

# LA TEORÍA POSKEYNESIANA DE LA ENDOGENEIDAD DEL DINERO Y CONSIDERACIONES EN TORNO A SU APLICABILIDAD EN MÉXICO

Luis Alfredo Castillo Polanco

*La teoría poskeynesiana de la endogeneidad del dinero, sus implicaciones y los debates en torno a los mecanismos operativos que garantizan dicha endogeneidad son, a pesar de su relevancia, poco conocidos y discutidos en México. En especial, es necesario analizar si el marco institucional que esta teoría asume puede asimilar las condiciones institucionales específicas de México. Este trabajo presenta una descripción de las bases del principio poskeynesiano de la endogeneidad y del debate entre los diferentes enfoques que dan cuenta de la mecánica de operación de este principio. Asimismo, evalúa los supuestos de esta teoría en contraste con el marco institucional mexicano.*

## El principio de endogeneidad

**L**A CREACIÓN DE DINERO FIDUCIARIO ES EL PUNTO DE INICIO DEL PROCESO DE ACUMULACIÓN EN UNA ECONOMÍA MONETARIA: LA INVERSIÓN es financiada mediante crédito. Keynes consideraba que el proceso de financiamiento de la inversión podría ser restringido o impulsado por la autoridad monetaria. De allí se desprende el llamado multiplicador monetario, que se presenta en los libros de texto de macroeconomía. Sin embargo, el pensamiento poskeynesiano ha planteado la hipótesis de que el

dinero es creado endógenamente; es decir, que los bancos comerciales crean dinero mediante la asignación de crédito en respuesta a la demanda de éste. Que los bancos puedan crear dinero en respuesta de la demanda, implica que no se ven limitados por la autoridad monetaria (por el Banco Central). Este principio tiene dos implicaciones fundamentales:

1. El proceso de financiamiento de la inversión no se ve restringido por liquidez salvo en el caso del racionamiento del crédito por parte de los bancos comerciales. En efecto, la propuesta del pensamiento poskeynesiano es que sólo los bancos comerciales, y no la Banca Central, podrían eventualmente obstaculizar el proceso, ya que la creación de dinero es endógena:<sup>1</sup>

Kregel está en lo correcto cuando asegura que –asumiendo que existen recursos ociosos disponibles– sólo las restricciones de

<sup>1</sup> La endogeneidad ya es ampliamente aceptada por otras escuelas de pensamiento. Freixas y Rochete, en su libro *Economía bancaria* (1997), afirman que el supuesto de exogeneidad es sólo una caricatura útil de la política monetaria; que el dinero es endógeno al menos por dos razones "1. Porque actualmente los depósitos de los bancos están remunerados en la mayoría de los países, su oferta no es independiente de los tipos de interés; el dinero es endógeno. 2. Los instrumentos modernos de la política monetaria son los tipos de cambio y no la base monetaria" (p. 205).

liquidez resultantes del rechazo de los bancos a crear préstamos adicionales que permitirían el financiamiento adicional a proyectos rentables pueden abortar el incremento hipotético planeado de la inversión real (Davidson, 1986: 105) (traducción propia).

2. La inflación no es un resultado directo de la expansión monetaria. El postulado neoclásico de oferta monetaria exógena (*i.e.* controlada por el Banco Central) es la base en que se finca la argumentación que afirma que la expansión monetaria es el determinante principal de la inflación. En este sentido, cuando un banco central orienta su accionar hacia el control de la inflación, la idea que hay detrás de esta decisión es que la oferta es exógena y que, en esencia, la teoría cuantitativa se sostiene. En contraposición, la visión poskeynesiana proclama la endogeneidad de la oferta monetaria, con lo que implícitamente propone que la causalidad es inversa en relación con la postulada por los cuantitativistas: son el ingreso y los precios los determinantes de la cantidad de dinero, y no al revés.<sup>2</sup>

Para el pensamiento poskeynesiano, proponer endogeneidad significa que la oferta de dinero está determinada por la demanda de préstamos bancarios, la cual a su vez depende del nivel general de actividad económica y de las expectativas de los agentes.

### Posturas poskeynesianas

Así pues, la argumentación poskeynesiana va directamente en contra del postulado de que la oferta de dinero es regulada por el banco central y, por tanto, se opone al supuesto de que dicho banco controla discrecionalmente la base monetaria o "dinero de alto poder". Esto implica que, desde la visión poskeynesiana, los bancos no se encuentran restringidos por la disponibilidad de reservas.

Tal como postula Chick (1995), para que la oferta de dinero se vuelva endógena dos condiciones mínimas deben ser cubiertas.

<sup>2</sup> Cabe señalar que el enfoque poskeynesiano, siguiendo a Kalecki, postula que los precios son determinados por los costos, principalmente los salariales, y que la fijación de los salarios responde principalmente a un problema distributivo que puede considerarse exógeno respecto al mercado monetario.

La primera es que los depósitos bancarios en sí mismos funcionen como medio de pago y a la vez como medio de ahorro, pues de otra forma los bancos correrían el riesgo de que los nuevos préstamos pudieran ser rápidamente convertidos a billetes y monedas. Si los depósitos son de aceptación general, las reservas se mantendrán dentro del sistema. La segunda condición es que no exista restricción por reservas. Esto es, que las reservas deberán estar disponibles cuando sean demandadas.

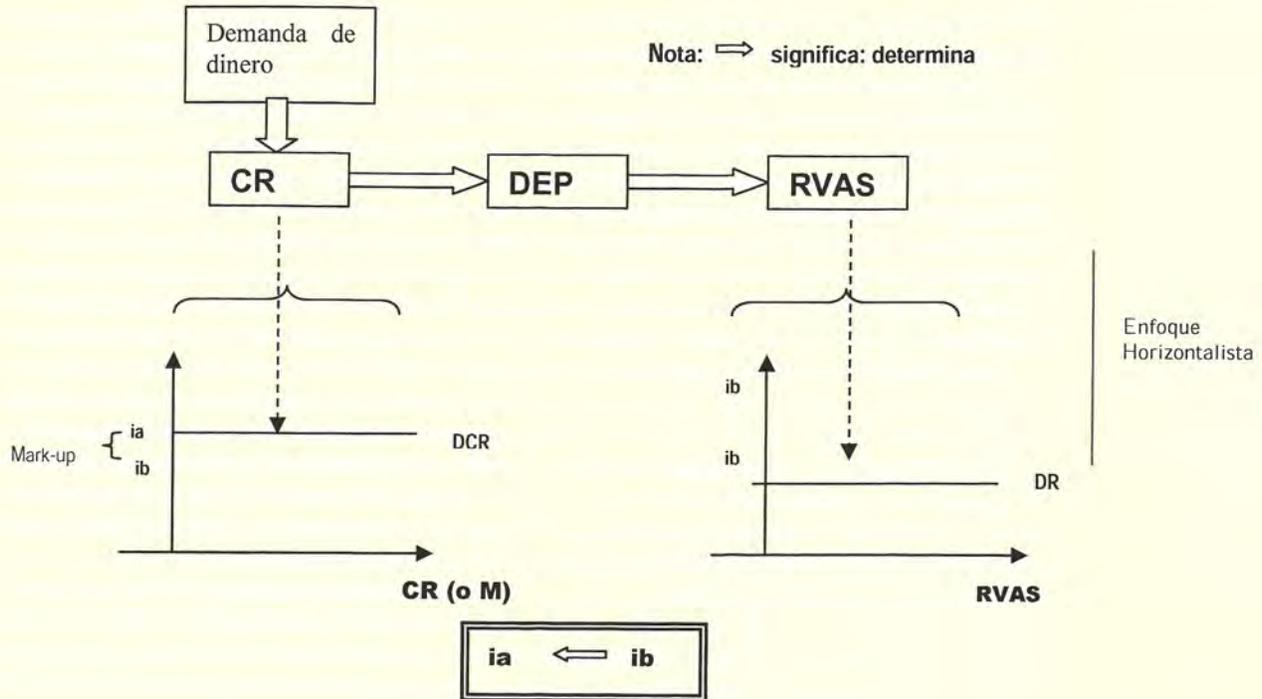
Al interior del pensamiento poskeynesiano hay diferentes enfoques acerca de la operación del proceso de endogeneidad de la oferta monetaria, los cuales reseñamos a continuación. Priva, sin embargo, un gran acuerdo: los préstamos crean los depósitos y la oferta de dinero fiduciario debe ser considerada endógena.<sup>3</sup>

### La propuesta de los horizontalistas

El enfoque horizontalista surge originalmente en los trabajos de Kaldor<sup>4</sup> y de Weintraub y, en la actualidad su principal defensor es Moore. Esta visión postula que la oferta de dinero es endógena porque el Banco Central no puede negar las reservas (RVAS), ya que, de hacerlo, pondría en peligro la estabilidad del sistema financiero. La Banca Central opta, entonces, por determinar la tasa de descuento (*ib*) y a este precio abastecer toda la demanda requerida. Los bancos comerciales no enfrentan restricción en la oferta de reservas del Banco Central y, dado que operan bajo la práctica de extender amplias líneas de crédito a sus principales clientes, los bancos comerciales no pueden controlar el monto del crédito (CR) y con él el del dinero. Al no poder controlar los montos de crédito los bancos comerciales optan entonces por determinar exógenamente la tasa de interés de los préstamos.

<sup>3</sup> R. Wray (1990) propone que el dinero siempre ha sido endógeno y que la endogeneidad no depende de la estructura institucional. El autor llega a esta conclusión porque define el "dinero" como cualquier tipo de deuda y no sólo la que es medio de pago. Este argumento no tiene mucha aceptación en el ambiente poskeynesiano, pues se considera que esta definición oscurece el problema tratado. Para una crítica, véase Chick (1995).

<sup>4</sup> Para una presentación de las aportaciones de Kaldor a este tema, véase Howells (1995).



Al lado izquierdo del anterior diagrama se presenta lo que Moore denomina curva del dinero crediticio (*credit money curve*). Como la utilización promedio de las líneas de crédito de los grandes prestatarios es baja (típicamente de 50%), son los prestatarios quienes determinan los cambios en la cantidad de los créditos bancarios. En una economía donde las líneas de crédito se establecen con base en la confianza que el banco otorgue al prestatario, los bancos son los que, necesariamente, fijan los precios (*price setters*) y toman las cantidades solicitadas (*quantity takers*) en sus mercados de menudeo de préstamos y depósitos (DEP) (Moore, 1994). Por ello, "la oferta de depósitos ordinariamente escapa del control del banco central, aunque influye a través del proceso de las reservas y con ello en la tasa de interés del crédito". (Moore, 1994: 123) (traducción propia).

De acuerdo con Moore (1994), esta propuesta sustituye a la Teoría de la Preferencia por la Liquidez:

En una economía con dinero crediticio, el banco central, como proveedor monopolista y garante del sistema de liquidez, le exige establecer en periodos de corto plazo un precio relativamente estable de un producto ("fiat money") para la economía. Como resultado, la oferta de dinero se vuelve en-

dógenamente determinada por la demanda de crédito a los bancos, y al nivel de las tasas de interés de corto plazo se convierte en el instrumento clave de la política monetaria. En consecuencia, la teoría de la "Preferencia por la Liquidez" de Keynes y la teoría clásica de "los Fondos Prestables", ambas, son invalidadas (p. 121) (traducción propia).

### La nueva cantidad de dinero no modifica la tasa de interés

Los depósitos creados por el crédito son siempre demandados (aceptados), ya que los depósitos son medios de pago generalmente aceptados. Por tanto, cuando el banco extiende crédito para financiar inversión, el consecuente aumento en depósitos proporciona un incremento en ahorro de conveniencia (*convenience saving*). En consecuencia, el ahorro se iguala a la inversión sin que sea necesario un cambio en la tasa de interés.

Respecto a la horizontalidad de la oferta de reservas (lado derecho del diagrama), Moore (1991) plantea que la tasa de interés es un instrumento de política autónomo. Como el Banco Central no puede controlar la oferta mediante el manejo de la base monetaria, su papel se limitará a establecer el nivel oficial de la tasa

de interés. Para mantener la tasa de interés de corto plazo, el Banco Central debe aceptar cualquier cantidad de reservas que se le exija a ese precio, o cambiar su objetivo respecto al nivel de tasa de interés. Moore argumenta que el Banco Central tiene gran responsabilidad respecto a la estabilidad del sistema financiero por su función de prestamista de última instancia, en tanto que negar las reservas implicaría una baja en el precio de los activos que podría llevar a un colapso general. Así, los horizontalistas sostienen que la entrega de reservas no es una decisión discrecional del Banco Central, sino un acto compulsivo. Tenemos, pues, que bajo esta posición la entrega de reservas es perfectamente elástica.

Como afirman Sikorski (1996) y Paley (1991), la propuesta de los horizontalistas se resume en dos puntos centrales:

- La tasa de costo de los fondos de corto plazo es fijada por el Banco Central y los bancos actúan entonces como tomadores de precios haciendo préstamos que involucran un *mark up* sobre sus costos y,
- la curva de oferta de préstamos tiene pendiente horizontal a ese precio y, entonces, el nivel de créditos bancarios está determinado por el nivel de demanda de préstamos (creíbles).

### La propuesta de endogeneidad "estructural"

El principal precursor de este enfoque es Minsky (1982 y 1986); el desarrollo y debate a favor de esta postura fue encabezado por autores como Pollin (1991) y Chick (1986).

### Endogeneidad e instituciones

En esta visión de "endogeneidad estructural" el aspecto institucional es medular. La endogeneidad de la oferta monetaria está condicionada por un marco histórico-institucional. De hecho, Victoria Chick (1986) plantea que todas las propuestas, incluso la exogeneidad, son todas viables; sólo que cada una corresponde a una etapa diferente de evolución del sistema. La "endogeneidad estructural" correspondería a la etapa más evolucionada del sis-

tema. Chick argumenta que la evolución del sistema bancario puede ser dividida en cinco etapas. En las primeras puede considerarse que el dinero está determinado exógenamente. En la etapa cuando se establecen grandes bancos con múltiples sucursales y la confianza en ellos permite que sus pasivos sean utilizados como medio de pago, el modelo del multiplicador monetario es apropiado para describir el comportamiento de los bancos. En este caso, un cambio en las reservas provoca un cambio en los depósitos y en los préstamos. En una siguiente etapa de evolución del sistema bancario, cuando ya se ha desarrollado un mercado interbancario y cada banco en lo individual puede operar cercanamente al mínimo de la razón de reservas del sistema como un todo, la oferta monetaria es todavía exógena.

El paso a la endogeneidad se da cuando el Banco Central acepta la función de prestamista de última instancia; esto es, en la cuarta etapa que Chick distingue. En este caso, los bancos se volverán más atrevidos respecto a las cantidades prestadas, pues saben que cualquier insuficiencia de reservas será entregada por el Banco Central con el objetivo de mantener la estabilidad del sistema. Las reservas serán entregadas a un precio, por lo que el costo marginal creciente podría imponer un límite a la expansión; esto a condición de que el Banco Central no mantenga una política de tasa de interés fija. En esta etapa la demanda por crédito generalmente es satisfecha. Los créditos crean los depósitos y los bancos pueden entonces encontrar las reservas (Chick asocia esta etapa con los años setenta en Estados Unidos e Inglaterra).

En la etapa número cinco, los bancos se vuelven más agresivos y utilizan diversas maneras de administración de pasivos para obtener reservas o para economizar la necesidad de ellas cuando el Banco Central está reticente a entregarlas. Esta etapa se corresponde con la hipótesis de "endogeneidad estructural". La propuesta de Chick es que la endogeneidad es la teoría apropiada para el sistema monetario moderno. El modelo de exogeneidad es apropiado para etapas anteriores.

### Divergencias con el enfoque horizontalista

De acuerdo con Pollin (1996), la divergencia entre el enfoque horizontalista y el estructural-

lista se observa en la operación del mecanismo por el cual los bancos obtienen las reservas necesarias para hacer circular los depósitos creados a través del crédito. Los bancos comerciales pueden obtener reservas (o base monetaria) a través de dos rutas: la ventanilla de descuento del Banco Central (reservas prestables) y mediante operaciones en el mercado abierto (reservas no prestables). Para el enfoque horizontalista, los bancos son indiferentes al uso de obtención de reservas –son sustitutos perfectos, como denomina Pollin (1996)–. Los estructuralistas consideran que dichas formas de obtener reservas no son sustitutos perfectos. Como estos tipos de reservas no son sustitutos perfectos, los bancos no actuarán de manera pasiva respecto a la política del Banco Central. Los bancos comerciales pueden actuar en el ámbito de las reservas no prestables para reaccionar ante las políticas del Banco Central y, por tanto, no son sólo intermediarios pasivos que operan créditos al menudeo, como afirma Moore.

### Innovación financiera

La visión estructuralista acepta que la Banca Central determina una tasa a la que atenderá, en la ventanilla de redescuento, toda la demanda por reservas.<sup>5</sup> Sin embargo, a través de operaciones en el mercado abierto el Banco Central puede intentar (en el caso de que desee contener la expansión del crédito) contener la cantidad de reservas. En tal circunstancia, la oferta de reservas no se adapta por completo a la demanda adicional de reservas y, como reacción, la banca comercial se ve motivada a desarrollar innovaciones financieras que le permitan generar las "reservas" al interior del sistema financiero. Las innovaciones financieras se proyectan en administración de activos (préstamos interbancarios, sustitución de títulos en portafolio, etc.) que permiten, en caso de que la Banca Central eleve el costo de las reservas, obtenerlas a menor costo o, en caso de escasez de ellas, generarlas al interior del sistema.

Por ejemplo, los bancos pueden procurar el traslado de pasivos que requieren al-

tos coeficientes de reserva a pasivos que requieran coeficientes menores como los depósitos a plazo. Se afirma, entonces, que los bancos pueden modificar su conducta de tal forma que economicen dichas reservas para permitir el alza en la oferta de crédito al nivel determinado por la demanda. Esto último se puede representar como un incremento en la velocidad de circulación del dinero. Como con la administración de activos la banca comercial reduce sus costos, ésta será la primera forma de obtención de reservas a la que acudiré.

### Determinación de la tasa de interés

Conforme se expande el crédito, la administración de activos, y la reconfiguración de portafolios que exige de todos los participantes en el sistema financiero, se generan presiones al alza en la tasa de interés, por lo que la curva de oferta de préstamos tiene pendiente positiva.

La innovación financiera es la respuesta de un banco maximizador de ganancias para contrarrestar las presiones al alza en la tasa de interés. Su objetivo es reducir el costo marginal asociado con la atracción de nuevos fondos. Así, la presencia de la innovación financiera es una prueba de que la oferta de préstamos tiene pendiente positiva.

Complementariamente, como afirma Pollin (1996):

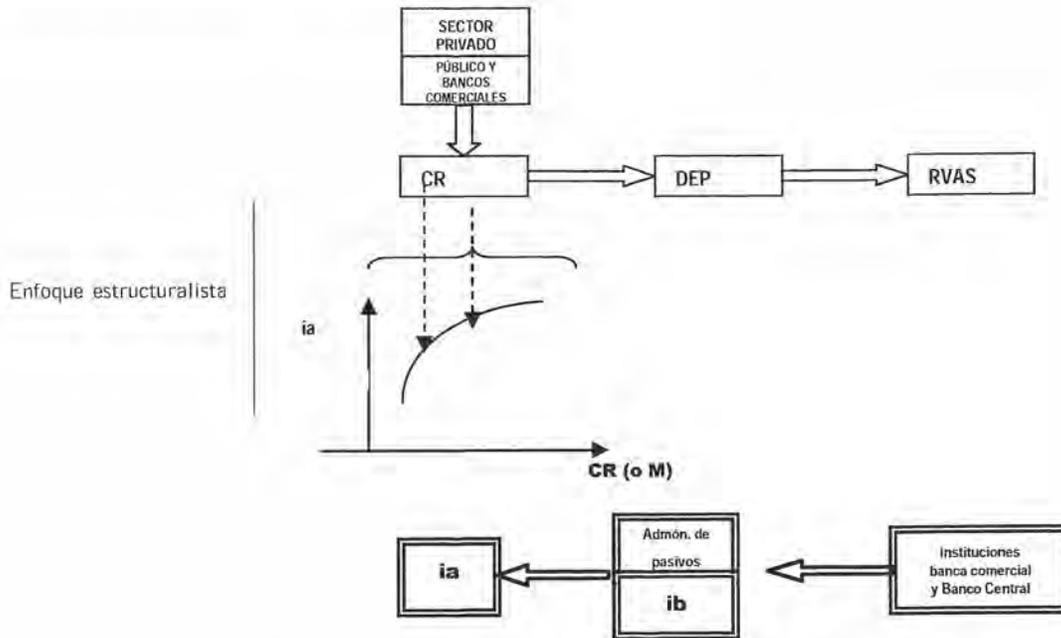
Si la innovación financiera puede mediar los costos de transacción asociados con los movimientos de reservas entre instituciones [...] esto también reducirá las presiones generalizadas al alza de la tasa de interés asociadas con la administración de activos (p. 498) (traducción propia).

Por tanto, la curva de oferta de préstamos tiene pendiente positiva, pero decreciente reflejando que no sólo es el banco central el que la determina, sino que también participa el resto de las instituciones financieras.

### Fragilidad financiera

De acuerdo con Pollin (1996), a diferencia de la visión horizontalista, la visión estructuralista de la endogeneidad está articulada con la teoría de la fragilidad financiera, pues acep-

<sup>5</sup> Minsky aceptaría que eventualmente el Banco Central tendería a otorgar reservas para prevenir una corrida bancaria (Keen, 1995).



ta que la administración de activos y pasivos no necesariamente puede proporcionar el monto total de reservas requeridas, y la falta de liquidez forzará a los bancos a acudir a la ventanilla de crédito y a vender activos para obtener las reservas requeridas. El costo asociado con estos movimientos en el portafolio bancario puede hacer crecer el costo del crédito a un nivel prohibitivo reduciendo la creación de nuevos créditos. En estas circunstancias puede ocurrir un estrangulamiento del crédito, lo que puede llevar a situaciones Ponzi como las propuestas por Minsky (1986).<sup>6</sup>

### La imposibilidad de restricciones cuantitativas

Pollin (1996) realizó un examen empírico utilizando datos de Estados Unidos para contras-

tar las posturas horizontalista y la estructuralista. Argumentó que si la regla fuera la de los horizontalistas, cabría esperar estacionariedad en la razón préstamos a reservas; y segundo, si la Reserva Federal estuviera dispuesta a proveer reservas "voluntariamente", entonces las reservas prestables (las obtenidas en la ventanilla de descuento) y las reservas no prestables (las que pueden ser obtenidas a través de operaciones de mercado abierto) serían sustitutos cercanos y no habría necesidad de desarrollar productos y prácticas innovadoras; tercero, la tasa de interés de mercado podría no moverse independientemente de las tasas oficiales (las tasas oficiales "causarían" las tasas de mercado).

Al realizar los tests formales de estacionariedad en la razón préstamos a reservas, de las elasticidades en la demanda de reservas prestables y de las no prestables, y de la causalidad entre la tasa oficial y la de mercado, Pollin encontró que se daba soporte a la visión estructuralista. Sin embargo, estas pruebas no son necesariamente conclusivas, pues algunos de los resultados están abiertos a interpretaciones alternativas (Howells, 1995). Por ejemplo, el descubrimiento de que la razón de préstamos a reservas está sujeta a una tendencia secular ascendente es interpretado por Pollin como la existencia de una restricción por reservas. Pero la necesidad de mantener reservas contra depósitos ha sido reconocida por años en la literatu-

<sup>6</sup> El propio Minsky (1996) resume: "I characterize payment commitment -cash flow relations as being either hedge, speculative or Ponzi finance, depending upon whether the cash flow can readily pay interest and the principle due on maturing debts during the period of reference (hedge finance), whether there is a need to refinance part or all of the principle falling due each period even as interest can be paid out of earnings (speculative finance), or whether there is a need to capitalize interest that is due (Ponzi finance). A special Minsky conclusion is that over a period of good times the weight of units is first a speculative and then a Ponzi plus speculative finance posture increases" (p. 83).

ra bancaria como el equivalente a un impuesto a la intermediación bancaria que limita el monto de cada depósito que puede ser prestado, por lo que el hecho de que la razón de préstamos a reservas crezca en el tiempo puede ser simplemente evidencia de que los bancos son buscadores de ganancia que desean reducir el cargo por requerimientos de reserva, aun cuando las reservas estén en realidad disponibles.

El argumento estructuralista tendió a perder fuerza ante la propuesta horizontalista, pues en el argumento de esta última la pendiente de la curva de oferta de dinero puede ser positiva si los bancos comerciales incrementan su percepción del riesgo. Pues tal como Rochon (2001) afirma: "pero los horizontalistas jamás han argumentado que el 'mark-up' sea constante" (p. 51, traducción propia). Asimismo, como la banca comercial es buscadora de ganancias y la administración de activos se realiza con el fin de reducir costos, dicha administración no puede considerarse un elemento esencial para argumentar la pendiente positiva de la tasa de interés. Rochon (*ibidem*) es aún más contundente: "Las innovaciones financieras (administración de activos y pasivos) ocurren independientemente del régimen impuesto por el Banco Central" (p. 52, traducción propia). La teoría horizontalista también resultaba más acorde con la práctica que han seguido los bancos centrales de los países desarrollados de fijar objetivos de tasa de interés y, en tanto, satisfacer cualquier cantidad demandada de reservas. Incluso Palley (1996), impulsor y defensor de la postura estructuralista, afirma que "la inviabilidad de establecer objetivos de oferta monetaria es consecuencia de la endogeneidad del financiamiento" (p. 9) (traducción propia).

Los estructuralistas Arestis y Howells (1996) ofrecieron un camino intermedio: la curva de oferta tiene pendiente positiva, pues los bancos reaccionan con innovaciones financieras ante la política del Banco Central, pero presenta desplazamiento a la derecha conforme se expande el crédito. Entonces, el patrón aproximado en el largo plazo es horizontal. Además argumentaron que, dado que el prestatario del crédito y aquél que retiene los depósitos son personas diferentes, entonces podrían existir excedentes de dinero y, en consecuencia, la tasa de interés se modificaría para conciliar la disposición del público de mantener esa liquidez en su portafolio (preferencia

por la liquidez). Moore (1997) responderá que no existe una demanda de dinero independiente de la oferta: son la misma curva.

Así, habría consenso respecto a las políticas que siguen los bancos. Arestis (1996), en su revisión del estado del pensamiento poskeynesiano, resume lo que puede interpretarse como el "consenso" poskeynesiano en torno al debate estructuralistas-horizontalistas:

El Banco Central administra el nivel de la tasa de descuento y los bancos comerciales sus tasas de préstamo y de depósito (considerando el riesgo de los activos y el valor del colateral). A este nivel y estructura de la tasa de interés, los bancos están dispuestos a proporcionar cualquier cantidad de préstamos de acuerdo con los requerimientos de crédito de los empresarios en tanto éstos se mantengan dentro de los límites acordados. Un incremento en la demanda por crédito lleva a un incremento en su oferta, y esto a un incremento en el monto existente de dinero sin que sea necesario un cambio en las tasas de interés, a menos que el Banco Central modifique su administrada tasa. Los cambios de ésta inducen directamente cambios en las tasas de interés administradas vía "mark up". Es la tasa de interés el instrumento de política monetaria. En economías abiertas, los cambios en la tasa de interés pueden ser también resultado de eventos originados en el extranjero (p. 120) (traducción propia).

Complementariamente, Wray (1998) encuentra, a partir de plantear que el origen de monto colocado de reservas es el déficit fiscal (es decir, no lo determina el Banco Central), elementos adicionales que obligan a que el único instrumento de política monetaria sea la tasa de interés. En efecto, Wray propone que la inyección de base monetaria a la economía se realiza de manera exógena mediante la política fiscal (el gasto público inyecta reservas y la tributación las recoge; el déficit fiscal queda en circulación como base monetaria). Sin embargo, el monto de dinero circulante es endógeno, pues si los bancos demandan más reservas de las que ofrece el déficit fiscal, el Banco Central no tiene más remedio que crearlas para permitir que la banca pueda cumplir los requerimientos de reserva. Si el déficit fiscal coloca más reservas de las requeridas, el mercado interbancario sólo las absorbería a tasa cero, por lo que el Banco Central tiene que recogerlas mediante venta de bonos en mercado abierto. Como el banco central no

controla la oferta de reservas ni la oferta de dinero (que se realiza vía crédito antes de obtener reservas), la política monetaria se tiene que limitar a determinar el precio al que suministrará o recogerá los faltantes o excedentes de reservas, esto es, determinar objetivos de tasa de interés reaccionando ante el déficit que genere la tesorería pública.

### Enfoque de la preferencia por la liquidez

El consenso al interior del poskeynesianismo sobre la imposibilidad de que el Banco Central, en una economía cerrada, imponga restricciones cuantitativas al monto de las reservas y que, en tanto, las tasas de interés que aplican los bancos comerciales se determinen mediante el establecimiento de un margen sobre la tasa que determina la autoridad monetaria ("enfoque del *mark up*", como ahora se denomina a la postura horizontalista derivada del consenso), dejaba fuera una de las piezas fundamentales de la teoría de Keynes: la Teoría de la Preferencia por la Liquidez.<sup>7</sup>

En respuesta, el "estructuralismo" es renovado y surge el denominado enfoque de "la Preferencia por la Liquidez" que tiene como precursores a Wray (1990) y a Dow (1986). Actualmente el desarrollo de este enfoque lo realizan Chick y Dow (2002).

El esquema de la página siguiente está basado en Chick y Dow (2002). El lado derecho del diagrama no se refiere al saldo total, sino al flujo de crédito. La oferta y demanda de variación de nuevos créditos (o del uso de las líneas de crédito "new advances") son función tanto de la tasa de interés del crédito ( $i_a$ ) como de la "tasa de interés" ( $i$ ) que es alguna tasa de referencia de largo plazo (concepto basado en lo que Keynes definía como la tasa de interés). Existen curvas de oferta y demanda de crédito, pues los bancos tienen la opción de adquirir valores o expandir el crédito. Asimismo, algunos prestatarios potenciales ten-

drán la opción de emitir valores en lugar de tomar crédito bancario. En el lado derecho del diagrama, dado que el crédito determina el monto de dinero, la oferta de éste es vertical; una variación en el crédito implica un desplazamiento de la curva de oferta de dinero. Dicha oferta, junto con la función de preferencia por la liquidez, determinarán la tasa de interés ( $i$ ).

De acuerdo con este enfoque, dado que los bancos comerciales manejan un portafolio, deben tener una función de preferencia por la liquidez.<sup>8</sup> Los cambios en la preferencia por la liquidez de los bancos pueden influir el monto de crédito disponible y, en tanto, el monto de dinero existente. Así, la percepción del riesgo de la cartera puede llevar a que no toda la demanda de crédito creíble sea satisfecha. En este sentido, la liquidez no puede ser creada a menos que eleve el premio por la iliquidez de forma que compense el cambio en el portafolio bancario. Bajo este enfoque, tal como afirma Piegay (1999), "*el dinero permanece como variable endógena, pero las tasas de interés son fijadas de una manera parcialmente endógena*" (p. 272) (traducción propia).

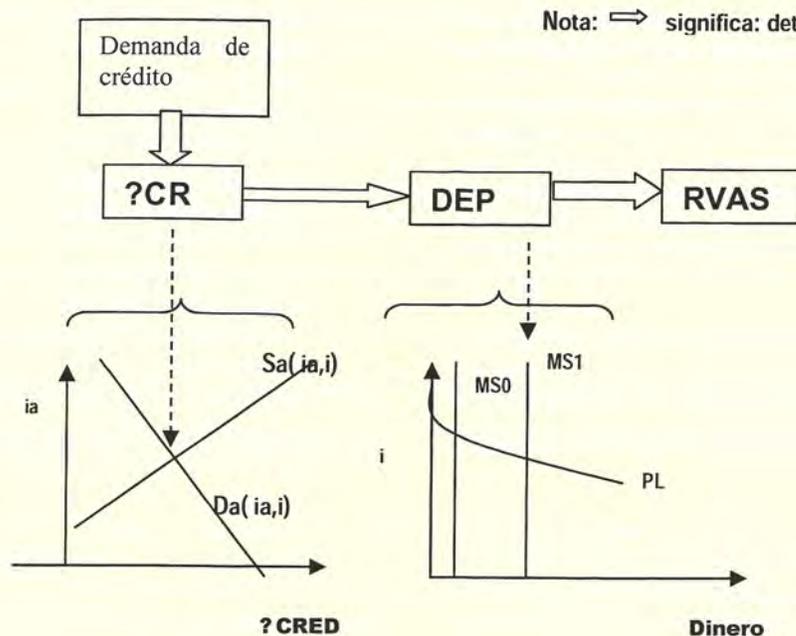
Chick y Dow (2002) concluyen que la influencia del Banco Central no se limita a determinar la tasa de interés, sino que la política monetaria consiste en una combinación de efectos cuantitativos y de precio, ninguno de los cuales es determinista. La posibilidad del Banco Central de determinar la tasa de interés se ve limitada por el estado de las expectativas, por los arreglos institucionales a través de los cuales opera la tasa de interés y la capacidad de los bancos de manejar sus portafolios para evitar los efectos cuantitativos.

### Las características institucionales específicas del sistema monetario mexicano

Los planteamientos reseñados consideran un marco institucional que permite asumir que el

<sup>7</sup> Rochon (2001) afirma que la propuesta horizontalista sí es compatible con la preferencia por la liquidez pues, dado que las familias deciden atesorar una parte de su ingreso en dinero (*hoarded saving*), están definiendo su preferencia por la Liquidez, la cual está incorporada a la demanda: *here, the demand for money is equivalent to hoarded saving, that is, liquidity preference* (p. 55).

<sup>8</sup> La incorporación de la preferencia por la liquidez en la determinación de la tasa de interés, afirma Brown (2003), "surge del reconocimiento de que, en los países desarrollados, el *stock* de deuda emitida y de bonos es tan inmenso que los mercados secundarios son más importantes que los mercados primarios en términos de la determinación del precio de los valores" (p. 32B). Sin embargo, este autor es crítico respecto a su incorporación a la endogeneidad a través del uso de esquemas de equilibrio parcial.



Enfoque de la "Preferencia por la Liquidez"

crédito de la banca comercial es la única fuente relevante de creación de dinero y las amortizaciones son la única forma de cancelación de dinero; y que las reservas requeridas se refieren a reservas domésticas, es decir, reservas del Banco Central.

Sin embargo, tal como afirma Danby (2000),<sup>9</sup> estas propuestas teóricas, al ser pensadas para países como Inglaterra y Estados Unidos, no consideran aspectos institucionales que son determinantes para explicar la operación del dinero en México, como son:

- a) Un porcentaje muy alto de las transacciones en el mercado de bienes y servicios se realiza con base monetaria.
- b) Gran parte de las reservas de liquidez del público se mantiene en dólares; es decir, la demanda de liquidez por motivo de especulación y pre-

caución se realiza principalmente en dólares y no en pesos. La libre convertibilidad obliga a la banca a mantener reservas monetarias en divisas para garantizar la circulación del peso. Esta circunstancia, aunada a lo referido en el inciso anterior, indica que en México el crédito de la banca privada no puede considerarse como la única fuente esencial de liquidez.

- c) La importante presencia de los depósitos a plazo en la banca privada en México (PNM), que funcionan como medio de ahorro financiero. En la literatura poskeynesiana estos depósitos son considerados dinero interno (como parte del concepto dinero) y, por tanto, su monto no está vinculado directamente con la decisión de las familias de ahorrar parte de su ingreso.

<sup>9</sup> Basado en el caso de México, Danby (2000: 407) argumenta "that qualitatively different grouping of institutions may provide coherence and stability in less developed country (LDC) economies. Among the implications of this argument is that there is not a single theory of money, a central Post Keynesian Concern". Más adelante presenta este ejemplo (p. 414): "Mexico's wage share has ranged between 30 percent and 40 percent in recent decades [...] Hence the wage share plays neither the price stabilizing nor the demand-stabilizing role that it does in the United States or Western Europe".

Danby (2000), en su argumentación sobre las diferencias institucionales entre México y los países desarrollados, resume:

Existen otras importantes diferencias institucionales en la operación del dinero. La tenencia de pasivos bancarios está sumamente concentrada entre los enriquecidos; la mayoría de la población usa sólo efectivo. Aún más, los depósitos bancarios que man-

tienen los mexicanos ricos operan más como bonos que como dinero. Estos depósitos no tienen la función de almacén de valor del dinero, dado que la moneda mexicana está sujeta a frecuentes y amplias devaluaciones. La tasa de interés sobre los depósitos bancarios usualmente se mantiene lo suficientemente alta para hacer dichos depósitos más atractivos que los activos extranjeros similares (p. 415) (traducción propia).

Consecuentemente, con el fin de apoyarnos en las aportaciones teóricas poskeynesianas relativas a endogeneidad para el estudio de la economía mexicana, es necesario enfrentar lo siguiente:

- a) La poderosa presencia del dólar a través de flujos internacionales implica que en el caso de la economía mexicana existen otras fuentes relevantes de inyección y retiro de liquidez, como es el crédito de la banca extranjera. Por tanto, la teoría de la endogeneidad para el caso mexicano no puede limitarse al asumir que el crédito de la banca comercial local es el único tipo de crédito.
- b) La presencia de los pasivos no monetarios de la banca que operan como ahorro y, a la vez, como reservas de liquidez, también deben ser incorporados pues implica que en México las amortizaciones al crédito no son el único mecanismo de cancelación de liquidez.
- c) La banca privada requiere no sólo reservas del Banco de México sino, también, reservas nominadas en dó-

lares. Esta circunstancia sin duda impacta la mecánica mediante la cual se determina la tasa de interés en México.

- d) La reseña presentada en torno a la teoría de la endogeneidad poskeynesiana muestra que aún no existe teoría consensuada de la determinación de las tasas de interés, en especial sobre aquellas que aplican las bancas comerciales (debate entre el enfoque del *mark-up* y el enfoque de "la Preferencia por la Liquidez"). Se requiere una resolución para el caso Mexicano.

## Conclusiones

La Teoría Poskeynesiana de la Endogeneidad del Dinero aporta importantes elementos para la construcción de un marco teórico alternativo capaz de ofrecer una explicación del proceso de creación y cancelación del dinero en México y, consecuentemente, de los determinantes de la tasa de interés y la inflación. Si bien los fundamentos son de gran utilidad, las especificidades institucionales de nuestro país impiden el uso diáfano y directo de los enfoques presentados en torno al principio poskeynesiano de endogeneidad. Esto exige que, sin perder de vista los principios metodológicos de la teoría de Keynes y Kalecki, los planteamientos sobre la operación de la banca, los mecanismos de inyección, circulación y retiro del dinero sean elaborados considerando las especificidades institucionales que caracterizan al sistema financiero mexicano.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARESTIS, P. (1996), "Post Keynesian economics: toward coherence", *Cambridge Journal of Economics*, 20, Academic Press Ltd.
- ARESTIS, P. y P. Howells (1996), "Theoretical reflections on endogenous money: the problem with 'convenience lending'", *Cambridge Journal of Economics*, 20, Academic Press Ltd.
- BROWN, Christopher (invierno 2003), "Toward a reconciliation of endogenous money and liquidity preference", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, núm. 4.
- CHICK, Victoria (1986), "The evolution of Banking System and the Theory of Saving", reimpresso en P. Arestis y S.C. Dow (eds.), *On Money, Method and Keynes: Selected Essays*, Edward Elgar, 1992.
- CHICK, Victoria (1995), "The Multiplier and Finance", *Discussion Paper 95-12*, Department of Economics, Londres, University College.

- CHICK, Victoria (1995), "Finance and Investment in the context of development: A post Keynesian perspective", *Discussion Paper 95-13*, Department of Economics, Londres, University College.
- CHICK, Victoria (1995), "Finance and Investment in the context of development: A post Keynesian perspective", *Discussion Paper 95-13*, Department of economics, Londres, University College.
- CHICK, V. y Sheila Dow (verano 2002), "Monetary Policy with endogenous money and liquidity preference: a nondualistic treatment", *Journal of Post Keynesian*, vol. 24, núm. 4.
- DANBY, Colin (1996), "Mexican Financial Liberalization 1989-1993", *Dissertation draft*, 1996.
- DANBY, Colin (primavera 2000), "Locs, Institutions, and Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, núm. 3.
- DAVIDSON, Paul (1986), "Finance, Funding, Saving, and Investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986, vol. 9 (1).
- DAVIDSON, Paul (1988), "Endogenous Money, the Production Process and Inflation Analysis", *Economie Appliquée*, vol. XLI (1), 151-69.
- DOW, Sheila C. (1996), "Horizontalism: a critique", *Cambridge Journal of Economics*, 20, Academic Press Ltd.
- DOW, Sheila (1993), *Money and the Economic Process*, Capítulo 28, C., Edward Elgar.
- HOWELLS, Peter (1995), "Endogenous Money", *International Paper in Political Economy*, University of East London, vol. 2 (2).
- FREIXAS, Xavier y Jean Rochet (1997), *Economía bancaria*, España, Antoni Bosch Editor y Banco Bilbao Vizcaya.
- KEEN, Steve, (1995), "Finance and economic breakdown: modeling Minsky's 'financial instability Hypothesis'", *Journal of Post Keynesian Economics*, verano 1995, vol. 17 (4).
- MINSKY, Hyman (1982), *Can't it Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe, Armonk.
- MINSKY, Hyman (1986), "Stabilizing an Unstable Economy", A Twentieth Century Fund Report, New Haven y Londres, Yale University Press, 1986.
- MINSKY, Hyman (1992), *Debt-deflation nota sobre deflación de deuda*, en cfs.colorado.edu
- MINSKY, Hyman (1996), "The Essential Characteristics of Post Keynesian Economics", en *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, editado por Deleplace and Nell, Macmillan Press.
- MOORE, Basil J. (1991), "Money Supply Endogeneity", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13 (3), pp. 404-417.
- MOORE, B. J., (1994), "The demise of the Keynesian Multiplier: a reply to Cotrell", *Journal of Post Keynesian Economics*, otoño 1994, vol. 17 (1).
- MOORE, Basil J. (1997), "Reconciliation of the supply and demand for endogenous money", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19 (3).
- PALLEY, Thomas (1991), "Endogenous Money System", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13 (3), pp. 397-403.
- PALLEY, Thomas (1993), "Uncertainty, expectations, and the future: if we don't know the answers, what are the questions?", *Journal of Post Keynesian Economics*, otoño 1993, vol. 16 (1).
- PALLEY, Tomas (1996), "Beyond Endogenous Money: toward Endogenous Finance", en G. Deleplace y E. Nell (ed.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, Macmillan Press Ltd.
- PIEGAY, Pierre (invierno 1999-2000), "The New and Post Keynesian analyses of bank behavior: consensus and disagreement", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, núm. 2.
- POLLIN, R. (1991), "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13 (3), pp. 366-396.

- POLLIN, Robert (1996), "Money Supply Endogeneity: What are the questions and Why do they matter?", en G. Deleplace y E. Nell (ed.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, Macmillan Press Ltd.
- ROCHON, L. P. y Matías Vernengo (2001), *Credit, interest rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Edward Elgar Publishing (EU).
- SIKORSKI, Trevor (1996), "Financial Liberalization in developing countries", Gran Bretaña, Edward Elgar.
- WRAY, Randall (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies: The endogenous money approach*, Gran Bretaña, Edward Elgar.
- WRAY, Randall (1998), *Understanding Modern Money: The Key to full Employment and Price Stability*, Edward Elgar.