe la que se resume en el siguiente extracto extraído del Memorandum del Post Office Saving Bank:¹⁶

¹⁵ SAYERS, R. S., *Op. cit.*, p. 711.

“La tendencia de los depositantes a usar sus cuentas como cuentas corrientes bancarias, ha aumentado en los últimos años aunque sólo afecta a una pequeña proporción del número total de cuentas”.

“El número de cuentas que se operan como cuentas corrientes bancarias, que en la mayoría de los casos se provee a comienzos del mes y casi todo su saldo se retira a fines de mes, se estima en medio millón”. (Más un total de 40 millones).

Está claro que esta evidencia no concierne a los efectos operacionales del uso de cuentas de la Caja de Ahorro Postal, y sólo es pertinente al estado de este tipo de activos desde el punto de vista de sus poseedores. Al punto de que tales cuentas sean usadas como fuentes para obtener circulante para efectuar pagos, los depósitos por sí solo, no funcionan definitivamente como un medio de cambio, a pesar de que sean usados como cuentas corrientes bancarias en el sentido definido en la acotación anterior.

Al aplicar nuestro criterio operacional, podemos rechazar todas las libranzas de caja (que en 1956 llegaron al 65 % del total) y concentrarnos en los efectos de realizar pagos mediante certificados cruzados de warrants, siendo estos los equivalentes más cercanos a los cheques. La magnitud (144 millones de libras en 1956) no se puede rechazar como insignificante, pero antes de concluir que este hecho justifica el clasificar a los depósitos de la Caja de Ahorro Postal como dinero, debemos preguntarnos qué sucede con estos certificados de depósitos. La respuesta está implícita en el memorandum anteriormente citado, que dice:¹⁷

“La Caja de Ahorro Postal tiene muy pocas relaciones comerciales con los Bancos de Liquidación u otras instituciones financieras excepto que los Bancos de liquidación satisfacen los certificados cruzados de depósitos emitidos por la Caja de Ahorros. En 1956 existían cerca de 1.173.000 de dichos certificados de un valor agregado de 144 millones de libras”.

Dado que esta afirmación es hecha con respecto a la cifra total, sin calificaciones, se infiere (como era de esperar) que el monto en el que tales certificados de depósitos son satisfechos *dentro* de la Caja de Ahorro Postal, resulta insignificante. Esto significa que los pagos con certificados sobre depósitos en Caja de Ahorro Postal resultan en la adquisición de un depósito del banco de clearing por parte del cobrador, si los dos bancos fueran homogéneos en el sentido operacional distinguido anterior-

¹⁶ Radcliffe memoranda of evidence, part. IV, n° 9, apéndice A.

¹⁷ Radcliffe memoranda of evidence, parágrafo 12 (B) (i).

mente, los niveles de equilibrio de la clase de activo al que ambos pertenecen, permanecería incambiable y no habría ninguna repercusión en el mercado para empréstitos; pero ésto no es así. La dificultad que surge al tratar este asunto en particular, es que los depósitos en Caja de Ahorro Postal son, indirectamente, una obligación del gobierno y el resultado dependerá del cumplimiento de la política de administración de deudas. La suposición más razonable (es decir, aquella que deja a la política de deudas independiente de las operaciones consideradas) es que cuando una unidad de deuda no de mercado, es rescatada a su vencimiento, se reemplaza por la venta de una unidad de deuda de mercado. De esto se sigue que los Apoderados de la Deuda Nacional, venderán títulos del gobierno en el mercado abierto para hacer frente a las libranzas de los depósitos de la Caja de Ahorro Postal. El resultado neto de toda esta operación, será que los depósitos del Banco de liquidación permanecen en equilibrio a un nivel inalterado, mientras que los depósitos de la Caja de Ahorro Postal se ven reducidos por las sumas de pagos. La operación de esta forma, no es neutral ya que el agregado de los activos en cuestión, se ve reducido, reflejándose esta reducción en la venta de títulos en el mercado.

Con razonamiento similar no se puede clasificar a los depósitos en una Sociedad de Préstamo para Edificación como dinero. Los cheques (o sus equivalentes) que sean librados sobre tales depósitos se acreditarán a cuentas del clearing bancario; las Sociedades de Préstamos para Edificación (*ceteris paribus*) necesitarán rehacer sus balances de operaciones y para ello deberán vender títulos o reducir sus préstamos: el efecto neto serán depósitos invariables en los clearings bancarios, pero los totales del balance de la Sociedad de Préstamo para Edificación serán reducidos (una reducción en el total de la clase de activos considerados), que reflejen la repercusión en el mercado de préstamos, lo cual es inconsistente con la neutralidad.

La respuesta corrientemente aceptada sobre las facilidades de giro al descubierto no empleados, sigue el *Tratado*¹⁸ de KEYNES, al incluirlos en la clasificación de dinero. Una vez más, éste es el resultado de considerar el estado de un activo desde el punto de vista de su poseedor; en el criterio funcional tales facilidades no pueden considerarse como dinero, por la simple razón que cualquier uso que se haga de ellos no sería neutral. Dadas las convenciones de liquidación bancaria, cualquier

¹⁸ KEYNES, J. M., *Treatise of money*, 1933, vol. II, ps. 42-3.

aumento neto en el uso de las facilidades de giro al descubierto necesitará una reducción en cualquier otro activo (por ejemplo títulos) y de esta forma involucrar una repercusión en el mercado de préstamos y una reducción neta en la clase de activos que incluye a los depósitos y a las facilidades de giro en descubierto no empleadas.

Este enfoque, parece dar razones valederas para distinguir entre dinero (activos que operan como un medio de cambio para efectuar pagos) y cuasi dinero (activos que tienen virtualmente las mismas características del dinero como depositario de valor, pero que no actúan como medio de cambio). No se pretende decir que este análisis soluciona completamente el problema de identificación sino que el problema que resta es trivial en el contexto de cualquier otro análisis en particular. Habrá instancias reales en las que los depósitos de Caja de Ahorro Postal o de Sociedades de Construcción se transfieren para realizar pagos, así como habrá instancias en que los bonos se transfieren de la misma forma, pero que para los propósitos de este análisis resultan insignificantes. Nuevamente se ha evitado un problema real de identificación, en el análisis anterior, al referir sólo a los bancos de liquidación los cuales son homogéneos en sus convenciones de reserva: al punto de que los bancos cuyos depósitos están incluidos en la categoría de dinero no son homogéneos; a este respecto la clasificación es menos que perfecta, pero la imperfección será pequeña, si el sistema bancario es estable en el sentido de que el grado de heterogeneidad sea constante.

Hasta aquí, y por conveniencias en la exposición el análisis ha sido conducido en términos de los efectos de pagos aislados, pero esto puede ser fácilmente transportado a términos agregativos. Clasificamos como dinero aquellos activos sobre los cuales sus dueños pueden efectuar libranzas, de tal manera que produzcan un aumento en el conjunto de gastos, sin causar una disminución en su total o un aumento en la demanda relativa al abastecimiento en el mercado de préstamos. *Mutatis mutandi* para una disminución en gastos. Este criterio se ve satisfecho por el circulante; también por los depósitos bancarios; pero no lo es por ningún otro activo. Por lo tanto concluimos que con un margen de error de clasificación, que resulta analíticamente insignificante, el dinero puede identificarse como circulante, más depósitos bancarios de un sistema bancario estable.

5. LOS ACTIVOS LÍQUIDOS COMO DINERO.

*Proposición 4: "Los activos líquidos deben colocarse en el lugar del dinero como cantidad de dinero que influye la demanda efectiva"*¹⁹.

Para examinar en qué sentido esta proporción resulta cierta y en qué sentido resulta falsa, será necesario distinguir tres conceptos diferentes de "liquidez" cuya confusión (en la opinión del autor) se encuentra en el fondo de mucha de la controversia teórica acerca del Informe Radcliffe.

Considerando el aspecto de acumulación de valor en los activos, el dinero y el cuasi-dinero comprende una clase de activos que constituyen el caso límite en una gradación infinita de haberes que difieren sólo en vencimiento, o sea la cercanía de la fecha a la cual se convierten en medios de pago. Si tomamos la simple elección entre dinero y bonos a largo plazo, la preferencia monetaria y el dinero recibe de esta forma una significancia no garantida. La base de la preferencia de liquidez es el evitar riesgos de pérdida de capital, y si queremos generalizar este principio para cubrir una amplitud infinita de vencimientos, debemos necesariamente reconocer que puede eliminarse el riesgo del capital, no sólo reteniendo el dinero o el quasi dinero, sino también reteniendo un activo cuyo vencimiento corresponde con la fecha en la que se necesite hacerlo efectivo.

Normalmente, ésto puede expresarse en términos de la función de madurez μ representando el total acumulativo del stock existente de activos financieros con respecto al período de vencimiento. Simultáneamente, una función ε de caja, puede construirse acumulando la existencia de fondos, existente con respecto a la fecha fijada para hacerlo efectivo²⁰.

Combinando las integrales de estas funciones, podemos expresar el promedio de interés, como una función de la diferencia entre la provisión de liquidez y el grado de la misma, que estaría en concordancia con cero riesgo de activo sobre las inversiones. De esta forma:

$$R = f \left[\int_0^t (\varepsilon - \mu) dt \right]$$

La sustitución de "liquidez" en este sentido, por "aprovisionamiento de dinero" como "cantidad monetaria que influye el total de la demanda efectiva de mercancías y servicios", (mediante cambios en las tasas de

²⁰ NEWLYN, W. T., *Theory of money*, Oxford, 1960.

¹⁹ SAYERS, R. S., *Op. cit.*, p. 712.

intereses y precios de activo) es, así, más general y evita la necesidad (frecuentemente olvidada) de tomar en cuenta los cambios en la disponibilidad de activos quasi dinerarios como cambios en la demanda de dinero.

El segundo concepto, no se refiere a la extensión en la cual los activos financieros tienen vencimiento, pero con el poder de compra adicional que tales activos representan en la mente de su poseedor. Aquí el vencimiento es irrelevante, un bono a largo plazo es tan fácil de vender como un documento, ya que ambos tienen un valor corriente de mercado. Lo que tratamos de caracterizar aquí es el agregado que refleje el cálculo *ex-ante* de los consumidores en potencia, de su dominio sobre recursos reales adicionales; a esto me he referido como *poder financiero* ²¹.

Aunque los economistas han usado con frecuencia un simple agregado de las demandas financieras para representar esta variable, se ha reconocido ampliamente el hecho de que debe llevarse cuenta, tanto del efecto de las obligaciones como de las posibilidades de préstamo. Se han hecho varios intentos para evitar que la primera consideración reduzca a cero la potencia financiera que surge de la deuda privada (al cancelar los activos contra las obligaciones) y evitar que la segunda consideración la aumente hasta el infinito. La presente formulación se basa en los principios de riesgo creciente expuestos por KALECKI ²².

Es inherente a la naturaleza de las firmas y los individuos, el tener deudas pero los principios de riesgo creciente establecen un límite que puede ser considerado como una función de nivel de ingreso. Mientras que el nivel de deuda no sea mayor que el nivel determinado por esta *propensión al endeudamiento*, no constituye una presión sobre los deudores por ajuste de gastos, y por lo tanto no disminuye la potencia financiera de los poseedores de los correspondientes activos. Cuando la deuda exceda este nivel, será una equivalencia a la potencia financiera que representan los activos correspondientes; cuando la deuda no alcance este nivel, la diferencia representará la capacidad de préstamos, que deberá adicionarse al valor total de los activos existentes para medir la potencia financiera que surge de la deuda privada. Con respecto a la deuda pública se ha acordado en forma general, que existe una "ilusión de riqueza" que nos permite ignorar el aspecto de responsabilidad en este contexto. En esta interpretación el concepto potencia financiera de liquidez se mide por:

²¹ NEWLYN, W. T., *Theory of money*, Oxford, 1962.

²² KALECKI, M., *Theory of economic dynamics*, Londres, 1954, ps. 91-5.

$$Gm + Am - (Ln - \omega\gamma)$$

donde Gm es el valor de mercado de la deuda del gobierno sostenida por departamentos gubernamentales externos; Am es el valor de mercado de los activos que surgen de la deuda privada, cuyo valor nominal es Ln ; y ω es la propensión al endeudamiento, que es una función de los ingresos γ .

Será conveniente hacer explícito un factor de valuación, x , definido como diferencia entre los precios de mercado y los valores nominales y expresar G y A en valores nominales: A y L entonces desaparecen y la expresión resulta:

$$Gm + x + \omega\gamma$$

De este modo, el valor de la potencia financiera depende del valor nominal de la deuda del gobierno, de la valoración de los activos financieros y de la propensión al endeudamiento. En este esquema, se tiene en cuenta al dinero, en parte como deuda del gobierno (circulante más depósitos bancarios, ambos respaldados por la deuda del gobierno) y en parte como deuda privada (depósitos bancarios respaldados por la deuda privada). Esta formulación sirve, entonces, para distinguir este concepto de liquidez respecto del vencimiento.

La extensión en la cual la potencia financiera deriva de la posesión del dinero, será de importancia al determinar la vulnerabilidad del poseedor ante el factor de valuación, pero nuevamente este es sólo el caso límite de una proposición más general en la cual la vulnerabilidad dependía del vencimiento, el dinero no tiene significación especial en este contexto.

Hasta aquí hemos distinguido dos versiones distintas del concepto de liquidez, sobre cuya base la proposición de SAYERS al negar al dinero significado especial como activo, resulta válida. Pero hay un tercer concepto en el cual se verá reflejada la exclusiva cualidad del dinero como medio de cambio. El concepto de potencia financiera es esencialmente un *ex-ante* en el sentido que "refleja la cantidad de dinero a la que las personas creen poder echar mano"²³. Su realización *ex-post* involucra una

²³ *Radcliffe report*, párrafo 390. Esta indicación hecha por el comité acerca de lo que significa para él liquidez, corresponde con el concepto *ex-ante* de potencia financiera y contrasta con el dado en párrafo 389, especialmente "la facilidad o dificultad con que se enfrentan los gastadores en sus esfuerzos por aumentar el dinero" lo cual es claramente *ex-post*. En varios lugares usan el término con el significado de vencimiento (párrafo 374). Sin embargo en muchas partes significativas, el sentido es obscuro.

transacción en el mercado de capitales en la cual se obtiene el dinero de algún otro poseedor, excepto en el punto en que la potencia financiera consista en la posesión del dinero por parte de gastadores en potencia. SAYERS establece explícitamente esta única situación del dinero, cuando se refiere al mercado de capital como "... aquello en que el inmediato poder de compra es negociado contra demandas cuya variedad, en vencimiento y en otros respectos, es infinita"²⁴.

Es cierto que podemos expresar el efecto de precio que resulta de esta posición del mercado dentro de la formulación general de liquidez, y si tuviéramos que considerar solamente el efecto del precio sobre la demanda, estaría ampliamente comprendida por medio del efecto valuación y la elasticidad de gasto, con respecto a la tasa de interés. Esto ocurriría solamente si el mercado fuera perfecto. En realidad, hasta un punto significativo, los mercados son imperfectos, en el sentido que el equilibrio no se mantiene con variaciones de precio sino por regulación de los préstamos de acuerdo con el abastecimiento de fondos. Este es el hecho que ha llevado a la distinción entre "dinero escaso" y "dinero abundante" por una parte y entre "dinero caro" y "dinero barato" por la otra, lo cual da origen a la "difundida dificultad de préstamo", usando el término del profesor HARROD²⁵. Como dice el Comité Radcliffe "si no se puede conseguir el dinero para financiar el proyecto en ningún término tolerable, en definitiva ése será el fin de la cuestión"²⁶. En este contexto es esencial que nuestro análisis haga explícita la influencia del aprovisionamiento de dinero en la demanda.

El autor no se cuenta entre aquellos (si es que los hay) que son descriptos en el Informe Radcliffe como personas que otorgan "suprema importancia" al aprovisionamiento de dinero porque ello constituye "una muy poderosa presión de demanda"²⁷. El precedente análisis de la potencia financiera contradice tal punto de vista. El punto que se discute aquí es simplemente que la dificultad de conseguir dinero debe ser tomada en cuenta como factor potencial limitador de la demanda y esto no puede hacerse si el aprovisionamiento de dinero pierde su peculiar identidad con el concepto general de liquidez. Para cubrir este aspecto del asunto necesitamos un tercer concepto de liquidez que represente la relación entre el aprovisionamiento de medios de cambio y el volumen

²⁴ SAYERS, R. S., *Op. cit.*, p. 714.

²⁵ *Radcliffe memoranda of evidence*, parte XIII, nº 12, parágrafo 19.

²⁶ *Radcliffe report*, parágrafo 387.

²⁷ *Radcliffe report*, parágrafo 388.

de las transacciones que deben realizarse: en este nivel de generalizaciones el volumen de transacciones puede representarse por el ingreso nacional.

6. BASE LÍMITE DE LA VELOCIDAD DE CIRCULACIÓN DEL DINERO.

Tenemos que llegar ahora al meollo del asunto pues la razón que sugiere como significativa en este planteo, es la recíproca de la velocidad de circulación del dinero, que el Comité Radcliffe descarta sumariamente.

El Comité explicó que no había hecho mayor uso del concepto de velocidad, porque no tenemos una base para creer que haya algún límite para ella.

*Proposición 5: "No tenemos una base para creer que haya algún límite para la velocidad de circulación"*²⁸.

Esta afirmación de que no hay razones para suponer, que exista un límite para la velocidad de circulación no puede ser tomado textualmente, pues algún límite a la velocidad está implícito en el uso de un medio cambio. La distinción entre una economía dineraria compleja y un simple sistema de trueque, no es simplemente que el último se descompone en dos elementos, sino que estos están separados en el tiempo. La única circunstancia en la que los dos elementos no están separados en el tiempo, es aquella en la cual la característica de doble coincidencia del trueque, está en efecto presente y el dinero es innecesario. La afirmación de que no existe razón para suponer que haya un límite a la velocidad de circulación, es, luego, equivalente a la afirmación de que no hay razón para suponer que no podría llevarse a cabo por medio del trueque una economía industrial moderna. Es la necesidad de poseer dinero a través del tiempo, impuesto por las complejas transacciones de una moderna economía, lo que establece un límite finito a la velocidad.

El límite absoluto a la velocidad no es, en sí mismo, de mucho interés práctico, excepto en la superinflación. Una vez que se acepta que la eficiencia del sistema dinerario en cualquier momento establece *algún* límite finito al volumen de transacciones que pueden llevarse a cabo con una cantidad dada de dinero, el resultado importado es la extensión en la cual la aproximación *hacia* este límite, impone restricciones a la expansión de la demanda efectiva.

Las imperfecciones de los mercados de préstamos y la existencia de "racionalidad" involucra que este factor debe operar en algún punto, y es esencial que tengamos un sistema analítico que lo incluya.

²⁸ *Radcliffe report*, parágrafo 391.

Intimamente relacionado con la elasticidad de la velocidad está el efecto de intermediarios financieros no bancarios. De lo que se trató anteriormente, se deduce que la distinción entre intermediarios financieros, bancarios y no bancarios, se deberá mantener, mientras que las obligaciones de los últimos no funcionen como medios de cambio. Pero esto no implica de ninguna manera que los intermediarios no creen créditos; todos los que prestan crean crédito. La ecuación que surge es si lo que prestan los intermediarios no bancarios (de aquí en adelante denominados intermediarios) da origen a una expansión asintótica del crédito similar a la del multiplicador bancario²⁹.

La ecuación que muestra la relación es:

$$F = \frac{1}{\gamma + \delta} \left[\frac{C}{\alpha + \beta} \right]$$

donde F son activos de los intermediarios, γ es la razón deseada D_p/F y δ la razón deseada D_f/F ; siendo D_f el circulante de los intermediarios y D_p los depósitos bancarios del público.

Ya que $\frac{C}{\alpha + \beta} = D$ tenemos $\Delta F = \frac{1}{\gamma + \delta} \Delta D$ como el multiplicador basado en un cambio en los depósitos, suponiendo a ambas proporciones constante. Alternativamente, podemos suponer que la posesión de depósitos bancarios por parte del público permanece constante, luego del cambio inicial, tomando el total del aumento resultante en los activos financieros, la forma de depósitos es:

$$\Delta F = 1/\delta \Delta D$$

Finalmente, supongamos que hay una disminución en la proporción D_p/F de γ a γ' . Suponiendo que $C/\alpha + \beta$ permanece inalterable, esto dará origen a una transferencia inicial de depósitos bancarios del público a los intermediarios; esto (excepto por reservas de dinero retenidas por los últimos) será prestado, comenzado así la secuencia normal del multiplicador, siendo el incremento en los haberes de los intermediarios dado por:

$$\Delta F = \left[\frac{\gamma - \gamma'}{(\gamma' + \gamma)(\gamma + \delta)} \right] D$$

En ningún caso, el volumen de dinero se altera como resultado de

²⁹ Mr. G. CLAYTON, en su artículo en el que ilumina la distinción entre bancos y no bancos, responde esta cuestión afirmativamente, pero con alguna referencia al ingreso y los ahorros. Le parece al autor que la generación de ahorros conforme el incremento en los activos, no ha hecho contestarse que se multipliquen los activos financieros. Ver G. CLAYTON, *British financial intermediaries in theory and practice*, Economic Journal, dic., 1962.

las actividades de los intermediarios, su velocidad aumenta a medida que la deuda aumenta. Aún más, los intermediarios financieros no se interesan por compartir con los bancos esta característica expansionaria creadora de crédito; con suposiciones similares se podría aplicar el mismo análisis a todas las instituciones o individuos que creen deuda, pero los valores de los multiplicados sólo tendrán significado si las proposiciones son constantes.

Está claro que, mientras el desarrollo de tales instituciones causarán, *ceteris paribus*, un aumento secular en la velocidad de circulación del dinero, ésto no significa que en un punto en particular de su desarrollo, ellas puedan contrarrestar los efectos de una contracción dineraria a corto plazo mediante una expansión de sus actividades. Si las autoridades restringen los *anticipos* bancarios sin restringir la cantidad de dinero, entonces otros prestamistas podrán, naturalmente, atraer los depósitos del público y ampliar sus préstamos a costa de los bancos. Pero si se restringe el aprovisionamiento del *dinero*, la posición es diferente.

Si se supone que la razón γ es estable una contracción en los depósitos bancarios causará una múltiple contracción del crédito de $\frac{1}{\gamma + \delta} \Delta D$ por medio de los intermediarios γ . En el punto en que efectúen un aumento relativo en sus tasas de intereses y disminuirá. Pero, debido a que la elasticidad ingreso de la demanda por medio del cambio es positiva, un nivel ascendente de las transacciones producirá una tendencia creciente para que aumente el valor de γ . En el caso en el cual el público trate de mantener el nivel de sus depósitos bancarios mediante giro sobre los depósitos de los intermediarios, la contracción será igual a $1/\delta \Delta D$.

El alcance hasta el cual la variación de estas razones permite a los intermediarios frustrar temporariamente la restricción dineraria es un asunto que requiere un urgente estudio. Sin embargo, la existencia de intermediarios deberá tender a magnificar los efectos de las variaciones en el abastecimiento de la demanda dineraria. Realmente, la dificultad que se le atribuye a la política de restricción monetaria sería la de evitar la crisis financiera.

Al respecto, los intermediarios financieros no bancarios se encuentran en una posición similar a la de los bancos antes que las obligaciones de los últimos llegaran a ser "usadas comúnmente como medios de cambio".

7. CONCLUSIONES.

Las conclusiones de este artículo pueden resumirse convenientemente

sustituyendo proposiciones alternativas por aquellas que han sido examinadas. Se espera que estas proposiciones expresarán la verdad en la "nueva ortodoxia", sin violación del análisis tradicional.

1. En tanto que las autoridades deseen expandir el abastecimiento de documentos del Tesoro sin causar molestias a la tasa a corto plazo, estarían forzados a expandir la base del circulante para permitir al sistema bancario la acaparación de papeles extra como una, adición a sus activos. El resultado será un aumento proporcionado en el circulante bancario, en los activos líquidos, y en los demás activos. En estas circunstancias, el volumen de los depósitos estará determinado, *ceteris paribus*, por la emisión de documentos del Tesoro. Pero aún en este caso especial, sigue siendo el circulante, la base reguladora del sistema, pues un cambio en las obligaciones del Banco de Inglaterra, es tanto una condición suficiente como necesaria para un cambio en los depósitos, mientras que un cambio en aprovisionamiento de documentos del Tesoro no lo es.

2. Las operaciones de mercado abierto no pueden emplearse para controlar el volumen de los depósitos bancarios, si tales operaciones se usan para estabilizar la tasa de interés a corto plazo. Pero si la política se dirige hacia una influencia en el volumen de depósitos, no existe una razón estructural por la que las operaciones de mercado abierto deban ser ineficaces.

3. Los activos pueden únicamente identificarse como dinero (medio de cambio), si en los pagos financieros son neutrales, o sea que el agregado de la clase de activos al cual pertenecen permanece igual y no hay repercusión en el mercado de préstamos.

4. a) En el análisis de los efectos de selección de activos, la liquidez (en el sentido de vencimiento) debe colocarse en el lugar del dinero como el factor monetario que influye la demanda efectiva mediante la tasa de interés y los efectos de valuación; b) Al analizar los determinantes del plan de gastos, la liquidez (en el sentido de potencia financiera) debe colocarse en el lugar del dinero como el factor que influye en la demanda efectiva directamente; c) Al analizar el efecto de las decisiones de gastar la eficacia del dinero debe ser considerada como un factor capaz de influenciar *ex-post* la realización de tales decisiones debido a su exclusiva posición como medio de cambio.

5. a) Cuando el volumen del dinero es amplio en relación con las transacciones que debe realizar, la restricción dineraria es ineficaz pues la velocidad de circulación puede aumentar sin restricciones. Pero la necesidad de poseer dinero en el tiempo, implícita en un complejo intercambio económico, implica que luego de cierto punto habrá dificultades de préstamos a medida que la velocidad aumente; b) El desarrollo de

intermediarios financieros no bancarios, causa un aumento secular en la velocidad de circulación del dinero, pero el crédito que ellos crean está basado en el dinero. Esto significa que, sujeto a las demoras causadas por un "débil vínculo", las operaciones de tales intermediarios magnificarán los efectos de las variaciones en la cantidad de dinero.

La intención de este artículo no es de ningún modo la de propiciar la restricción dineraria o realizar algún reclamo acerca de la magnitud de sus efectos; simplemente intenta clarificar el análisis.

DIE VERSCHAFFUNG VON GELDMITTELN UND IHRE KONTROLLE

Zusammenfassung

Sie untersucht nacheinander die folgenden Fragen der "neuen Orthodoxie" zur Verschaffung von Geldmitteln. 1. Die Verschaffung von Dokumenten des Schatzamtes als Grundlage des Geldsystems; 2. Die Eignung von Marktgeschäften, um den Umfang von Gelddepots zu beeinflussen; 3. Eindeutigkeit der reinen Aktive hinsichtlich des Geldes; 4. Die reinen Aktive als Ersatz des Bargeldes; 5. Die Grundlage um zu glauben, es gäbe eine Beschränkung der Umlaufgeschwindigkeit.

Sie folgert, dass: 1. das kursierende Geld weiterhin die Grundlage des Systems ist, zumal ein Wechsel der Verschaffung von Dokumenten des Schatzamtes keine ausreichende und notwendige Voraussetzung für einen Wechsel in den Depots ist; 2. kein struktureller Grund dafür besteht, dass die offenen Marktgeschäfte hinsichtlich des Umfangs der Depots unwirksam sein sollen; 3. die reinen Aktive dem Geld (Mittel zum Wechsel) gleichgestellt werden können, wenn das Aggregat, zu dem sie gehören, stabil bleibt und sie auf dem Darlehensmarkt Anklang finden; 4. a) man bei der Beurteilung der Effekten, die man ausgewählt hat, Bargeld ersetzen kann durch "Liquidität-Fälligkeit" als Faktor, der die Nachfrage nach Bargeld mittels des Zinsfußes und der Wertpapiere beeinflusst; b) bei der Beurteilung der Entscheidung des Ausgabeplanes die "Geldmacht-Liquidität", als Faktor, der ihn direkt beeinflusst; c) bei der Beurteilung der Wirkung der Entscheidungen über die Ausgaben ihre Wirksamkeit angesehen werden muss als Faktor, der fähig ist sie rückwirkend (ex-post) zu beeinflussen zufolge ihrer Stellung als Mittel zum Wechsel; 5. die Geldbeschränkung bei ausreichendem Volumen an Geld unwirksam ist, da die Umlaufgeschwindigkeit ohne Beschränkung bis zu einem bestimmten Punkt, bei dem Schwierigkeiten entstehen werden, anwachsen kann. Die Entwicklung von ausserbankmässigen Finanzvermittlern verursacht das säkulare Anwachsen bei der Geschwindigkeit, aber der so geschaffene Kredit "basiert auf dem Bargeld, d.h. mit schwacher Verbindung", solche Geschäfte werden die Wirkung der Variationen des Volumens an Geld erhöhen.

LA PROVISION DE MOYENS DE PAYEMENT ET SON CONTROLE

Résumé

L'article examine successivement les questions suivantes de la "nouvelle orthodoxie" de la provision de moyens de payement: 1. La provision de documents du Trésor comme base du système monétaire; 2. L'aptitude des opérations de marché pour influencer sur le volume des dépôts; 3. Univocité des actifs liquides par rapport à l'argent; 4. Les actifs liquides comme substituts de l'effectif; 5. La base pour croire qu'il y ait une limite de la vitesse de circulation.

L'article conclut que: 1. le circulant continue d'être la base du système, puisque un changement d'approvisionnement de documents du Trésor, n'est pas une condition suffisante et nécessaire pour un changement dans les dépôts; 2. il n'y a pas de raison structurale pour que les opérations de marché ouvert doivent être inefficaces en ce qui concerne le volume de dépôts; 3. les actifs liquides sont identifiables avec argent (moyen d'échange) quand l'agrégat auquel appartiennent ceux-là, rest stable et sans répercussion dans le marché d'emprunts; 4. a) dans l'analyse des effets de sa sélection on peut substituer l'effectif par "liquidité-échéance" comme facteur influant la demande effective moyennant le taux d'intérêt et les effets d'évaluation; b) dans celui des déterminants du plan des frais, la "liquidité pouvoir financier", comme facteur qui influe directement sur lui; c) dans celui de l'effet des décisions d'user son efficacité on doit la considérer facteur capable de l'influencer *ex-post*, à cause de sa position comme moyen de payement; 5. la restriction monétaire, avec un volume d'argent suffisant, est inefficace, puisque la vitesse de circulation peut s'accroître sans restriction jusqu'à un certain point dans lequel il y aura difficulté. Le développement d'intermédiaires financières extra-bancaires est cause d'accroissement séculier dans la vitesse, mais le crédit ainsi créé se "base sur l'effectif, c'est à dire à lien faible"; tels opérations magnifieront les effets des variations du volume-argent.

THE SUPPLY OF MONEY AND ITS CONTROL

Summary

To examine *seriatim* following propositions, of the "new orthodoxy" of the supply of mediums of exchange:

1. The supply of Treasury Bills is the effective regulatory base of the domestic banking system;
2. Capability of open market operations to influencing the volume of bank deposits;
3. Uniquely of the assets or group of assets compared to money;
4. Possibility to put liquid assets in the place of money;
5. The basis for believing that there is any limit to velocity.

He concludes without violation of the traditional analysis, is to say, that:

1. The cash continues being the base of the banking system, because the supply of Treasury Bills is neither a necessary and sufficient condition for a change in deposits;

2. There is no structural reason why open-market operations should be ineffective;

3. Assets can be uniquely identified as money (medium of exchange) if the aggregate of the class of assets to which they belong remains the same and there is no repercussion in the market for loans;

4. a) In analysis of the effects of asset choice, liquidity (in the maturity sense) must be put in the place of money as the monetary factor influencing effective demand by the rate of interest and valuation effects; b) In analysis of the determinants of expenditure plans, the liquidity (in the financial strength sense) must be put in the place, of money as the factor influencing directly; c) In analysis of the **effect** of expending decisions the availability of money be retained as a factor capable of influencing the **ex-post** realisations of such decision because of its unique position as the medium of exchange;

5. a) When the volume of money is large, monetary restriction is ineffective because velocity of circulation can increase without constraint; b) The development ex non-bank financial intermediaries causes a secular increase in the velocity of circulation, but the credit which they create is based upon money.

LA PROVVISIOE DI MEZZI DI PAGAMENTO ED IL SUO CONTROLLO

Riassunto

Esamina successivamente le seguenti questioni della "nuova ortodossia" della provvigione di mezzi di pagamento: 1. la provvigione di documenti del Tesoro come base del sistema monetario; 2. l'attitudine (idoneità) delle operazioni di mercato per influire sul volume dei **depositi**; 3. univocità degli attivi liquidi in relazione alla moneta; 4. gli attivi liquidi come sostituti dell'effettivo; 5. la base per credere che ci sia un limite alla velocità di circolazione.

Conclude che: 1. il circolante continua ad essere la base del sistema, poichè un cambio di approvvigionamento di documenti del Tesoro non è condizione sufficiente e necessaria per un cambio nei depositi; 2. non c'è ragione strutturale per cui le operazioni di mercato aperto debbano essere inefficaci rispetto al volume dei **depositi**; 3. gli attivi liquidi sono identificabili con denaro (mezzo di cambio) quando l'aggiunto a cui appartengono, rimane stabile e ripercuotono nel mercato dei prestiti; 4. a) nell'analisi degli effetti della sua selezione, si può sostituire effettivo con "liquidezza scadenza", come fattore che influisca sulla domanda effettiva mediante il tasso di interesse e gli effettivi di valutazione; b) in quella delle determinanti del piano della spesa (si può sostituire "la liquidità potere finanziario", come fattore che influisce su di essa (spesa) direttamente; c) in quella dell'effetto delle decisioni di spendere, la sua efficacia deve essere considerata fattore capace di influire (su di lui) "ex-post", a causa della sua posizione come mezzo di cambio; 5. la restrizione monetaria, con volume di **denaro** sufficiente, è inefficace, poichè la velocità di circolazione può crescere senza restrizione fino ad un certo punto in cui ci saranno difficoltà. Lo sviluppo di **intermediari** finanziari extrabancari, causa aumento secolare nella velocità, però il credito creato così si "basa nell'effettivo e questo con debole vincolo"; tali operazioni magnificheranno gli effetti delle variazioni del volume **denaro**.