



Ecos de Economía | No. 29 | Medellín, octubre de 2009 | pp. 21-59

Oferta monetaria y tasa de interés: Un análisis comparativo en las teorías Postkeynesiana y Circuitista

Iván Darío Velásquez Garzón

Iván Darío Velásquez Garzón

Resumen

El presente artículo hace una comparación entre dos corrientes de pensamiento económico que trabajan dentro de la idea de la moneda endógena, como son: postkeynesianos y circuitistas. Se muestran sus similitudes y diferencias en cuanto a la oferta monetaria, destacando así que comparten el uso de un aparato conceptual, y que su diferenciación se da en los elementos que incorporan al analizar el proceso.

Palabras clave: Moneda endógena, crédito, circuito monetario, postkeynesianos, circuitistas.

Abstract

This article makes a comparison between two approaches of economic thought that working within the idea of endogenous money: the Post Keynesians and Circuitists. It shows their similarities and differences regarding the money supply process, emphasizing either their use of a common conceptual apparatus, and in the fact that differentiation in both Post Keynesians and Circuitists lies in the elements they incorporated into the analysis of the process.

Key words: Endogenous money, credit, monetary circulation, Post Keynesians, Circuitists.

Clasificación JEL: B500, E120, E400.

Oferta monetaria y tasa de interés: Un análisis comparativo en las teorías Postkeynesiana y Circuitista*

Iván Darío Velásquez Garzón*

Introducción

Según una idea de Joseph Schumpeter las teorías económicas pueden separarse en dos grandes categorías: análisis real y análisis monetario, y se entiende este último como

“... el rechazo a la proposición que, con excepción de lo que puede ser llamado desordenes monetarios, la moneda es de importancia secundaria en la explicación del verdadero proceso económico”¹ (Schumpeter, 1954, p. 277; traducción propia)

El objetivo de este trabajo es explorar dos corrientes de pensamiento económico que se pueden catalogar como ‘teorías monetarias heterodoxas’. Estas teorías forman parte del análisis monetario, pues ven la importancia de la moneda para entender el funcionamiento de la economía, contrario a las teorías del *mainstream* de que tradicionalmente en sus análisis analizan una economía de intercambio puro donde el dinero como lo dice Schumpeter no tiene mayor importancia. Ahora, la importancia que le da este autor

Fecha de recepción: septiembre 9 de 2009 - Fecha de aceptación: octubre 11 de 2009.

* El presente artículo hace parte del trabajo para optar al título de Economista de la Universidad Nacional de Colombia. Quiero agradecer al profesor Andrés Álvarez por su guía en la realización de este documento y sus valiosos consejos. Como es usual, las ideas aquí expresadas son responsabilidad exclusiva del autor.

** Economista de la Universidad Nacional de Colombia. Integrante del Grupo de Investigación en Pensamiento y Teoría Económica (GIPTE). E-mail: idvelasquezg@bt.unal.edu.co

¹ “... spells denial of the proposition that, with the exception of what may be called monetary disorders, the element of money is of secondary importance in the explanation of the economic process of reality” (p. 277).

al análisis monetario se refleja en el valor que le asigna al crédito y los bancos en la economía. De la misma manera John Maynard Keynes percibe la importancia del análisis monetario en la economía e intenta descifrar el quid del dinero en la economía como lo muestran sus dos trabajos más representativos *Treatise on Money* y la *Teoría General*. Y anterior a estos dos autores, ya Karl Marx en el primer capítulo de su obra *El Capital* planteaba la importancia que tiene la moneda en el desarrollo del proceso económico. Con base en los trabajos de estos tres autores se desarrollan las dos perspectivas de pensamiento económico de que trata este trabajo: la perspectiva postkeynesiana y la perspectiva circuitista. De estas dos corrientes quizá la más conocida es la postkeynesiana, pues en general esta definición se utiliza para denominar a los análisis económicos no 'ortodoxos'. Por tanto, no resulta raro que la perspectiva circuitista no sea tan conocida. En estas dos teorías de pensamiento la importancia que le dan al dinero en sus análisis es enérgica. Por esta razón, resulta interesante examinar que tan cercanos o distantes son sus análisis en cuanto a la forma en que se presenta la oferta monetaria en el sistema económico y que se rescata de estas ideas frente al proceso de oferta monetaria.

El intento más importante de análisis comparativo de estas dos corrientes de pensamiento económico es el libro editado por Ghislain Deleplace y Edward Nell bajo el título de *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches* publicado en 1996, donde se reúnen los trabajos de importantes exponentes de estas perspectivas, y en el cual intentan vislumbrar acercamientos entre éstas, fijando una diferenciación rigurosa entre estas dos corrientes. A este trabajo le siguieron artículos que buscaban la comparación de estas dos corrientes pero sin la magnitud del libro de Deleplace y Nell, como son los trabajos de: Giuseppe Fontana publicado en el 2000 e intitulado "Post Keynesians and Circuitists on money and uncertainty: an attempt at generality" donde el autor plantea un acercamiento entre estas dos corrientes centrándose en el papel que juega la incertidumbre y la idea del dinero en los análisis de estas perspectivas, y luego tenemos el artículo de Pierre Piégay y Louis-Philippe Rochon de 2005 "Teorías monetarias poskeynesianas: una aproximación a la escuela francesa" donde presentan de una forma

obviamente resumida una presentación de las ideas postkeynesianas y circuitistas sobre la teoría monetaria, desde la visión francesa del circuito monetario. Otros trabajos que se ocupan del tema de la teoría monetaria en las corrientes heterodoxas no presentan comparaciones entre éstas sino que las toman como un mismo análisis que representa a la teoría monetaria heterodoxa. El presente artículo se divide en tres secciones. En la primera sección se presentan algunas ideas generales sobre las perspectivas postkeynesiana y circuitista. En la segunda sección se exponen de manera más clara los elementos que presentan las dos líneas de análisis postkeynesiano, a saber, los postkeynesianos estructuralistas y los postkeynesianos horizontalistas, como también las ideas circuitistas frente a la oferta monetaria y el elemento que consideramos diferenciador entre éstas. En la tercera sección se presenta la importancia de la forma en que se muestra la oferta monetaria frente a tasa de interés y como la forma de diferenciación afecta el comportamiento del sistema económico. Y por último se presentan las conclusiones que nos deja este artículo.

Elementos generales para una visión comparativa entre Postkeynesianos y Circuitistas

Entre las corrientes de pensamiento económico que se encuentran por fuera de lo que se conoce comúnmente como la ortodoxia, es decir, la corriente dominante en el pensamiento económico actual, tal vez, las ideas postkeynesianas son una de las más reconocidas formas de pensamiento crítico. No obstante, además de esta corriente, existen otras visiones sobre el funcionamiento del sistema económico que no han sido tan difundidas y que tienen características y puntos de vista muy similares. Es el caso de los circuitistas.

Cuando se habla de postkeynesianos logramos hacernos a una idea relativamente clara de dónde viene esta corriente de pensamiento económico, en razón de su conexión con las ideas propuestas por Keynes. Pero, al hablar de circuitistas no resulta tan fácil conocer las raíces de esta corriente. Para tener una mejor imagen, podemos referirnos a las caracterizaciones que se hacen de estas corrientes, las cuales se pueden presentar de la siguiente manera. Utilizando las descripciones de figuras

representativas de ambas escuelas podemos resumir de la siguiente manera sus elementos centrales.

Con respecto a los postkeynesianos, Paul Davidson (1996) afirma que:

“Los elementos fundamentales de la teoría monetaria postkeynesiana son: (i) la no-neutralidad del dinero; (ii) la existencia de una incertidumbre no-ergódica en algunos aspectos importantes en la toma de decisiones de la vida económica; y (iii) el rechazo a la omnipresencia del axioma de sustitución bruta”² (p. 65; traducción propia).

De lo anterior, se puede decir que las dos primeras características son las más conocidas. En cuanto a la tercera característica, se refiere a una particularidad *Sui generis* del dinero. Esta es: el dinero en una economía monetaria de producción no puede ser sustituido por cualquier otro activo para cumplir sus funciones. Entonces, podemos decir que las teorías monetarias que cumplan con estas condiciones se pueden catalogar desde esta perspectiva como postkeynesianas.

Para saber en qué consiste el enfoque circuitista podemos utilizar la caracterización hecha por Augusto Graziani (1990):

“La teoría del circuito monetario surge como reacción a la interpretación neoclásica estándar, que concibe el equilibrio económico como un resultado de elecciones individuales de agentes aislados e independientes. De este modo, el modelo del circuito se ha construido para subrayar la existencia de relaciones entre macrogrupos, que están más allá de las elecciones individuales. En esta perspectiva se rechaza la teoría de la distribución marginalista, a favor de una teoría que realce al mismo tiempo el poder de los bancos, en tanto que proporcionan los medios de pago necesarios, y el poder de las empresas, en tanto que determinan la asignación de los recursos productivos. Para esta concepción, el nivel de empleo y la distribución del ingreso, lejos de estar determinados por negociaciones individuales mediante la estructura de determinación general de los

² “The fundamental building blocks of Post Keynesian monetary theory are: (i) the non-neutrality of money; (ii) the existence of non-ergodic uncertainty in some important decision-making aspects of economic life; and (iii) the denial of the ubiquitousness of the gross substitution axiom” (p. 65).

precios relativos, están determinados por las decisiones conjuntas de los bancos y las empresas” (p. 68).

Se puede apreciar que estos dos enfoques pueden designarse como ‘escuela postkeynesiana’ y ‘enfoque circuitista’, para resaltar las diferencias en la naturaleza de los productos académicos y en los elementos teóricos que unen a sus autores. Lo plantemos de esta forma puesto que la corriente postkeynesiana se encuentra mejor definida en torno a un conjunto de ideas compartidas. Mientras que la corriente circuitista no tiene un cuerpo que distinga su análisis además de utilizar el circuito monetario como piedra angular de sus estudios. Como veremos, se puede decir que los análisis circuitistas tienen grandes similitudes con los postkeynesianos respecto a la oferta monetaria.

Pero además de esto, en la literatura en la que se aborda la teoría monetaria desde estas perspectivas no se tiene clara la línea de división entre uno y otro análisis. Se puede decir que ésta es difusa³. En algunos casos se presentan análisis similares sobre determinados temas en ambas corrientes; en otros casos, la diferencia se ve sólo en los supuestos iniciales de las argumentaciones. Sin embargo, en *Money in Motion*, libro de referencia en el que se reunieron los principales autores de ambas corrientes, se describe de manera tajante las diferencias entre ellas. Los editores del libro, Deleplace y Nell lo describen así:

“(a) La mayoría de autores postkeynesianos están de acuerdo con una curva de oferta de Dinero, pero sostienen que ésta no es vertical (por tanto la oferta no es exógena) y es inestable. La oferta de dinero es vista como una función de la tasa de interés y el nivel agregado de ingreso, en paralelo a la demanda de dinero [...]

Además, los bancos son considerados como firmas, deciden libremente cuánto crédito distribuyen [...] Incluso si la competencia induce

³ Algunos autores no hacen esta diferenciación y sólo nos hablan del circuito monetario, como en los trabajos de Eladio Febrero (2001) y en cierta medida en Agustín Vázquez (2007), quienes analizan a estas dos corrientes de pensamiento sin divisiones, lo que no permite ver en su totalidad las características que distinguen a cada uno, esto sin duda nos muestra la dificultad de separar uno u otro análisis.

individualmente a los bancos a prestar más de lo que les permitiría su precaución natural, la creación de moneda es determinada por el sistema bancario.

[...] Finalmente, los postkeynesianos sostienen que la tasa de interés de largo plazo es la tasa central, la cual es determinada en el mercado financiero por la oferta y la demanda.

(b) En contraste, los circuitistas rechazan el concepto de una curva de oferta de dinero, porque la oferta de dinero siempre es determinada por la demanda.

Los bancos acomodan sus créditos a la demanda que hacen las industrias, no hay una distinción significativa entre oferta y demanda de dinero [...]

[...] En la visión circuitista la tasa de interés de corto plazo es la tasa central, y es determinada en el sistema bancario, independientemente de la oferta y demanda y el mercado financiero”⁴ (Deleplace *et. al.*, 1996, p. 25; traducción propia).

A nuestro modo de ver esta división tan clara entre postkeynesianos y circuitistas no es tan fácil de establecer. Como se mencionó anteriormente, se puede afirmar que los circuitistas no son una escuela de pensamiento económico. Es decir, no tienen (como los postkeynesianos) aspectos que

⁴ “(a) Most PK authors agree there is a supply curve of Money, but hold that is not vertical (hence the supply is not exogenous) and that is unstable. The supply of money is seen as a function of the interest rate and the aggregate level of income, in parallel to the demand for money [...] Furthermore, banks, considered as firms, decide freely how much credit they distribute [...] Even if competition induces individual banks to lend more than their natural precaution would allow them, money creation is determined by the banking system.
[...] Finally, PK holds that the long-run rate of interest is the central rate which is determined on the financial markets by supply and demand.
(b) By contrast, CA rejects the concept of a supply curve of money, because the supply of money is always determined by demand.
Banks accommodate their credit to the demand from industrial firms; there is no meaningful distinction between supply and demand for money [...]
[...] In CA’s view the short-run rate of interest is the central rate, and it is determined in the banking system, independently of supply and demand and financial markets” [p. 25].

los relacionen además de la idea del circuito monetario⁵ y el enfoque de una economía monetaria de producción. Esto además permite que autores como Piégay y Rochon (2005) presenten a estas dos corrientes cómo análisis complementarios. Según estos autores, en muchas de las explicaciones presentadas por los postkeynesianos se acercan a las explicaciones que hacen los autores desde el circuito monetario. Esto se puede ver, por ejemplo, con respecto a las instituciones financieras. Es decir, el papel que juegan los bancos en la creación del dinero (en tanto que proporcionan crédito), y la fragilidad de estas instituciones que puede conducir a una crisis sistémica, aunque esto se debe a diferentes motivos para cada corriente (Deleplace, *et. al.*, 1996, p. 24).

Entonces, podemos decir que la mayor diferencia que se puede plantear entre estas dos corrientes es la idea de la preferencia por la liquidez⁶ y su papel en la determinación de la tasa de interés, y la oferta monetaria⁷. Es en estos puntos donde la divergencia se hace más clara que en los puntos expresados por Deleplace y Nell (1996)⁸. Para L. Randall Wray (1990) es la preferencia por la liquidez la variable que explica el comportamiento de la tasa de interés, en tanto para los circuitistas ésta es explicada puramente por una decisión exógena dada por el banco central en busca del cumplimiento de sus objetivos, aumentada por un *mark up* para la banca privada. Sobre esto volveremos más adelante.

⁵ Tanto así, que se pueden encontrar dos vertientes, por un lado la corriente francesa y por el otro lado la corriente italiana.

⁶ Davidson (1996) nos dice lo siguiente sobre la liquidez y su relación con la moneda: “The possession of Money or any liquid asset (Davidson; 1982: 34), provides liquidity. Liquidity is defined as the ability to meet one’s nominal contractual obligations when they become due. In an uncertain world where liabilities are specified in terms of money is a valuable choice” (p. 63).

⁷ En palabras de Alain Parguez: “La teoría general del circuito monetario, en tanto teoría positiva del dinero, se opone a hacer de la preferencia keynesiana por la liquidez la expresión del temor a la incertidumbre, al condición de existencia del dinero” (p. 47).

⁸ Por otro lado, en uno de los pocos trabajos en español sobre estas dos corrientes de pensamiento económico y su relación con el marxismo, Sergio Kurczyn (1990) nos presenta una diferenciación entre estas dos corrientes mucho más fuerte a lo propuesto por Deleplace y Nell (1996). Él nos dice que los postkeynesianos abordan la oferta de dinero de manera exógena y los circuitistas de manera endógena. Este yerro en la diferenciación se deba tal vez a la falta de claridad sobre las características distintivas de los postkeynesianos mencionadas anteriormente.

Otro de los aspectos comunes para las dos corrientes es, como ya se mencionó, la forma en que se concibe la oferta monetaria. Es en esto donde los circuitistas tienen una visión bastante clara, en que la oferta monetaria es horizontal y corresponde a toda la cantidad de moneda que pueda requerirse al nivel de la tasa de interés. Es decir, cambios en la demanda monetaria no afectan la tasa de interés y por tanto no afectan la oferta de dinero. En tanto los postkeynesianos, presentan dos visiones al respecto. Una es la visión más cercana a los circuitistas (horizontalistas o acomodacionistas) y otra según la cual la curva de oferta monetaria se presenta con una pequeña pendiente (estructuralistas). Para esta última visión, la tasa de interés afectaría la oferta monetaria en la economía en una visión más dinámica⁹. Entre los autores que nos hablan de estos temas tenemos a Basil Moore (1988, 1996) y Nicholas Kaldor (1970) para quienes la oferta es horizontal¹⁰, lo mismo nos dicen Marc Lavoie (1992) y Graziani (1990), entre otros, los cuales se pueden catalogar como postkeynesianos horizontalistas y circuitistas. Y por otro lado, tenemos quienes sostienen como ya se mencionó que la oferta monetaria no es totalmente horizontal si no que presenta una pequeña pendiente como son Sheila Dow (2006), Wray (1990)¹¹, Thomas Palley (1996) entre otros, que se pueden catalogar como postkeynesianos estructuralistas.

Así, podemos concluir preliminarmente que existen fuertes conexiones entre postkeynesianos y circuitistas en lo relacionado con el objeto de

⁹ Esta discusión ha ocupado varios artículos pero aún, como es de suponerse, no se ha llegado a un acuerdo. Entre estos tenemos a Thomas Palley (1996), Robert Pollin (1996), Giuseppe Fontana (2003).

¹⁰ “The post Keynesian challenge insists in contrast that the money supply should be viewed as endogenous, credit driven and demand determined. The monetary authorities’ power is confined to administering exogenously the supply price of additional bank reserves, which in turns governs the general level of short-term market interest rates. The money supply function should therefore be modeled as horizontal interest space, at the level of interest rates administered by the central bank. The money is an endogenous variable determined by market forces” (Moore, 1996, p. 89)

¹¹ En la nota 2 al final de la introducción de su libro Wray (1990) nos dice lo siguiente: “The primary differences between our analyses are over the shape of the money supply curve and the determination of interest rates. Moore argues that the money supply curve is, quite simply, horizontal at any given interest rate, and the short term interest rate, is set by the central bank. In contrast, I have argued that the money supply curve is upward sloping. While I accept Keynes’s notion that the primary determinant of the interest rate is liquidity preference” (p. xx).

estudio de este artículo: la oferta monetaria y la tasa de interés. Sin embargo, algunas otras caracterizaciones sobre los postkeynesianos y circuitistas que muestran fuertes diferencias entre estos enfoques son acertadamente señaladas por Deleplace y Nell (1996). En particular, si bien las dos corrientes que analizamos presentan grandes similitudes en cuanto al tema de análisis, también se perciben puntos de vista diferentes como diferencias en la forma de abordar los problemas¹². Pero es de destacar, que dentro de estas ‘nuevas’ visiones el punto esencial de partida es asumir que el dinero es endógeno al sistema económico, esto conduce a que en los análisis que se presentan al interior de estas teorías el dinero juegue un papel de vital importancia¹³ pues permite el desarrollo y acumulación en el sistema de producción capitalista (Wray, 1990, p. 288).

Entonces, ¿en qué forma nos ayudan estas corrientes a comprender el proceso de formación de la oferta monetaria en el sistema económico teniendo presente su ya ‘novedosa’ visión de la moneda? Y, ¿qué tan diferentes son los análisis del ‘enfoque circuitista’ y la ‘escuela postkeynesiana’? El objeto de la siguiente sección es presentar una comparación entre estas corrientes frente a la oferta monetaria, y cómo la preferencia por la liquidez juega un papel protagónico a la hora de hablar de la oferta monetaria.

La oferta monetaria y la preferencia por la liquidez

Como se dijo en la sección anterior, estas dos perspectivas tienen lugares comunes en sus análisis, a tal punto, que su diferenciación es algo difusa. Nuestro objetivo en esta sección es analizar las diferentes concepciones sobre la oferta monetaria y poner en evidencia la riqueza del análisis de ambas corrientes. Esta comparación nos permitirá entender mucho mejor los elementos conceptuales que enriquecen el análisis monetario.

¹² Pero contrario a lo sostenido por Kurczyn (1990) no vemos diferencias tan claras en los análisis que las dos corrientes presentan, y en la parte teórica pueden ofrecernos otros puntos de vista sobre los problemas económicos.

¹³ “[...] Post Keynesians and Circuitists have been in the front line to champion the view that money matters. Against the main precepts of orthodox monetary theory, they hold that money is not neutral either in the short or in the long run” (Fontana, 2000, p. 44).

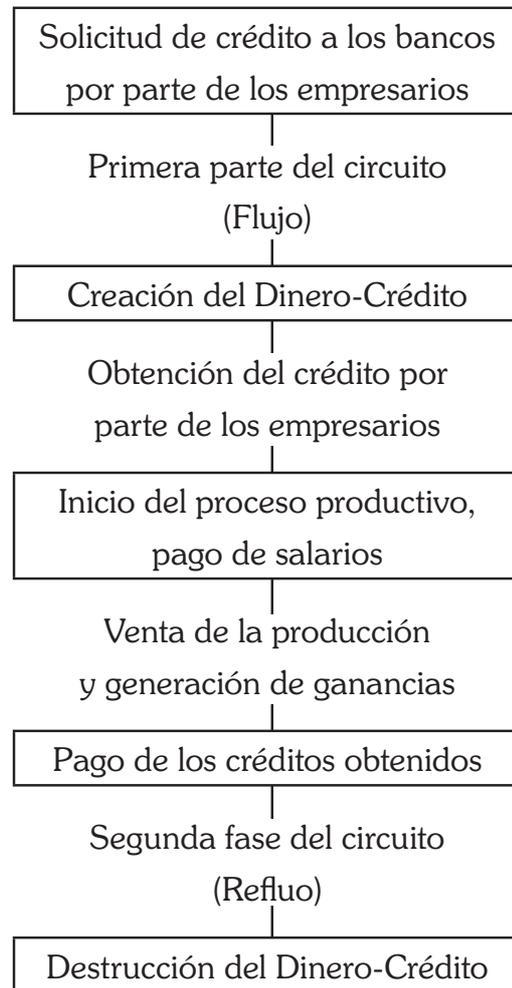
Un primer aspecto en el que convergen tanto postkeynesianos como circuitistas es que son dos de las corrientes en que el análisis es basado en el carácter endógeno de la moneda (Palley, 1996). Para estas corrientes, la moneda no sólo cumple el papel medio de cambio para resolver los problemas de doble coincidencia de necesidades. Su papel va más allá, en el sistema monetario de producción; en éste sistema también sirve como reserva de valor, pues los agentes establecen contratos nominales para blindarse ante la incertidumbre del futuro. Este es el caso de los salarios monetarios que son concertados en el mercado de trabajo entre las empresas y los asalariados (Graziani, 1990). La moneda además cumple un papel fundamental como unidad de cuenta, que es “la unidad en que se denominan las monedas, los precios y los contratos monetarios” (Wray, 1998, p. 56).

Ahora bien, la forma en que el dinero se crea endógenamente y entra en el proceso económico es descrita por estas corrientes a través del sistema de crédito¹⁴. No se supone una moneda anterior a la producción sino simultánea a la producción real, es decir, la moneda es creada por el crédito que se da en la economía a través de las instituciones financieras (acá tenemos a los bancos), a quienes soliciten un crédito (esencialmente a los empresas) para cumplir con sus obligaciones y poder producir, sin la necesidad de tener antes de esto algún depósito (ver Arena, *et. al.*, 1986; Moore, 1988; Arestis, *et. al.*, 1988; Graziani, 1990; Wray, 1990, 1998). El circuito de creación y oferta monetaria se puede expresar como lo muestra la figura 2.1¹⁵.

¹⁴ Ésto es lo que se conoce como credit-driven money supply (oferta monetaria guiada por el crédito). Lo que es una característica importante en el proceso de oferta monetaria de la corriente circuitista y los postkeynesianos horizontalistas.

¹⁵ Debemos aclarar que éste es el esquema más simple del proceso de circulación monetaria, pero recoge en gran medida la idea que está en las dos corrientes que presentamos en este artículo, se han dejado por tanto de lado aspectos del proceso de oferta monetaria que veremos más adelante.

Figura 2.1. Proceso simple del circuito



Este proceso se puede describir de la siguiente manera con el uso de los balances (cuentas T), tanto de bancos, empresas y trabajadores¹⁶.

Tabla 2.1. Primera etapa del circuito

Banca		Empresa	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Crédito			Crédito
	Depósito		

¹⁶ Esta parte está muy resumida y se presentan las ideas esenciales del proceso, para una descripción más completa de este proceso ver Moore, 1988; Graziani, 1990; Wray, 1990; Parguez, 2005; Febrero, 2001.

Estos dos balances nos representan los activos y pasivos tanto para los bancos como para las empresas. En la primera etapa del circuito, las empresas solicitan a la banca un crédito por una determinada cantidad que le permita iniciar el proceso productivo, es así como el crédito solicitado es otorgado por la banca, la cual crea el dinero *Ex nihilo*, el cual es un depósito que aparece en el pasivo del balance del banco. Éste se convierte al mismo tiempo en un pasivo para el balance de la empresa, y en un activo para el balance del banco¹⁷. Es de destacar que en esta parte todo el crédito solicitado por las firmas es prestado por la banca, es decir, se puede ver una especie de Ley de Say, donde toda la demanda de crédito crea su oferta (Vázquez, 2007; Febrero, 2001). Luego de esto tenemos la siguiente etapa:

Tabla 2.2. Segunda etapa del circuito

Empresa		Trabajador	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Consumo	Crédito	Depósito	

En la segunda etapa del circuito tenemos el pago de salarios por parte de las empresas a sus trabajadores (un depósito a estos), es decir, el crédito es destinado al pago de sus obligaciones. Este pago pasa a ser un activo en el balance de los trabajadores, y continúa siendo un pasivo para las empresas y un activo para la banca. Es en esta etapa donde se inicia el proceso productivo.

Tabla 2.3. Tercera etapa del circuito

Trabajador		Empresa	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
(+) Depósito (-) Consumo		(+) Consumo (+) Ingreso	(-) Crédito

¹⁷ “Let us be careful to distinguish money from credit. Credit is basically the loans that banks grant to firms, and eventually to households. These loans appear on the asset side of the balance sheet of banks. From the point view of the banks, these credits to firms are financial assets. Money appears on the liabilities of the banks are the deposits owned and held there by households or firms” (Lavoie, 1992, p. 153)

En la tercera etapa del circuito, se tiene el proceso donde las firmas llevan su producción al mercado y realizan las ventas. Aquí se tiene por el momento un supuesto de tipo kaleckiano, como es el que los trabajadores gastan todo su ingreso (salario) en la compra de los productos producidos por las empresas (consumo), es por esta razón que en el balance de los trabajadores está en ceros. Gracias a este proceso, las empresas obtienen unos ingresos que hacen parte ahora de sus activos, y continúan con el pasivo obtenido por el crédito. En esta parte cabe aclarar que los autores del circuito plantean como nos lo presenta Cartelier (1995) que:

“La identidad entre compras y ventas (en el sentido estricto) gobierna el circuito de la economía monetaria: la Ley de Say según Schmitt. Pero esta ley deja abierta que la posibilidad de venta de los excedentes sea exactamente compensados por la compra de excedentes”¹⁸ (p. 123; traducción propia).

Lo anterior nos permite ver que en esencia no se presentan excedentes en este modelo simple de circulación, es decir, toda la producción se realiza en el mercado¹⁹. Pasamos entonces a la cuarta y última etapa del circuito.

Tabla 2.4. Cuarta etapa del circuito

Empresa		Banca	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
(+) Consumo (+) Ingreso	(-) Crédito	(+) Crédito (+) Cancelación	(-) Depósito

Es en esta cuarta etapa donde se da la destrucción del dinero creado, los ingresos obtenidos por las empresas son (en este, el caso más simple) iguales a el crédito otorgado por los bancos. Entonces, cuando las firmas

¹⁸ “L'identité des achats et des ventes (au sens strict) gouverne le circuit de l'économie monétaire: c'est la loi de Say selon Schmitt. Mais ceci n'est qu'une loi globale qui laisse la possibilité de ventes excédentaires compensées exactement par des achats excédentaires” (p. 123).

¹⁹ En un esquema más complejo se presentan los desequilibrios en el sistema, estos se dan cuando las empresas no venden toda su producción en el mercado, esto hace que los créditos adquiridos en la primera etapa no sean totalmente saldados con los ingresos que adquieren por sus operaciones en el mercado. Entonces, para saldar estos créditos las firmas deben solicitar un nuevo crédito para cancelar el anterior y para continuar la producción, es decir, deben solicitar una reliquidación de su deuda.

cancelan sus pasivos (Crédito) con los bancos, los cuales se contabilizan en los activos de los bancos (Crédito), con los ingresos obtenidos a través de un depósito, los balances de los dos se igualan a cero. Es decir, tanto los activos como los pasivos de la empresa y la banca se igualan y el dinero creado se destruye. Entonces para iniciar de nuevo el proceso de producción se realiza de nuevo el mismo proceso²⁰. Es por esto que podemos describir el proceso simple de la circulación monetaria como el flujo y el reflujo del dinero, o la creación y la destrucción del mismo.

Esto lo hace diferenciar del modelo de oferta monetaria exógena, donde el proceso de producción e intercambio se da sin la existencia previa de dinero a través del trueque, es como lo dice Schumpeter un análisis real. La forma en que la moneda entra al sistema para evitar la doble coincidencia y mediante la decisión de la autoridad monetaria (el banco central) quien desde esta perspectiva controla la cantidad de reservas y la oferta de moneda, las instituciones financieras (la banca comercial) acá cumplen el simple papel de intermediarios, es decir, las decisiones de estas instituciones no afectan la oferta de dinero, pues en este tipo de análisis el crédito que éstas proporcionan se determina dependiendo del nivel de depósitos existente. La oferta monetaria desde esta visión es perfectamente inelástica a la tasa de interés (la cual se puede representar en un plano cartesiano que represente el espacio tasa de interés y oferta de dinero como una línea vertical) e independiente de la demanda de dinero, en resumen, en el proceso de oferta monetaria no importa la interacción de los agentes que intervienen en ésta.

Contrario a esto, se puede ver que en el modelo de oferta de moneda endógena, la producción como ya se mencionó se da de manera simultánea a la producción, y el trueque no es una posibilidad, se ocupa de un análisis monetario. También este modelo permite ver la interacción que hay entre los agentes que intervienen en el proceso, es decir, acá la oferta no se muestra como la simple decisión de un único agente. Por esta razón, la oferta monetaria acá no es independiente a la demanda de dinero, pues ésta se da, como se vio en el esquema anterior, cuando alguna firma solicita el crédito. A este tipo de oferta Wray (1998) la denomina el

²⁰ Este proceso se repite en el sistema de producción capitalista, es decir, no se lleva a cabo una sola vez en la economía. Es un sistema en constante déficit.

negocio bancario (p. 268), lo cual resalta el hecho que la banca comercial no es un simple intermediario, sino un elemento de vital importancia a la hora de darse la oferta monetaria e introducir la moneda en el sistema. Además esto nos explica por qué moneda-crédito es la esencia del sistema económico capitalista (o mejor de una economía monetaria), es decir, el sistema de producción capitalista se desarrolla gracias a la implementación del crédito²¹.

Podemos definir después de esto de manera general al dinero como²²:

“... una partida en un balance contable, o una unidad de cuenta, el cual financia un flujo de gasto. Ésta es creada como una transferencia de poder de compra desde el futuro al presente, y puede ser guardada en un mundo incierto como en uno seguro para cumplir con compromisos de pago esperados o inesperados, pues es generalmente reconocida como poder de compra y universalmente como medio para la cancelación de deudas”²³ (Wray, 1990, p. 13; Traducción propia).

Se puede ver cómo por medio de este esquema de análisis es posible comprender la manera en se lleva a cabo el proceso de producción. Es claro igualmente cómo para este proceso es de vital importancia contar con un sistema financiero desarrollado el cual interviene de forma activa

²¹ “A credit money economy will have the following characteristics: 1. The existence of legally enforceable contractual agreements, which permit the sharing of uncertainty between economics agents. 2. The existence of spot and futures markets for real goods and financial assets. Owing to different transactions, search, and information costs (moral hazard) these markets will be developed differently, depending on the value and heterogeneity of the traded commodity. 3. The existence of a clearing mechanism for private credit instruments, which permits demand deposits to operate as a medium of exchange. In the future this will be largely electronic. 4. The requirement that the monetary and financial system have the “confidence” of economics agents. This presupposes the existence of a central bank as the residual provider of liquidity” (Moore, 1988, pp. 20-21).

²² También es útil la definición que nos presenta Lavoie: “Let us be careful to distinguish money from credit. Credit is basically the loans that banks grant to firms, and eventually to households. These loans appear on the asset side of the balance sheet of banks. From the point view of the banks, these credits to firms are financial assets. Money appears on the liabilities of the banks are the deposits owned and held there by households or firms” (1992, p. 153)

²³ “... a balance sheet item, or a unit of account, which finances a flow of spending. It is as one transfers purchasing power from the future to the present, and can be held in an uncertain world as insurance to meet expected and unexpected payment commitments because it is the generally recognized form of purchasing power and the universally recognized means of retiring debts” (Wray, 1990, p. 13).

en el proceso de oferta monetaria. A diferencia de la visión dominante donde el sistema financiero no es de importancia, ya que son simples intermediarios, y el único actor importante es la autoridad monetaria, esto se debe a que al hacer un análisis real donde los mercados se desarrollan antes que el dinero, la importancia de las instituciones financieras se ve minimizada pues la explicación que se da éstas también es en términos reales, lo cual deja por fuera cualquier importancia de la moneda y el papel que éstas cumplirían en el proceso.

Pasemos ahora basados en este sencillo esquema a considerar de manera más completa el proceso de oferta monetaria desde las perspectivas postkeynesianas y circuitistas, considerando el papel que cumple en cada una de estas corrientes la tasa de interés y la preferencia por la liquidez.

Postkeynesianos y la visión estructuralista de la oferta monetaria

Como se mencionó anteriormente, en los postkeynesianos podemos encontrar dos formas de concebir cómo se introduce la oferta monetaria en el sistema. En este apartado revisaremos la visión de este proceso en los postkeynesianos estructuralistas.

De manera general, podemos caracterizar al enfoque postkeynesiano estructuralista como aquel que cumpla con las características expuestas por Dow (2006):

“Los rasgos fundamentales de lo que hemos identificado anteriormente como el enfoque postkeynesiano estructuralista de la oferta monetaria endógena pueden resumirse en los siguientes:

1. La oferta de moneda no es totalmente determinada por las autoridades monetarias.
2. El dinero entra sustancialmente (aunque no exclusivamente) a través del mercado de crédito.

Otros rasgos del enfoque pueden resumirse en los siguientes:

3. Las autoridades ejercen una influencia sobre las condiciones monetarias por:
 - Fijar la tasa de interés sobre el préstamo de reservas

- Desalentar el préstamo bancario de reservas ('frown cost')
 - Usar las operaciones de mercado abierto para manipular las tasas de mercado.
4. Los bancos también pueden influenciar las condiciones monetarias por:
- Influnciar en la tasa fijada por el banco central
 - Influnciar en la tasa de créditos y depósitos (en la cual la estructura monopolística del mercado y la preferencia por la liquidez son muy importantes)
 - Innovar en la evasión de los préstamos de reservas y el aumento de capital.
5. La endogenidad estructural ayuda a explicar:
- La interacción entre moneda endógena y preferencia por la liquidez
 - La inestabilidad financiera/las crisis financieras
 - Los desarrollos monetarios como endógenos al, y activos dentro del, proceso económico.
6. Estas explicaciones son contingentes sobre los arreglos estructurales particulares en lugar y en contexto (de lugar y tiempo)"²⁴ (pp. 38-39; traducción propia).

²⁴ "The key features of what we have identified above as the post-Keynesian approach to money supply endogeneity can be summarized as follows:

1. The money supply is not fully determined by the monetary authorities.
2. Money comes into being substantially (though not exclusively) through the credit market. The main additional features of the structuralist approach can be summarized as follows:
3. The authorities do exert an influence on monetary conditions by:
 - setting the interest rate on borrowed reserves
 - discouraging banks' borrowing of reserves ('frown costs')
 - using open market operations to manipulate market rates.
4. The banks also influence monetary conditions by:
 - influencing the rate set by the central bank
 - influencing both loan and deposit rates (in which both oligopolistic market structure and liquidity preference play a large part)
 - innovating to avoid borrowing reserves and raising capital
 - setting the conditions for credit supply.
5. Structural endogeneity helps to explain:
 - the interactions of endogenous money and liquidity preference
 - financial instability/financial crises
 - monetary developments as endogenous to, and active within, the economic process.
6. These explanations are contingent on the particular structural arrangements in place in particular contexts (of time and place)" (pp. 38-39).

Podemos observar dentro de las características que nos ofrece Dow el papel activo de los bancos en la oferta monetaria y la importancia de la preferencia por la liquidez²⁵. Si bien la forma en que se crea el dinero-crédito es fundamentalmente de la misma manera como se presentó anteriormente, es decir, sigue el modelo del circuito monetario. En esta perspectiva el proceso de oferta monetaria tiene algunos aspectos que no se mencionaron anteriormente como son el papel del banco central, la tasa de interés y las reservas.

Entonces, cuando el proceso de circulación monetaria aparece un poco más complejo. Podemos ver el papel que juegan los bancos centrales, el por qué de las reservas, y la esencia de la visión estructuralista en los postkeynesianos. Como se mostró más arriba, la banca crea el dinero *vis à vis* gira el crédito a las firmas, ahora bien si se tiene un sistema con un solo banco el potencial de crédito de éste será ilimitado, es decir, el banco no será insolvente pues todo el mercado utiliza el mismo banco (Arestis, *et. al.*, 1988). Pero en un sistema con más de un banco comercial en el mercado se hace necesaria la presencia de un ente que regule la interacción entre las entidades financieras, es decir, sirva como banco de los bancos al proporcionarles la unidad de cuenta. En otras palabras, el banco central desempeña su papel²⁶ actuando:

“... como un tercero con respecto a los pagos recíprocos entre los bancos individuales. Para que un banco pueda hacer pagos a otro, debe disponer de la cantidad necesaria de billetes o crédito del Banco Central, bien sea en forma de billetes ofrecidos previamente y mantenidos como reservas, o bien en forma de créditos *stand by* del Banco Central” (Arestis *et. al.*, 1988, p. 79).

²⁵ Recordemos que: “Liquidity preference is a preference for assets to greater liquidity. It can be measured by the premium required to induce someone to exchange a liquid asset for an asset with less liquidity” (Wray, 1990, p. 16)

²⁶ Dow nos dice lo siguiente sobre el papel del banco central: “Central banks historically have been in a position to take the macro view of banking. They have thus evolved a range of practices designed to ensure the prudence of the banking system in order to ensure financial stability, and thus perpetuate the acceptability of bank deposits in payment. Thus the lender-of-last-resort facility arose as one element of the structure of regulation and monitoring of banks (as well as managing the payment system and the foreign exchanges). Central banks were thus able to sustain the confidence in banks’ liabilities as money without which the whole financial, and economic, structure would collapse” (2006, p. 43).

Por lo tanto, las reservas serán las obligaciones de las entidades financieras con el banco central y mostrarán la capacidad de crédito que pueden ofrecer al segmento de mercado que atiendan. El precio al que la banca comercial accede al crédito que proporciona el banco central será pues la tasa de interés monetaria de corto plazo que establezca éste. Y es ante esta tasa de interés que la banca comercial (o las entidades financieras) fijan su tasa de interés (o el precio que el público paga por el crédito que la banca proporciona), que consiste como ya se había mencionado en un *mark up*²⁷ sobre la tasa de interés del banco central.

La manera cómo se fija la tasa de interés desde esta perspectiva es lo que conduce a la diferenciación con los horizontalistas y con el ‘enfoque circuitista’. Si bien la tasa de interés es fijada por el banco central, ésta no sólo responde a un objetivo de política de la autoridad monetaria, sino que también responde a las señales del mercado (como la preferencia por la liquidez), es decir, se presenta una interacción entre las autoridades monetarias y el mercado²⁸. Pues como nos lo dice Pollin (1996):

“El papel del banco central es obviamente importante. Sin embargo, las fuerzas del mercado son también importantes, [...], pues el ambiente institucional puede: (i) incrementar la capacidad de préstamo aumentando la tasa de interés [...]; y (ii) contrarrestar la presión en el alza de la tasa de interés a través de innovaciones financieras lo cual permite un mayor incremento en la velocidad sin un aumento en la tasa de interés equivalente”²⁹ (p. 500; traducción propia).

Ante esto, siguiendo a Wray (1998), la tasa de interés que puede controlar el banco central es la de muy corto plazo (*overnight*) con la cual el banco central puede intervenir en las reservas que se pondrán a disposición de la banca comercial. El banco central cumple entonces el papel de prestamista de última instancia; esto para evitar las crisis financieras por iliquidez en

²⁷ Este *mark up* presenta dos elementos: i) la estructura de oligopolio en el sector financiero, y por tanto el poder de mercado de cada entidad; ii) la percepción de riesgo sobre el préstamo que tiene la banca.

²⁸ Ver Luiz Rodrigues, 2003; Fontana, 2003.

²⁹ “The role of the central bank is obviously important. However, market forces are also important, [...], because the institutional environment can (i) increase lending capacity raising interest rates [...]; and (ii) counteract this upward interest rate pressure through financial innovation which allows further increases in velocity without equivalent interest rate increases” (p. 500)

el sistema. Entonces, mediante las intervenciones en la tasa de interés de muy corto plazo afecta el comportamiento del mercado³⁰, es por esto que la estructura del sistema financiero es de vital importancia para esta visión, no sólo es un proceso dado de pasos sino que se renueva endógenamente ante cualquier cambio que se presente por parte del mercado.

Pero, ¿por qué la preferencia por la liquidez es importante para los estructuralistas, si bien lo que se ha presentado hasta el momento no muestra cómo actúa esta variable y su importancia para el análisis? La respuesta simplemente nos lleva a la caracterización presentada anteriormente sobre los fundamentos de la teoría postkeynesiana y la importancia en ésta de la incertidumbre. Al ser esta una característica esencial del sistema económico la banca no está exenta de tener incertidumbre, y al ser buscadores de renta se enfrentan a un *trade off* entre rentabilidad y liquidez (Rodrigues, 2003), contrario a lo que se vio en el proceso de circulación donde el crédito que se solicitaba se concedía, acá vemos una banca activa que no se acomoda totalmente a la demanda de crédito que se presente.

En otras palabras, en un diagrama cartesiano que represente al espacio tasa de interés y la oferta de dinero-crédito la función de oferta se puede representar como una línea casi horizontal con una pendiente positiva. La idea detrás de esta representación es una alta inelasticidad a la tasa de interés de la oferta de dinero-crédito. El hecho de que ésta no sea completamente inelástica, es decir que tenga una leve pendiente positiva, se debe a que, la banca no se acomoda a toda la demanda de crédito puesto que a mayores montos de crédito el riesgo es creciente. Pero, la banca tampoco controlaría completamente la oferta de crédito de manera unilateral y su objetivo será prestar la mayor cantidad posible de dinero a una tasa de interés dada, limitándose solamente por su percepción del riesgo.

Tenemos entonces, desde esta perspectiva un análisis más rico en cuanto la forma en que el proceso de oferta monetaria toma lugar en el sistema económico. Vemos pues que la preferencia por la liquidez afecta

³⁰ “The nominal rate of interest administered by a central bank depends both on its policy goals and on the state of the economy. Endogenous market forces combined with the authorities’ reaction function determine the limits within which central banks will exogenously vary nominal interest rate” (Moore, 1988, p. 265)

las decisiones que toman tanto el banco central, la banca comercial y el público. Por tanto, tenemos una moneda endógena al sistema de producción que entra al sistema como lo presenta el circuito monetario, y también una tasa de interés exógena determinada por la autoridad monetaria *Ex ante* al proceso de producción y la cual persigue cumplir objetivos políticos. Y que se sigue determinando después teniendo presente la preferencia por la liquidez que tenga el banco central, transmitiendo esto a la banca comercial.

Veamos ahora la forma en que analizan la oferta monetaria desde la visión horizontalista de los postkeynesianos.

Postkeynesianos y la visión horizontalista de la oferta monetaria

Como en el caso anterior, en esta perspectiva también se sigue la forma general del circuito, es decir, continuamos con el crédito como creador de la moneda. Y también como en el caso de los postkeynesianos estructuralistas tenemos un análisis más completo de la forma en que se da la oferta monetaria y el papel que juega en esto la tasa de interés y el banco central.

Podemos identificar como las principales características de esta perspectiva a lo siguiente³¹:

1. El banco central cumple un papel acomodacionista al proveer las necesidades en reservas de la banca comercial.
2. La tasa de interés es la variable exógena controlada por la autoridad monetaria.
3. La preferencia por la liquidez no juegan ningún papel esencial.

Como vemos, contrario a lo que distingue el análisis estructuralista de la oferta monetaria en los horizontalistas la preferencia por la liquidez no es una característica en su análisis para entender este proceso en el sistema económico. Aunque de la misma manera que en los estructuralistas el proceso de oferta monetaria involucra al banco central, la banca comercial

³¹ Para ver una caracterización de esta perspectiva véase Rodrigues (2003).

y el público. Desde esta perspectiva la estructura del mercado y su cambio ante las decisiones de los agentes no se tiene presente, en otras palabras, el cambio en la estructura del mercado no es relevante.

Entonces, de nuevo el banco central cumple la función de servir como garante para la banca comercial pero con la siguiente característica:

“El banco central tiene un rol acomodadizo, proporcionando las reservas requeridas por los bancos [comerciales], incluso a una tasa de redescuento punitiva. Como prestamista de última instancia él se fija en la salud del sistema financiero y, por esto, él tiende siempre a acomodarse a las necesidades de reservas de los bancos cuando estos no disponen de reservas suficientes. Por lo tanto, **no existe ninguna restricción cuantitativa en cuanto a las necesidades de reservas de los bancos**”³² (Rodrigues, 2003, p. 330; traducción propia).

Así, se pone en evidencia que el banco central cubrirá cualquier necesidad de reservas de la banca comercial sin que medie la preferencia por la liquidez en las decisiones que toma. Es decir, en esta perspectiva su papel es pasivo frente a la demanda, de la misma manera la banca comercial es pasiva frente a la demanda de crédito. Su función es ser el garante de la liquidez última, el prestamista de última instancia. Su lógica es entonces institucional y no puramente de maximización del beneficio privado. Así, como “[...] el trabajo de un banco central es mantener una perfecta elasticidad de la oferta monetaria”³³ (Moore, 1988, p. 216), entonces, el trabajo del banco comercial será brindar todo el crédito que les demanden.

La manera en que se regula el crédito bancario en esta visión para evitar problemas de liquidez, será a través del precio que pagan los bancos comerciales por las reservas, es decir, la tasa de interés (de corto

³² **“O banco central tem papel acomodaticio, fornecendo as reservas requeridas pelos bancos**, mesmo que seja a uma taxa de redescuento punitiva. Como emprestador de última instância ele zela pela saúde do sistema financeiro e, por isso, ele tende sempre acomodar as necessidades de reservas dos bancos quando estes dispõem de reservas insuficientes. Por isso, **não existe nenhuma restrição quantitativa quanto às necessidades de reservas dos bancos**” (Rodrigues, 2003, p. 330).

³³ Traducción propia de: “[...] a central bank’s job is to maintain a perfectly elastic money supply” (Moore, 1988, p. 216).

plazo) que fija el banco central, la cual es fijada de manera exógena por el banco central, como lo es también en los estructuralistas. Pero esto no es totalmente convincente pues si bien la tasa de interés es punitiva para evitar problemas en el sector financiero al ser como lo dice Moore (1988) fijadores de precio (del dinero-crédito) y tomadores de cantidades (de demanda por crédito) el papel de la tasa de interés no afectaría el comportamiento de los agentes, porque no hay límite a las reservas que estos soliciten, esto es por teoría.

En resumen, la idea general sobre el proceso de oferta monetaria en los horizontalistas como en los estructuralistas es similar, si no el mismo. La diferencia importante que es de destacar es la ausencia de la idea de la preferencia por la liquidez, en el análisis horizontalista pues para esta perspectiva: “La preferencia del público por mantener dinero no juega ningún papel [...]”³⁴ (Lavoie, 1992, p. 193). Pero esto significa dejar de lado una de las principales ideas aportadas por Keynes, y no tener presente la incertidumbre en el sistema económico como se mencionó anteriormente. Esto conduce a que al no presentarse la idea de la preferencia por la liquidez, los bancos no racionen el crédito por la disyuntiva entre rentabilidad y liquidez, entonces, el papel de los bancos comerciales en el proceso de oferta monetaria no es activo.

Por lo tanto, la oferta monetaria horizontalista será en el plano cartesiano de tasa de interés y moneda-crédito una línea totalmente horizontal, es decir, perfectamente elástica a la tasa de interés (Moore, 1988; Wray, 1998; Fontana, 2003; Rodrigues, 2003).

Con estas dos versiones sobre el proceso de oferta monetaria veamos ahora el por qué los circuitistas se asemejan a los postkeynesianos horizontalistas (o acomodacionistas).

Circuitistas como postkeynesianos horizontalistas

El ‘enfoque circuitista’ como lo hemos identificado en este artículo, cuenta con varias versiones pero todas siguen el proceso descrito más arriba con respecto a la formación de la oferta monetaria y al papel del

³⁴ Traducción propia de: “The preference of the public for holding money does not play any role [...]” (Lavoie, 1992, p. 193)

sistema bancario jerarquizado en la formación de ésta. Si bien como en el análisis postkeynesiano los circuitistas tienen una visión más compleja del proceso de oferta monetaria, pues comparten un aparato conceptual de análisis, como es el circuito monetario. Asimismo, es interesante ver que sus análisis exhiben diferencias en cuanto a cómo se da el proceso de oferta de dinero-crédito, es por esto que se perciben elementos diferenciadores en el papel que le dan unos y otros a los agentes e instituciones que participan en este proceso, en otras palabras, se evidencian elementos más ricos en los postkeynesianos que en los circuitistas. De igual forma, podemos decir que el método de análisis del 'enfoque circuitista' se aparta de la 'teoría postkeynesiana', pues los circuitistas rechazan la idea de oferta y demanda de mercado para analizar el sistema económico, contrario a los análisis utilizados desde la perspectiva postkeynesiana quienes no rechazan del todo estas ideas. Debido a esto, el análisis presentado por los circuitistas aparece como un flujo monetario y de producción.

En los circuitistas se deben rescatar las siguientes características:

1. La moneda fundamentalmente es medio de pago y no funciona como reserva de valor
2. La oferta monetaria está determinada por la demanda de crédito
3. Existe una oposición a la preferencia por la liquidez
4. La tasa de interés es una variable exógena controlada por el banco central

En esta perspectiva, si bien se pone de manifiesto el papel de primera línea que tienen en la oferta monetaria los bancos comerciales, podemos decir que se ven coartados a provisionar el crédito a las firmas que acudan ante ellos para la obtención del mismo pues su papel de intermediación no es activo. Como lo presenta Parguez (2006):

“Los bancos tienen por único objetivo la acumulación de riqueza neta para el gasto de su ganancia neta. Como ellos no son productores, por esencia no pueden más que gastar en activos financieros” (p. 52)

Su actividad de realizar funciones en el mercado financiero lo cual conlleva a la poca actividad en el manejo del crédito que concede

a las firmas, similar a lo que ocurre en la perspectiva postkeynesiana horizontalista. Al no ser desde la perspectiva circuitista la preferencia por la liquidez una actitud de la banca frente al control del crédito ésta influye de manera mínima en el proceso de oferta monetaria. Pues como ya se dijo, la banca comercial fija un *mark up* sobre la tasa de interés fijada por el banco central la cual es, como en el caso horizontalista de los postkeynesianos, considerada una variable exógena debido a las siguientes razones:

“Se deducen, así, tres proposiciones que explican la perfecta exogenidad de la tasa de interés:

- la tasa de interés proviene de la acumulación deseada por los bancos. Suponiendo constantes todas las variables entonces el crecimiento de la tasa deseada de acumulación financiera ocasionará el aumento de la tasa de interés;
- la banca central controla los costos financieros de los bancos y sus reservas, pero sobre todo el gravamen para el capital líquido. Manteniendo constantes todas las variables, el aumento de la tasa de interés del banco central arrastra a la tasa de interés general a fin de garantizar la misma tasa de acumulación. Si permanecen todas las variables constantes, la banca central baja su tasa, la tasa de interés general no desciende si la tasa deseada de acumulación no aumenta;
- para una misma tasa deseada de acumulación bancaria, todo aumento de la preferencia por la liquidez de ahorro ocasiona un incremento de la tasa de interés. Esto provoca el aumento de los costos financieros de los bancos, y ellos hacen que la banca central tenga temor a un riesgo mayor de inflación futura, al tener lugar un desatesoramiento. La banca central se convence de que debe establecer una remuneración más elevada para prevenirla” (Parguez, 2005, pp. 53-54).

Se puede concluir entonces que la preferencia por la liquidez no va más allá en estos análisis que la decisión de los empresarios entre mantener ahorro o no, pero no afecta la decisión en cuanto a la decisión de otorgar crédito, la preferencia por la liquidez no se presenta en este análisis pues como nos lo dice Fontana (2000): “[...] la incertidumbre no entra en la idea general o es considerada inconsistente con la misma noción de dinero”³⁵(p. 28). Y similar al caso horizontalista tenemos que:

³⁵ Traducción propia de: “[...] uncertainty does not enter into the overall picture or is considered inconsistent with the very notion of money” (p. 28)

“El principal objetivo de los bancos comerciales es hacer ganancias garantizando el crédito (a su tasa de interés privada), pero el banco central es responsable de que el sistema de pago continúe, determinando la tasa de interés monetaria”³⁶ (Bauvert, 2004, p. 44; traducción propia).

En breve, con respecto a la oferta de dinero-crédito los circuitistas y los postkeynesianos horizontalistas están muy cerca en sus análisis de la forma en que la banca y el banco central actúan y en la forma en que obvian la idea de la preferencia por la liquidez, contrario a lo que plantea la perspectiva estructuralista. Esto a nuestro modo de ver da a los postkeynesianos estructuralistas ventaja en su análisis pues la incertidumbre se tiene presente. Lo anterior también nos permite ver cómo la acción activa del banco central en la determinación de la tasa de interés y la participación activa de la banca comercial (esto para la perspectiva estructuralista) hacen que el proceso de oferta monetaria sea un proceso interactivo entre los diferentes actores de la economía: autoridad monetaria, instituciones financieras y el público³⁷. Lo que se presenta tanto en las perspectivas de la ‘teoría postkeynesiana’ como en el ‘enfoque circuitista’.

Con el fin de entender las implicaciones fundamentales de estas diferencias, analizaremos a continuación cómo es la política monetaria desde las ideas generales que estas corrientes nos ofrecen y de nuevo enfatizar que la distinción que se puede hacer de éstas pasa por la preferencia por la liquidez.

Política Monetaria

Hemos visto cómo las corrientes postkeynesiana y circuitista tienen como base para el análisis de la oferta monetaria el crédito. Y también se ha señalado que sus análisis son similares. Por tanto, la forma en que se pueden diferenciar es a través de la importancia diferenciada que dan a la

³⁶ “Commercial banks aim at doing profits granting credits (private interest), but the Central Bank is responsible of the system of payment perpetuity, determining monetary interest rate” (Bauvert, 2004, p. 44).

³⁷ Si bien en toda esta sección no se mencionó el papel del Estado en el proceso económico la idea general no cambia en gran medida para ninguna de las corrientes presentadas. Para ver un análisis más completo con la intervención del Estado ver: Graziani, 1990; Wray, 1998; Parguez, 2006.

preferencia por la liquidez en sus explicaciones del proceso de oferta del dinero-crédito. En este apartado veremos el funcionamiento de la tasa de interés en estas perspectivas y la diferenciación propuesta más claramente, es decir, la idea de la preferencia por la liquidez como determinante del nivel de tasa de interés.

El proceso de oferta monetaria se da en la interacción entre el banco central, la banca comercial, las empresas y los trabajadores. Si bien se dijo cómo se fijaba la tasa de interés no se mostró sus efectos en el crédito. Se afirmó que el banco central fija la tasa de interés monetaria como una variable exógena de manera *Ex ante* (a la producción y a la circulación monetaria), y con la cual pretende cumplir sus objetivos de política. Luego de esto, la banca comercial por medio de su poder de mercado establece una tasa de interés para sus créditos iguales a la tasa de interés fijada por el banco central más un *mark up*. Ante estas tasas de interés, las firmas quienes han negociado también de manera *Ex ante* los salarios monetarios con los trabajadores solicitan los créditos necesarios para realizar su producción sin la necesidad de tener depósitos. Cuando la banca comercial responde de manera favorable a los créditos solicitados se da la creación *Ex nihilo* del dinero-crédito. Esto se presenta tanto en las versiones postkeynesianas como en la versión circuitista. Cabe destacar que en los postkeynesianos la tasa de interés cumple un papel de distribución pues:

“[...] la tasa de interés es una variable redistributiva [...], dado que las tasas elevadas penalizan tanto a empresas en desarrollo de sus actividades, como a los asalariados por el incremento del desempleo, pero benefician a los que obtienen ingresos de los intereses de sus riquezas” (Piégay et. al., 2005, p. 41).

Entonces, la diferencia en la forma en que se fija esta tasa de interés se relaciona con la noción de preferencia por la liquidez. Si bien dos de las corrientes expuestas no la tienen presente como un elemento fundamental en su análisis, el papel que cumple la preferencia por la liquidez en la fijación de la tasa de interés es importante y se puede ver en el estudio que realizan las entidades financieras para otorgar el crédito solicitado por las firmas, si bien en el caso de los postkeynesianos horizontalistas no reconocen este papel como fundamental pues la restricción de crédito

la realizan los bancos comerciales y estos siempre, como condición de funcionamiento (es decir, un proceso inherente a la banca), lo racionarán a aquellos que estén en capacidad de pagarlo (Lavoie, 1996). Pero esto significa que esta actividad económica se basa en la simple confianza, lo cual como nos lo presenta Kaldor (1970) significa que:

“Las personas en quien se puede “confiar” son, por supuesto, las mismas que tienen “crédito” –el significado original de “crédito” fue simple “confianza””³⁸ (p. 480; traducción propia).

Por tanto, el sistema de oferta monetaria se basaría en la confianza de la banca hacia las firmas (en su promesa del pago total de su deudas), y de éstas hacia el público (en la compra de la totalidad de su producción). Pero esta visión fundada en la confianza no permite en sí un papel activo a la banca pues ella también confiaría en el banco central y su papel como prestamista de última instancia. Y si bien este papel es fundamental, debemos recordar que las instituciones financieras son ante todo firmas en busca de beneficios, y deben basar sus decisiones más allá de la confianza. Es en este plano donde la preferencia por la liquidez juega su papel, es decir, como catalizador de las decisiones de los agentes que interactúan en el sistema económico.

Es por esto que, como vimos anteriormente, los estructuralistas apoyan gran parte de su análisis en la preferencia por la liquidez, pues el banco central, si cumple su función como prestamista de última instancia, al fijar su tasa de interés afecta las tasas de interés de la banca comercial, y ésta a su vez las decisiones de las firmas y del público. Es decir, si bien su análisis se da en el corto plazo, es de un lapso más largo respecto a la visión horizontalista y circuitista, pues tiene presente el efecto de sus decisiones en el resto del sistema. Fontana (2003) enfatiza el hecho de la temporalidad en la visión de las perspectivas postkeynesianas.

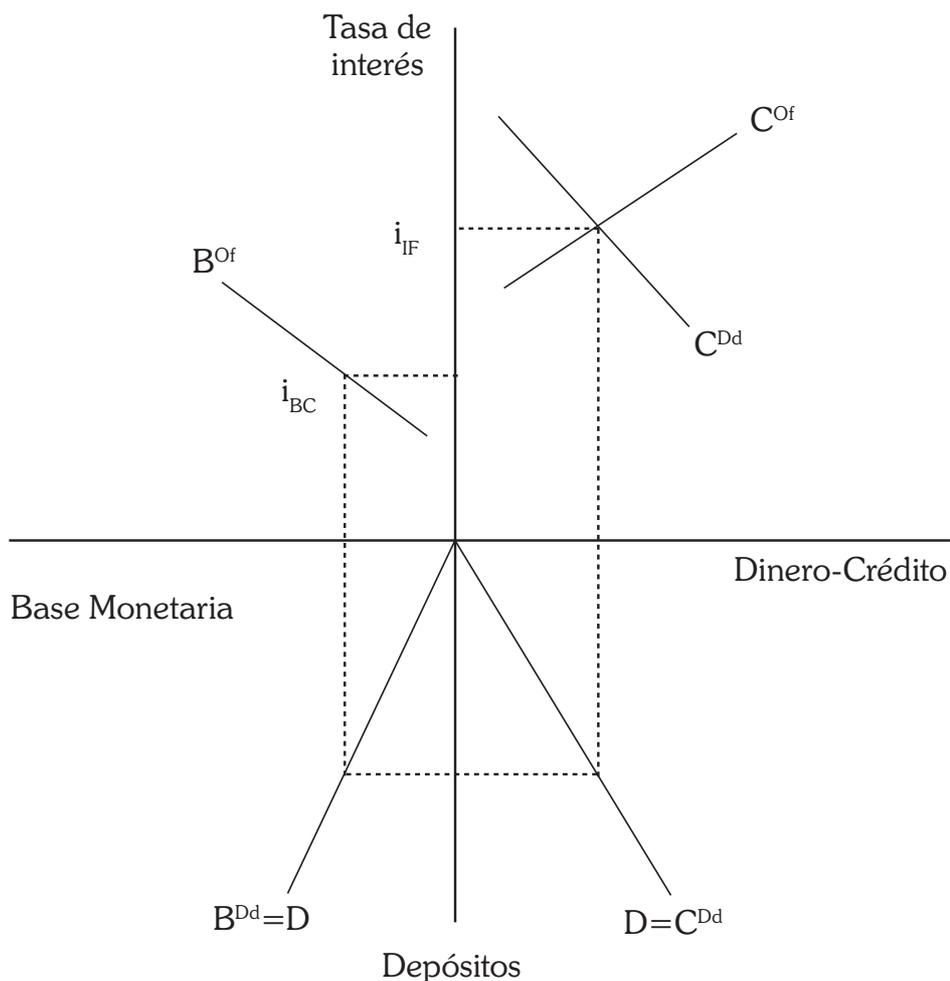
Gráficamente podemos describir el proceso de oferta monetaria basándonos en los análisis de Palley (1996) y Fontana (2003), por medio de un gráfico de cuatro cuadrantes. En donde los cuadrantes representan lo siguiente: en el cuadrante superior izquierdo tenemos la oferta de

³⁸ “People who can be “trusted” are, of course, the same as those who have “credit” –the original meaning of “credit” was simply “trust”” (p. 480).

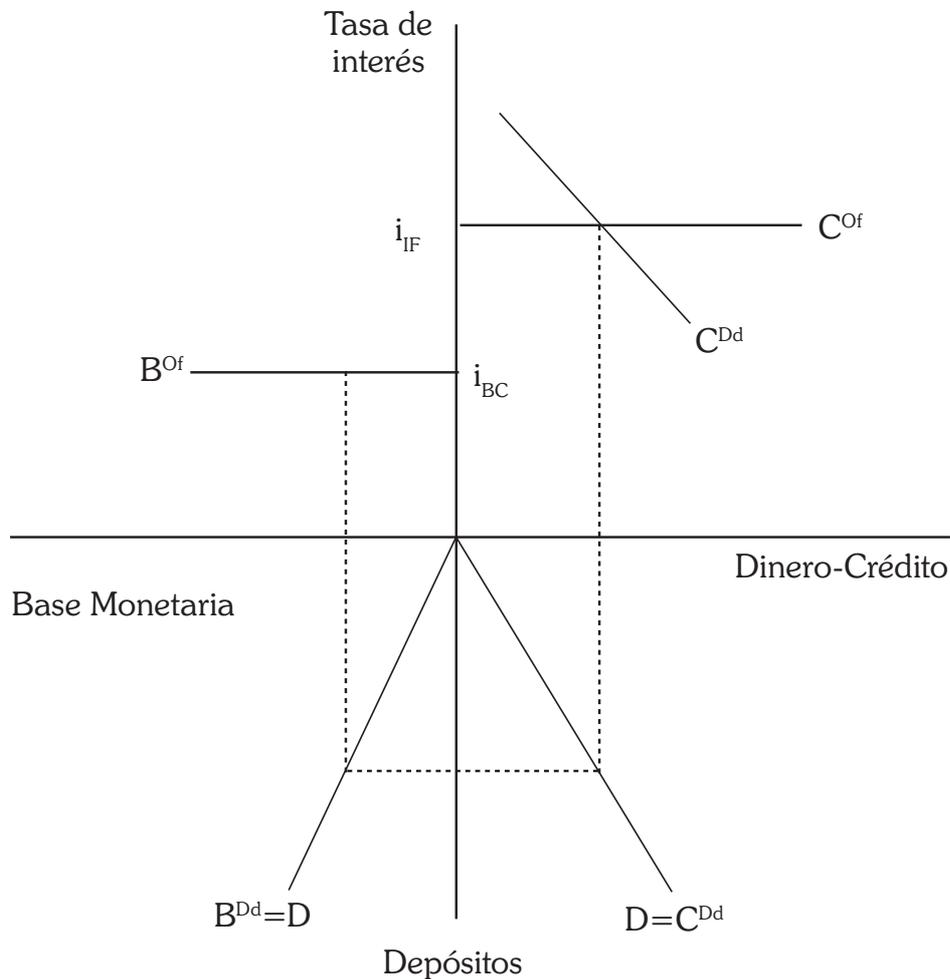
reservas que hace el banco central a la tasa de interés fijada por él; luego en el cuadrante superior derecho está la oferta de dinero-crédito de la banca comercial a la tasa de interés dada por ellos; en el cuadrante inferior derecho se muestra la igualdad entre los depósitos y el crédito creado, lo cual permite el flujo y reflujo monetario; y por último, en el cuadrante inferior izquierdo las reservas necesarias para responder al nivel de depósitos que se tiene (recordemos que los depósitos son obligaciones para la banca), y que se dan en el proceso de circulación monetaria. Es decir, en las gráficas se describe el proceso de la creación endógena del dinero, tanto para los postkeynesianos como para los circuitistas.

A continuación presentaremos la representación de la oferta monetaria para la corriente postkeynesiana estructuralista en la gráfica 3.1 y para las corrientes horizontalista y circuitista en la gráfica 3.2.

Gráfica 3.1. Visión Estructuralista



Gráfica 3.2. Visión Horizontalista-Circuitista



Donde:

i_{BC} es la tasa de interés fijada por el banco central;

i_{IF} es la tasa de interés fijada por la banca comercial, la cual es igual a la tasa de interés del banco central i_{BC} más un *mark up*,
 $i_{IF} = i_{BC}(1+m)$;

C^{Of} es la curva de oferta de dinero-crédito;

C^{Dd} es la curva de demanda de dinero-crédito;

$D=C^{Dd}$ es la condición de igualdad entre depósitos y demanda de dinero-crédito;

B^{Of} es la oferta de la base monetaria;

B^{Dd} es la demanda de la base monetaria.

Podemos ver en la gráfica 3.1 los cuatro cuadrantes mencionados anteriormente. En el cuadrante superior izquierdo tenemos una oferta de reservas inelástica a la tasa de interés fijada por el banco central: la reservas no se acomodan totalmente a la tasa de interés del banco central. De manera similar, en el cuadrante superior derecho tenemos la oferta de dinero-crédito la cual es inelástica a la tasa de interés de la banca comercial pero presenta una pendiente positiva como lo describe la perspectiva estructuralista. Esta pendiente se da por la actitud de la banca comercial frente al crédito solicitado (Palley, 1996), es decir, la preferencia por la liquidez se presenta en esta función de oferta, y por tanto afecta la oferta de dinero-crédito la cual no será *vis à vis* a la demanda solicitada, sino que en cierto momento se necesitará una tasa de interés mayor para que la banca conceda el crédito.

En la gráfica 3.2 vemos una diferencia importante con la visión estructuralista, lo cual se aprecia en los dos cuadrantes superiores, en el cuadrante superior izquierdo se tiene una oferta de reservas totalmente elástica a la tasa de interés fijada por el banco central; y de la misma forma en el cuadrante superior derecho una oferta de dinero-crédito totalmente elástica a la tasa de interés fijada por la banca comercial. Es decir, la banca se acomoda totalmente a la demanda de crédito a la tasa de interés dada, como ya se mencionó esto se debe a que la preferencia por la liquidez no juega ningún papel en las decisiones de la banca.

De lo anterior podemos decir que la oferta monetaria no es totalmente horizontal, si se tienen presente elementos como la preferencia por la liquidez y el racionamiento del crédito, el cual no puede ser un simple supuesto sobre el comportamiento inherente a las instituciones financieras, pues dado este aspecto la oferta monetaria no es totalmente horizontal, y permite un análisis donde la actividad bancaria es más activa frente a la oferta de dinero-crédito. En el caso en el que se presenta una oferta horizontal, se puede describir como un caso especial de la visión estructuralista donde la preferencia por la liquidez no sufre cambios en el tiempo, y no afecta las decisiones de los agentes. Y en el que la banca comercial no desarrolla

actividades de racionamiento de crédito³⁹ (un análisis estático), mientras el análisis donde se incorporan estos elementos se le puede considerar un análisis dinámico (Dow, 2006). En otras palabras, la diferencia es de lógica temporal.

También se puede ver en estas gráficas cómo la visión estructuralista nos da un análisis más complejo de la oferta monetaria, la cual no es una simple acomodación permanente a la demanda de dinero-crédito, sino que en el proceso se da un complejo análisis de decisiones por parte de los agentes que intervienen y que se puede ver por medio de la preferencia por la liquidez, y al tener una pendiente positiva la oferta de dinero-crédito significa que la firma que desee adquirir más crédito para su producción tendrá que soportar una mayor tasa de interés. De la misma manera el banco comercial que necesite más reservas del banco central para cumplir con sus obligaciones deberá soportar una tasa de interés mayor. Entonces, esto nos deja ver que el proceso de la circulación y oferta monetaria es complejo y el por qué la banca comercial restringe su crédito a ciertos agentes. Como nos lo dice Edwin Le Héron (1985):

“La preferencia por la liquidez del sector bancario se traducirá en el tipo de crédito (prioridad a préstamos privilegiados o el refinanciamiento automático...) y en el nivel de préstamos, lo que Keynes llamaba <<el estado de crédito>>”⁴⁰ (p. 230; traducción propia).

En resumen, la tasa de interés juega un papel de vital importancia en la oferta monetaria de dinero-crédito, más allá de ser fijada por el mercado, esta variable es fijada en el muy corto plazo por el banco central como una variable de política, por tanto es exógena al sistema, y única herramienta de la autoridad monetaria para influir sobre este proceso. Pero también en el proceso la preferencia por la liquidez juega un papel importante pues afecta las decisiones que se dan durante el proceso,

³⁹ Como nos lo dice Dow (2006): “The tendency in accommodationist theory to suppress the forces at work behind risk assessment leads to a tendency to suppress differences between rates, and thus the risk premium on loan rates” (p. 57).

⁴⁰ “La préférence pour la liquidité du pôle Banque se traduira par le type de crédit accordé (priorité aux crédits privilégiés ou automatiquement refinancés...) et par le niveau des crédits accordés, ce que Keynes appelle <<l'état du crédit>>” (p. 230).

pues ésta afecta tanto al público en general como a los empresarios y a los bancos (Le Héron, 1985). Todo esto permite ver que la diferencia propuesta en este artículo entre las corrientes postkeynesiana y circuitista en cuanto al análisis de la oferta monetaria es pertinente. Si bien en el análisis circuitista se presentan otros temas que no son analizados por los postkeynesianos (como es, desarrollar una teoría del valor), en cuanto a la oferta monetaria el análisis de estas dos corrientes aportan una ‘nueva’ forma de cómo se desarrolla este proceso en un sistema de producción monetaria como lo es el sistema capitalista.

Conclusiones

A lo largo de este documento se presentaron dos corrientes económicas para las cuales el dinero se determina endógenamente y juega un papel esencial en el análisis del proceso económico que éstas realizan, como son las ideas del dinero-crédito y el circuito monetario. Estas corrientes son, a saber, la ‘teoría postkeynesiana’, que presenta dos visiones de la forma en que se da la oferta monetaria que son la estructuralista y la horizontalista; y el ‘enfoque circuitista’ que presenta visiones variadas sobre el proceso económico pero con la característica principal de siempre manejar la idea de circuito monetario. Es claro que estas dos corrientes presentan una similitud en sus esquemas de análisis, pero igualmente es claro que presentan diferencias en la forma en que conciben se da el proceso de oferta monetaria. Si bien para estas perspectivas el papel que cumplen la banca comercial, el banco central y las firmas, es de gran importancia a la hora de darse el proceso de oferta monetaria, pues presentan una interacción entre los diferentes agentes e instituciones para explicar por qué la oferta de dinero es endógena al sistema económico y por tanto la variable que puede controlar la autoridad monetaria es la tasa de interés de corto plazo (o mejor de muy corto plazo) y no la oferta de dinero como sucede en el análisis de oferta monetaria exógena, que ha sostenido la corriente dominante.

También resulta claro que la diferenciación de estas corrientes se percibe difusa, pues sus diferencias no son tan obvias cómo algunos autores las

presentan, en especial las expuestas más arriba por Deleplace y Nell en su trabajo de 1996. Como se destacó a lo largo de este artículo la idea esencial que diferencia tanto a postkeynesianos estructuralistas, de los postkeynesianos horizontalistas y el enfoque circuitista es, el papel que juega la preferencia por la liquidez en sus análisis, lo que también se puede presentar como la importancia que le dan a la incertidumbre en el sistema económico. Es por esto, que la visión postkeynesiana horizontalista se asemeja a la visión circuitista, en tanto a la forma cómo se desempeña la banca ante la demanda de crédito por el público, y también por esto ambas se diferencian de la visión postkeynesiana estructuralista. En otras palabras, si bien se perciben similitudes en su estructura de razonamiento, también queda claro que se observan elementos de análisis más ricos en unos que en otros.

Aunque, el trabajo deja por fuera varios autores importantes tanto de la corriente postkeynesiana como de la corriente circuitista, creemos que el documento recoge las principales ideas de estas corrientes en cuanto a la oferta de dinero y explora los temas más relevantes para la comprensión de este proceso desde esta 'nueva' perspectiva. No obstante varios puntos no son explorados o su análisis no se presenta de manera satisfactoria tales como: la explicación de la forma en que se fija la tasa de interés de manera *Ex ante*; las discusiones sobre el papel de la moneda endógena y su formación *Ex nihilo*; y el papel que juega en gobierno dentro del proceso de oferta monetaria. Éstas son preguntas que aún son fruto de discusión por parte de los autores que trabajan dentro de estas corrientes.

Así bien, este artículo deja abierta la posibilidad para trabajar más a fondo estos análisis desde dos líneas. Por un lado, la parte empírica como es la comprobación de estas ideas para la economía colombiana y su respectivo análisis de política monetaria. Y por otro lado, la continuación de la investigación desde un análisis de teorías comparadas con otras corrientes de pensamiento económico como, por ejemplo, la revisión de la actual literatura que se ha presentado en la corriente dominante, donde representantes de ésta como Michael Woodford reconoce en sus últimos trabajos de la endogenidad de la moneda a través de una oferta horizontal de ésta.

Referencias Bibliográficas

Arestis, Philip & Eichner, Alfred. (1988). “La teoría postkeynesiana e institucionalista del dinero y el crédito”. En: *Coyuntura Colombiana*, Vol. 14, No. 3. Pp.37-55. Bogotá, Colombia. 1997.

Bauvert, Joanna. (2004). “Theories of Money Creation: From Post-Keynesians to Circuitists. Review and Prospects”. En: *Lecturas de Economía*, No. 61, julio – diciembre. Pp. 35-51. Medellín, Colombia.

Davidson, Paul. (1996). “What are the Essential Elements of Post Keynesian Monetary Theory”. En: Deleplace, G. and Nell, E. (Eds.) *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*. Pp. 48-69. Macmillan Press. London, Great Britain.

Deleplace, Ghislain & Nell, Edward. (1996). “Introduction: Monetary Circulation and Effective Demand”. En: Deleplace, G. and Nell, E. (Eds.) *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*. Pp. 1-41. Macmillan Press. London, Great Britain.

Dow, Sheila. (2006). “Endogenous money: structuralist”. En: Arestis, Philip and Sawyer, Malcom (Eds) *A handbook of alternative monetary economics*. Edward Elgar. Pp. 35-51. Massachusetts, USA.

Febrero, Eladio. (2001). “El Circuito Monetario”. *Documentos de Trabajo*. Serie 1, N°. 10. Universidad de Castilla La Mancha. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Castilla, España. http://www.uclm.es/ab/fcee/D_trabajos/1-2001-10.pdf

Fontana, Giuseppe. (2000). “Post Keynesians and Circuitists on money and uncertainty: an attempt at generality”. En: *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, Vol. 23, No. 1.

_____ (2003). “Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation”. En: *Review of Political Economy*, Vol. 15, No. 3, julio. Pp. 291-314.

Graziani, Augusto. (1990). “La teoría del circuito monetario”. En: *Coyuntura Colombiana*, Vol. 14, No. 3. Pp. 67-96. Bogotá, Colombia. 1997.

Lavoie; Marc. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economics*. Edward Elgar. Great Britain.

Le Héron, Edwin (1985). "Circulation industrielle, circulation financière et taux d'intérêt". En: *Économie Appliquée*, Vol. 38, No. 1. Pp. 211-234. Paris, France.

Moore, Basil. (1988). *Horizontalists and Verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge University Press. USA.

_____ (1996). "The Money Supply Process: A Historical reinterpretation". En: Deleplace, G. and Nell, E. (Eds.) *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*. Pp. 86-101. Macmillan Press. London, Great Britain.

Parguez, Alain. (2006). "Moneda y capitalismo: la teoría general del circuito". En: Girón, Alicia (Comp.) *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*. Pp. 45-59. CLACSO. Buenos Aires, Argentina. <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/secret/giron/C03Parguez.pdf>

Palley, Thomas I. (1996). "Beyond Endogenous Money: Toward Endogenous Finance". En: Deleplace, G. and Nell, E. (Eds.) *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*. Pp. 516-531. Macmillan Press. London, Great Britain.

Piégay, Pierre & Rochon, Louis-Philippe. (2005). "Teorías monetarias poskeynesianas: una aproximación a la escuela francesa". En: *Revista Problemas del Desarrollo*, Vol. 36, No. 143, octubre-diciembre. Pp. 33-57. México D.F., México. <http://chloe.dgsca.unam.mx/pde/pde143/PDE14302.pdf>

Pollin, Robert. (1996). "Money Supply Endogeneity: What are the Questions and Why do They Matter?" En: Deleplace, G. and Nell, E. (Eds.) *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*. Pp. 490-515. Macmillan Press. London, Great Britain.

Schumpeter, Joseph. (1954). *History of Economic Analysis*. George Allen & Unwin LTD. London, Great Britain.

Rodrigues, Luiz Fernando. (2003). “Teoria Horizontalista da Moeda e do Crédito: Critica a Critica”. En: *Estudos econômicos*, Vol. 33, No. 2, abril-junio. Pp. 325-352. São Paulo, Brasil. http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/teoria_horizontalista_da_moeda.pdf

Vázquez, Agustín. (2007). “Concepciones teóricas “heterodoxas” de la tasa de interés”. En: *XVII Coloquio Mexicano de Economía Matemática y Econometría*. 21-25 de mayo. Universidad de Quintana Roo. Quintana Roo, México. http://dcsea.uqroo.mx/fwalla/Ponencias_Coloquio2/ponencia%20Agustin%20Vazquez.pdf

Wray, L. Randall. (1990). *Money and credit in capitalist economies: the endogenous money approach*. Edward Elgar. USA.

_____ (1998). *El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de precios*. Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía. México D.F., México. 2006.