

Keynes: endogeneidad del dinero y desarrollo bancario

Keynes: endogeneity of money and bank development

Orlando Delgado Selley¹

Resumen

Se trata de la endogeneidad del dinero que se sostiene en planteamientos de J. M. Keynes, que no son enteramente consistentes en sus diferentes trabajos, aunque existe una línea de continuidad en la que la inversión tiene un papel diferente al del ahorro. Se analiza la función decisiva del sistema bancario que tiene en la dinámica económica por su capacidad para otorgar crédito y cómo el banco central cumple un papel importante, limitando el apalancamiento bancario y estableciendo límites a la creación de dinero a través del crédito. Esta revisión rescata planteamientos esenciales de Keynes para sostener un componente fundamental de la economía poskeynesiana: la teoría de la endogeneidad del dinero, teoría que permite explicar la crisis bancaria.

Palabras clave: Keynes, endogeneidad del dinero, desarrollo bancario

Abstract

This analysis addresses is about the endogeneity of money that is maintained in J. M. Keynes' approaches, which are not entirely consistent in his different works, although there is a line of continuity in which investment has a different role than saving. The decisive role of the banking system in the economic dynamics is analyzed due to its ability to grant credit and how the central bank plays an important role, limiting bank leverage and establishing limits on the creation of money through credit. This review resumes Keynes's essential approaches to support a fundamental component of the post-Keynesian economy: the theory of the endogeneity of money, the theory that explains the banking crisis.

Keywords: Keynes, money endogeneity, banking development

¹ Profesor-investigador, Universidad Autónoma de la Ciudad de México.

Introducción

A diferencia de la Gran Depresión de 1929-33, originada por la caída del valor de las acciones en un mercado expandido gracias a compras masivas de valores soportadas por operaciones crediticias, la crisis de 2007-09 se originó por el cambio de modelo de operación crediticia de los bancos comerciales y de la operación de otros de bancos de inversión en los quince años anteriores. Los bancos al otorgar un crédito crean dinero, el que se fondea con captación de menudeo, de cuentahabientes y del mercado secundario; estas dos fuentes de financiamiento tienen diferentes plazos de vencimiento. El sentido del proceso de creación de dinero a través del crédito implica la posibilidad de uso de un dinero otorgado por un banco a una unidad económica, empresarial o familiar.

Se trata de la endogeneidad del dinero, la que se sostiene en los planteamientos de J. M. Keynes, que, sin embargo, no son enteramente consistentes en sus diferentes trabajos, aunque existe una línea de continuidad en la que la inversión tiene un papel diferente al del ahorro, el sistema bancario tiene una función decisiva en la dinámica económica por su capacidad para otorgar crédito y el banco central cumple un papel importante, limitando el apalancamiento bancario y estableciendo límites a la creación de dinero a través del crédito.

La construcción teórica fundamental para esta explicación está en Keynes. Por ello en este escrito, en primer lugar, se revisa la relación inversión-ahorro, el papel de los bancos y del banco central en la creación y control de la oferta monetaria que aparece en el *Treatise on Money*, incorporando el aporte de Schumpeter, en su *Teoría del Desarrollo Económico*; después se revisa la *Teoría General* y, en tercer lugar, se comentan los artículos sobre

la tasa de interés publicados en el *Economic Journal* en 1937. Esta revisión rescata planteamientos esenciales de Keynes para sostener un componente fundamental de la economía poskeynesiana: la teoría de la endogeneidad del dinero. Esta teoría permite explicar la crisis bancaria. El cuarto apartado incorpora una aportación para explicar la crisis reciente: la identificación de las etapas del desarrollo bancario desde la perspectiva de la endogeneidad del dinero propuesta por Victoria Chick y desarrollada luego por otros autores poskeynesianos. Se trata del proceso de construcción de la capacidad autónoma de los bancos para crear dinero a través del crédito.

I. Distinción entre inversión y ahorro, bancos y autoridades monetarias en el *Treatise on Money*

Una aportación central de Keynes es que la economía funciona en condiciones de incertidumbre. La inversión juega un papel en la dinámica económica diferente al del ahorro. El planteamiento original de la relación inversión-ahorro está en el *Treatise on Money* publicado en 1930. En el libro III, “Las ecuaciones fundamentales del dinero”, Keynes se propuso dilucidar los problemas centrales de la teoría monetaria, describiendo el equilibrio estático y el desequilibrio y las leyes que gobiernan el paso de una posición de equilibrio a otra (Keynes, 1953: v). En el *Treatise*, el propósito de la teoría monetaria consiste en explicar el proceso causal que determina el nivel de precios y cómo se transita de una posición de equilibrio a otra.

Este propósito no lo resolvía la teoría cuantitativa del dinero. Por ello, consideró los flujos de ingresos monetarios, dividiéndolo en: i] flujos para la producción de bienes de consumo y bienes de inversión; ii] flujos gastados en bienes de consumo o destinados al ahorro. Keynes plantea que:

si la primera de estas divisiones del ingreso de la comunidad tiene la misma proporción que la segunda, si el producto medido en costos de producción se divide entre bienes de consumo y bienes de inversión en la misma proporción que el consumo corriente y el ahorro, entonces el nivel de precios de los bienes de consumo estará en equilibrio con sus costos de producción (Keynes, 1953: 132-133).

En esta definición, los ingresos de la comunidad se dividen en los que se gastan en consumo corriente y los que se ahorran, o bien que el producto corriente de bienes y servicios se divide en el que se vende a los consumidores y el que se invierte. Enseguida, Keynes discute la relación entre la inversión y el ahorro, planteando novedosamente el papel de los bancos de emisión, de los bancos comerciales y de las autoridades monetarias. Establece que el ahorro se remite a unidades de dinero y es la suma de las diferencias entre los ingresos monetarios individuales y los gastos monetarios para el consumo corriente; el ahorro es un concepto residual que refiere al dinero que resta del ingreso una vez realizados los gastos para el consumo. La inversión, en cambio, se relaciona con unidades de bienes, lo que implica una connotación material eminentemente productiva.

El ahorro, entonces, es definido como:

la acción del consumidor individual que consiste en el acto negativo de abstenerse de gastar la totalidad de su ingreso corriente en consumo. Inversión es el acto de un empresario cuya función es tomar decisiones que determinan el monto del producto no disponible, que consiste en el acto positivo de iniciar o mantener un proceso de producción. La inversión es medida por la adición neta de riqueza, ya sea en la forma de capital fijo, capital de trabajo o capital líquido (Keynes, 1953: 172).

Con estas definiciones, que establecen claramente la distinción entre un acto negativo, ahorrar, y otro positivo, invertir, se sostiene una tesis fundamental de la concepción de Keynes en el *Treatise*: no hay razón para que el monto de inversión sea necesariamente

igual al monto del ahorro. La proporción del producto total que estará disponible depende del monto de la inversión que los empresarios decidieron llevar a cabo. En consecuencia, cuando la inversión ocurre el consumo es menor que el producto, independientemente del volumen del ahorro, es decir, el incremento o decremento del capital depende del monto de la inversión y no del de ahorro.

El ahorro, por su parte, puede no corresponder a la inversión. Cuando esto se da, en el mercado hay un comprador menos de bienes y servicios, lo que puede provocar que los precios caigan, incrementando la capacidad de compra de los ingresos monetarios del resto de la comunidad, aumentando su consumo en el monto del ahorro. Mientras los ahorradores son individualmente más ricos por el monto exacto de sus ahorros, los productores de bienes de consumo, que han vendido su producción corriente a menores precios, son más pobres en la misma cantidad. El ahorro en lugar de provocar un aumento de la riqueza agregada ha generado una doble transferencia: de consumo, de los ahorradores al universo general de consumidores; y de riqueza, de los ahorradores al universo general de productores, sin que el consumo y la riqueza total hubieran aumentado.

Keynes usa la expresión de Robertson (1926): “el ahorro ha sido ‘abortivo’”, ya que no existe incremento de riqueza que corresponda al aumento del ahorro (Keynes, 1953: 174).² El ahorro sólo ha resultado en un cambio entre los que consumen y los que poseen un título de riqueza, una cierta cantidad de dinero. El ahorro ha tenido como contraparte pérdidas de los empresarios que producen bienes de consumo. En cambio, si la inversión ha tomado su lugar al mismo tiempo que el ahorro, el equilibrio entre el gasto

² En un libro sobre la crisis de la economía estadounidense de 2007-2009, Davidson discute la razón por la cual un dólar gastado es un dólar ganado y, al mismo tiempo, un dólar ahorrado no es un dólar ganado (Davidson, 2009).

de los consumidores y el producto disponible de los fabricantes se mantendrá.

En el caso en el que la inversión toma la forma de un aumento en el capital fijo o en el capital de trabajo, sin que ocurra un incremento del empleo, al equilibrarse con un volumen de ahorro, el producto disponible de los fabricantes de bienes se reducirá por la inversión, en la misma medida en que los gastos de los consumidores se reducirán por el ahorro. Si la inversión excede al ahorro, el gasto en consumo se incrementará en relación con los bienes disponibles con el resultado que los precios de los bienes de consumo aumentarán y la nueva inversión en exceso respecto al volumen de ahorro se hará posible, no por la abstención voluntaria del consumo que ha resultado de la contracción del gasto, sino por la abstención involuntaria provocada porque el ingreso monetario es menor. “El punto vital a apreciar es el siguiente: un acto de ahorro por parte de un individuo puede resultar tanto en un incremento de la inversión como en un incremento del consumo por parte de los individuos de la comunidad. El desarrollo del acto de ahorrar en sí mismo no garantiza que el stock de bienes de capital aumente en correspondencia” (Keynes, 1953: 175).

Keynes desarrolla una visión propia de la dinámica económica donde la inversión tiene un papel decisivo, contrastante con el papel del ahorro, que sólo tiene efectos redistributivos que no significan un incremento de la riqueza. Se entiende que el nivel de precios del producto durante un período está formado por dos componentes: el nivel de precios de los bienes destinados al consumo y el nivel de precios de los bienes que se suman al stock de capital. En condiciones de equilibrio, ambos niveles de precios están determinados por el dinero que costó su producción o, en otras palabras, por la tasa de eficiencia monetaria del ingreso con el que se pagó a los trabajadores, se compró medios de trabajo y se cubrió el desgaste de los medios de producción utilizados. La

cuestión de si el nivel de precios de los bienes que se consumen es igual o diferente a su costo de producción, depende de si la proporción del ingreso de la comunidad que se gasta en consumo es o no igual a la proporción del producto de la comunidad que toma la forma de bienes consumidos, es decir, si la división del ingreso entre ahorro y gasto en consumo es igual a la división del costo de producción del producto entre el costo de los bienes que se agregan al capital y el costo de los bienes que se consumen. Si la primera proporción es mayor que la segunda, los productores de bienes de consumo tendrán una ganancia. Si la primera proporción es menor que la segunda los productores de bienes de consumo tendrán una pérdida.

El nivel de precios de los bienes de consumo excederá o quedará corto respecto a su costo de producción, de acuerdo con que el volumen de ahorro quede corto o exceda el costo de producción de la nueva inversión. En consecuencia, si el volumen de ahorro excede el costo de inversión los productores de bienes de consumo tendrán una pérdida; si en cambio el costo de la inversión excede el volumen de ahorro, entonces tendrán una ganancia. Pero ¿qué pasa con el nivel de precios de la nueva inversión, es decir, con los bienes que se agregan al stock de capital? En general, ese nivel de precios dependerá de las utilidades que esas inversiones generarán en un momento del futuro y de la tasa de interés a la cual esas utilidades serán descontadas para fijar el valor presente del capital. Por esta razón, el que los productores de bienes de inversión tengan ganancias o pérdidas dependerá de si las expectativas del mercado sobre los futuros precios y la tasa de interés se mueven favorable o desfavorablemente a estos productores; no dependerá de si los productores de bienes de consumo tengan o no ganancias.

Llevando la secuencia causal de este argumento hacia delante en el tiempo y luego hacia atrás se aprecian sus implicaciones. Viendo hacia delante, si los productores en conjunto están haciendo utilidades, cada productor individualmente buscará aumentar su producción para tener mayores utilidades, lo que puede hacerse

empleando más trabajadores y más medios de producción a la misma tasa de remuneración o incluso a mayor tasa de remuneración. Keynes formula una regla importante: la existencia de utilidades provocará una tasa mayor de empleo y remuneraciones de los trabajadores y de los medios de producción y viceversa.

Viendo hacia atrás, para que los productores puedan y estén dispuestos a producir a mayores costos de producción y a incrementar su producto, tienen que estar en posibilidades de contar con una adecuada cantidad de dinero y recursos de capital, lo que introduce en la dinámica económica a los bancos: la tasa de interés que se cargará por el uso de esos recursos no deberá ser tan alta como para detener el proceso. La cantidad de crédito que deberán pedir prestado para obtener suficiente cantidad de dinero dependerá de lo que el público haga con sus recursos, pero el sistema bancario funciona como factor de equilibrio. Para controlar el precio y la cantidad del crédito bancario, el sistema bancario necesita controlar el gasto agregado en producto.

Así, el primer eslabón en la secuencia causal que explica si los productores de bienes de inversión obtienen ganancias es el desempeño del sistema bancario; el segundo es el costo y el valor de la inversión; el tercero es el surgimiento de ganancias o pérdidas; y el cuarto es la tasa de remuneración ofrecida por los empresarios a los trabajadores y medios de producción. Variando el precio y la cantidad de crédito, el sistema bancario gobierna el valor de la inversión.³ La ganancia o pérdida de los productores dependerá del valor de la inversión más que del volumen del ahorro.

³ Keynes fue profesionalmente una persona que reconocía la endogeneidad del dinero (*an endogenous person*). Sin embargo, existe una gran discusión sobre si la oferta de dinero es exógena o endógena en el propio planteamiento de Keynes (Harcourt, 2006).

El nivel de precios del producto oscilará por encima o por debajo de la tasa de eficiencia de los ingresos, si el sistema bancario propicia que el valor de la inversión exceda o quede corto respecto al volumen de ahorro; la capacidad adquisitiva del dinero oscilará por encima o por debajo de la tasa de eficiencia de los ingresos si el sistema bancario está causando que el costo de la inversión exceda o quede corto respecto al volumen de ahorro. Si el sistema bancario controla el crédito, de modo que el ahorro sea igual al valor de la inversión, entonces el promedio del nivel de precios del producto será estable y corresponderá con la tasa promedio de remuneración de los factores de producción. Los picos y valles expresan las oscilaciones del crédito respecto de su posición de equilibrio.

De esta manera, el análisis que hace Keynes en el *Treatise on Money* sobre la relación inversión-ahorro dilucida la función de los bancos en la consecución del equilibrio de estos agregados económicos. Esta función se cumple con el desempeño normal de los bancos al cumplir con su función crediticia, de modo que “gobiernan el valor de la inversión”, haciéndolo igual al ahorro con base en el crédito otorgado.

Este planteamiento encuentra su fundamento, como Keynes lo reconoció (Keynes, 1953: 171), en el trabajo seminal de Schumpeter, la *Teoría del Desarrollo Económico*, publicado originalmente en 1911 y subtulado “Una investigación sobre las ganancias, el capital, el crédito, los intereses y el ciclo económico” (Schumpeter, 1967). Schumpeter propuso una teoría del crédito y del funcionamiento bancario que parte de la idea de que existen medios de pago que representan un derecho sobre una cierta cantidad de dinero, pudiendo sustituirle en determinadas circunstancias.

La creación de estos medios de pago la hacen los bancos, lo que “constituye su función fundamental” (Schumpeter, 1967: 107). Estos medios de pago se crean con el propósito de conceder

créditos. Los créditos que cumplen con esta característica son los destinados a financiar nuevas inversiones, lo que es la razón de ser de los bancos, al tiempo que constituyen la posibilidad de que individuos se conviertan en empresarios. Es, además, la explicación de la dinámica capitalista.

Schumpeter lo formula así:

... el empresario necesita crédito, en el sentido de una transferencia temporal en su beneficio de poder adquisitivo, si es que ha de producir, para poder llevar a cabo sus nuevas combinaciones; en una palabra, si es que ha de *convertirse* en empresario. Y ese poder de compra no le llega en forma automática... debe obtenerlo en préstamo. Si no lo obtiene es indudable que no puede transformarse en empresario... Sólo puede transformarse en empresario adquiriendo primeramente el carácter de deudor... Lo que precisa primeramente es crédito. Requiere poder adquisitivo antes de necesitar cualquier clase de bienes. Es el deudor típico en la sociedad capitalista (Schumpeter, 1967: 110-111).

La función de los bancos al otorgar crédito es que el empresario adquiera los bienes de producción que requiere. El crédito es decisivo en la constitución de la función del empresario. Esta función bancaria puede cumplirse retirando recursos para fondar el crédito con base en resultados anteriores, o bien creando *ad hoc* los medios de pago que hacen falta. Esta capacidad de creación de medios de pago, que indica la conexión entre el préstamo y los medios crediticios de pago, es lo que constituye la naturaleza esencial del fenómeno del crédito. De acuerdo con Schumpeter: "... el crédito es esencialmente la creación de poder de compra con el propósito de transferirlo al empresario, pero no simplemente la transferencia de poder de compra existente" (Schumpeter, 1967: 115).

Al plantear que se trata de la creación de medios de pago y no solamente de su redistribución, se muestra la capacidad del sistema bancario para crear dinero; lo que constituye la formulación

original sobre la endogeneidad del dinero: la capacidad autónoma de los bancos de crear medios de pago. La creación de medios crediticios de pago implica nuevo poder de compra, pero no incrementa el producto. Posibilita la existencia de una demanda nueva, lo que provoca un alza en los niveles de precios. En consecuencia, el proceso comprime el poder de compra existente ya que al nuevo poder de compra no corresponden bienes adicionales. Cuando terminan las modificaciones de precios, las mercancías se cambian por las viejas y nuevas unidades de poder adquisitivo con una menor capacidad de compra, desplazándose la distribución entre los individuos.

Una vez que el empresario ha completado su ciclo productivo debe regresar el dinero al banquero, habiendo enriquecido la corriente de bienes disponibles socialmente. Al hacerlo, el empresario retiene un saldo favorable en el propio banco que constituye su ganancia. El empresario puede hacer dos operaciones crediticias: primero, para financiar el proyecto de inversión toma un crédito de corto plazo que pagará, segundo, con la venta de obligaciones de largo plazo, que también requieren la intermediación de un banco.⁴

Otro problema importante abordado por Schumpeter es el límite a la creación de crédito. La respuesta a esta limitación incorpora las restricciones que derivan de la práctica vigente en 1911, cuando Schumpeter escribió la primera versión de su célebre libro. La primera restricción era que la moneda estaba obligatoriamente respaldada por oro en base a un cierto patrón, lo que establecía una limitación a la cantidad de dinero en circulación. Una segunda limitante tenía que ver con las particularidades del sistema bancario, conformado por diversos bancos comerciales y un banco de bancos, el banco central, que regulaba la práctica bancaria al controlar la expansión crediticia del sistema bancario estableciendo

⁴ Desde Schumpeter es clara la distinción en el sistema bancario entre un mercado de dinero y otro de capitales, los que funcionan con condiciones de costo y plazo diferentes y que pueden ser operados por diversas entidades financieras.

un coeficiente de reservas de capital sobre el volumen de crédito,⁵ fijando el apalancamiento de los bancos. El banco central, en esta concepción, no fija la cantidad de dinero en circulación sólo establece límites al apalancamiento bancario, controlando la capacidad de creación de medios de pago de los bancos. El dinero no es exógeno al sistema bancario, es enteramente endógeno.

La visión de Schumpeter y Keynes constituye un parteaguas respecto a la concepción económica dominante en la época y sigue siendo un importante factor de diferenciación entre las corrientes principales del pensamiento económico contemporáneo: de un lado, la concepción en la que se entiende que la inversión tiene el mando de la dinámica económica, reconociendo a los bancos como actores estelares en esa dinámica ya que permiten que las decisiones de inversión se concreten a través de la creación de crédito, lo que define las distintas escuelas keynesianas y, de otro lado, la idea de que el ahorro es el elemento determinante de la dinámica económica y que la frugalidad de los empresarios es fundamental para que haya acumulación, lo que constituye la visión neoclásica convencional.

La secuencia en el planteamiento de Schumpeter y de Keynes difiere de la economía dominante: los bancos primero dan crédito y luego fondean la operación, lo que les convierte en creadores de dinero. La política de la autoridad monetaria busca limitar esa capacidad de creación monetaria, estableciendo restricciones al apalancamiento y controlando el precio de los recursos que los bancos requieren para llevar su operación crediticia, además de lo que le permitía la captación de depósitos, a través de la determinación de una tasa de interés de referencia. Este es el

⁵ En términos de la clasificación de las etapas del desarrollo bancario propuesta por Victoria Chick, que presentaremos unas páginas adelante, se trata de la tercera etapa (Chick, 1986).

argumento fundamental en el que se sostiene la construcción teórica poskeynesiana:

La oferta de dinero aparece como determinada por la base monetaria, de modo que es exógena ya que está bajo el control del banco central. Ya que la función de oferta de dinero es vertical en el espacio de la tasa de interés puede ser llamada posición verticalista... Tan pronto como una unidad económica tiene líneas de crédito inutilizadas, la oferta nominal de crédito nunca está restringida cuantitativamente por el banco central. Cuando las unidades económicas, individual o agregadamente, desean incrementar su efectivo, siempre podrán hacerlo a cierto precio. Este precio es establecido por el banco central como el oferente final de dinero. Una oferta de crédito perfectamente elástica en el corto plazo es una precondition necesaria para mantener liquidez en el sistema. Dado que la función de oferta de dinero implicada es horizontal en el espacio de la tasa de interés, se denominará posición horizontalista (Moore, 1988: x-xi).

Se trata del horizontalismo poskeynesiano, en contraste con la posición de la economía dominante que es verticalista. Esta manera de concebir a la oferta de crédito, la posición horizontalista, es esencial para comprender la colosal expansión crediticia de los primeros años del siglo XXI.

II. La *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*: otro planteamiento de la relación inversión-ahorro, crédito y capacidad de las autoridades monetarias.

En la *Teoría General*, publicada en 1936, el planteamiento de Keynes respecto a la relación inversión-ahorro y a su función en la dinámica económica difiere sustancialmente de lo que estableció en el *Treatise* de 1930. Keynes lo señaló de la siguiente manera: "... los términos *ahorro* e *inversión*... necesariamente tienen que resultar iguales en cantidad y, para la comunidad en conjunto, son meros aspectos de una misma cosa. Algunos escritores contemporáneos (yo mismo en mi *Treatise on Money*) han dado,

sin embargo, definiciones especiales de estos términos según las cuales no son necesariamente iguales” (Keynes, 1992: 75).

Para argumentar esta nueva apreciación Keynes señala: “Que yo sepa, todo el mundo está de acuerdo en que *ahorro* significa el excedente del ingreso sobre los gastos de consumo” (Keynes, 1992: 63). La inversión corriente, por su parte, se entiende como “la adición corriente al valor del equipo de capital que ha resultado de la actividad productiva del período que se considere. Esto equivale claramente a lo que acabamos de definir como ahorro; porque es aquella parte del ingreso del período que no se ha gastado en consumo” (Keynes, 1992: 64).

Más adelante anota que:

... como el monto del ahorro es una consecuencia del proceder colectivo de los consumidores individuales, y el monto de la inversión lo es de la conducta colectiva de los empresarios individuales, estas dos cantidades son necesariamente iguales, ya que cada una de ellas es igual al excedente del ingreso sobre el consumo... Si se admite que el ingreso es igual al valor de la producción corriente, que la inversión es igual al valor de aquella parte de dicha producción que no se ha consumido y que el ahorro es igual al excedente del ingreso sobre el consumo, la igualdad entre el ahorro y la inversión es una consecuencia necesaria... Por consiguiente, en conjunto el excedente del ingreso sobre el consumo, al que llamamos ahorro, no puede diferir de la adición al equipo de capital, al que llamamos inversión. Lo mismo pasa con el ahorro neto y con la inversión neta (Keynes 1992: 64).

Para Keynes, mientras la definición de ahorro entendido como “el excedente de ingreso sobre lo que se gasta en consumo” (Keynes, 1992: 75) es ampliamente aceptada, pudiera haber diferencias en las definiciones de ingreso e inversión. Por inversión se entiende la compra individual o colectiva de un activo nuevo o viejo, físico o financiero, aunque Keynes advierte que inversión se asocia a incrementos en el equipo de producción, fijo o circulante. Sin

embargo, una versión laxa de este aumento en bienes de capital es que incrementos en el capital líquido también pueden ser en los bienes de capital.

Establecido esto, Keynes en la *Teoría General* debate contra la interpretación del *Treatise*, que plantea que existen divergencias entre ahorro e inversión explicadas por cómo se entiende el ingreso. En el *Treatise*, Keynes utilizó una definición de ingreso en la que se consideraba ingreso de los empresarios no las ganancias que realmente han logrado sino su “ganancia normal”. Así, cuando existía un excedente del ahorro sobre la inversión quería decir que la escala de producción era tal que los empresarios estaban obteniendo una ganancia inferior a la normal como propietarios del equipo de capital; y cuando se planteaba la existencia de un excedente mayor del ahorro sobre la inversión se entendía que se estaban reduciendo las ganancias reales de tal manera que los empresarios tendrían motivo para contraer la producción (Keynes, 1992: 77).

En la *Teoría General* el planteamiento es que “el empresario fija el volumen de ocupación (y, en consecuencia, el de la producción y del ingreso real) impulsado por el deseo de obtener un máximo de ganancias presentes y futuras...” Esto conduce al siguiente planteamiento:

El concepto de *cambios* en el excedente de la inversión sobre el ahorro, que sustenté en mi *Treatise on Money*, era una forma de manejar los cambios en las ganancias... Dije allí que el cambio en el excedente de la inversión sobre el ahorro era la fuerza motora que regía las modificaciones en el volumen de la producción. De este modo resulta que el nuevo argumento... es esencialmente un desarrollo del anterior. Expresado en el lenguaje de mi *Treatise on Money*, diría así: dado el volumen anterior de ocupación y producción, la expectativa de un aumento en el excedente de la inversión sobre el ahorro inducirá a los empresarios a aumentar la magnitud de aquellas. La importancia de mis razonamientos anteriores y actuales reside en su intento de mostrar que el volumen de ocupación está determinado por las previsiones de la demanda efectiva hechas por los empresarios,

siendo criterio para un aumento de dicha demanda la expectativa de un incremento relativo de la inversión sobre el ahorro, de acuerdo con la definición dada en mi *Treatise on Money*. Pero mi exposición en este libro es, por supuesto, muy confusa e incompleta... (Keynes, 1992: 78-79).

Keynes insiste en que la posibilidad de que ahorro e inversión puedan ser diferentes, “sólo se explica por una ilusión óptica debida a que la relación entre un depositante individual y su banco se considera como una operación unilateral, en vez de bilateral, como es en realidad”. Contrariamente a lo planteado en el *Treatise*, siguiendo las consideraciones de Schumpeter, el señalamiento en la *Teoría General* que altera la concepción de la relación inversión-ahorro y el papel de los bancos es que la creación de crédito por parte del sistema bancario pudiera no corresponder con algún ‘ahorro genuino’, solamente puede resultar de aislar una de las consecuencias del aumento del crédito de las restantes. “Si la concesión a un empresario de un crédito bancario adicional sobre los créditos que ya existían previamente le permite añadir algo a su inversión actual... los ingresos aumentarán por necesidad, y en una proporción que normalmente excederá del aumento de la inversión” (Keynes, 1992: 81).

Incluso reconoce que un aumento inesperado en la inversión pudiera generar una irregularidad en la tasa de ahorro y de la inversión total, pero, en todo caso, se debe a un defecto en la planeación y no a que existe esa diferencia. El aumento en el crédito bancario genera tres tendencias: i] aumento de la producción, ii] alza en el valor del producto marginal medido en unidades de salario y iii] alza en la unidad de salarios en términos monetarios. Estas tendencias afectan la distribución del ingreso entre los diferentes grupos. La conclusión de Keynes es importante, ya que modifica el planteamiento del *Treatise*: “el punto de vista pasado de moda de que el ahorro siempre supone inversión, aunque incompleto y desorientador, es formalmente más

sólido que el novedoso según el cual puede haber ahorro sin inversión o inversión sin ‘ahorro genuino’”.

Esta conclusión se amplía al señalar que:

... la igualdad se produce por el hecho de que el volumen de dinero que la gente decida conservar no es independiente de sus ingresos o de los precios de las cosas (primordialmente valores), cuya compra es la disyuntiva natural de la conservación de dinero. De este modo, los ingresos, lo mismo que los precios, necesariamente cambian hasta que el monto de las sumas totales de dinero que los individuos deciden guardar en el nuevo nivel de ingresos y precios así logrado, llega a ser igual a la suma de dinero creada por el sistema bancario. Ésta es, en verdad, la proposición fundamental de la teoría monetaria (Keynes, 1992: 83).

Con este planteamiento se desarrolla la concepción que rige la visión de Keynes en la *Teoría General* sobre la tasa de interés. El planteamiento que se sostiene niega la visión convencional de que la tasa de interés es el factor que iguala la demanda de ahorro, es decir, los requerimientos de dinero para nuevas inversiones, con la oferta de ahorro. Se refuta la idea de que la tasa de interés es la recompensa al ahorro o el pago por la espera en el consumo, para sostener que se trata de:

la recompensa por privarse de liquidez durante un período determinado. La tasa de interés no es el ‘precio’ que pone en equilibrio la demanda de recursos para invertir con la buena disposición para abstenerse del consumo presente. Es el ‘precio’ que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último (Keynes, 1992: 151-152).

Más adelante, Keynes recapitula el conjunto del análisis que desarrolló en la *Teoría General* a través de la formulación de las tres variables independientes finales de todo su planteamiento:

i] los tres factores psicológicos fundamentales, es decir, la propensión psicológica a consumir, la actitud psicológica respecto a

la liquidez y la expectativa psicológica de rendimiento futuro de los bienes de capital, ii] la unidad de salarios, tal como se determina por los convenios celebrados entre patronos y obreros, y iii] la cantidad de dinero, según se fija por la acción del banco central (Keynes, 1992: 218).

La tercera variable claramente propone una concepción que difiere de lo sostenido en el *Treatise*. En la *Teoría General*, se propone una interpretación que entiende a la oferta de dinero como exógena a los bancos, determinada por el Banco Central y no por la demanda de los inversionistas (Moore, 1988: 195). Resulta difícil sostener que esta distinta formulación de Keynes es el resultado de “la construcción de un sistema parcial, que tenía en mente las implicaciones de la limitación del conocimiento. En consecuencia, el pasaje debe interpretarse como una consideración que sostiene que la oferta de dinero está dada, no que sea exógena” (Dow, 1997).

Es claro que hay una diferencia entre lo que Keynes sostuvo en el *Treatise* y lo que plantea en la *Teoría General*:

Aunque en la *Teoría General* Keynes decidió mantener que el stock de dinero era exógeno, controlado por las autoridades monetarias, en el *Treatise* no lo hizo. Hay una amplia evidencia de que en los primeros escritos Keynes reconoció completamente la endogeneidad del sistema de creación de dinero a través del crédito, en el cual la oferta monetaria es manejada por la demanda de crédito bancario para financiar los aumentos en los requerimientos de capital de trabajo. Sin embargo, Keynes falló en entender que estos desarrollos iniciales ofrecían el verdadero escape que había estado buscando por largo tiempo respecto a la teoría cuantitativa del dinero (Moore, 1988: 172).

Una consideración que ayuda a explicar estas diferencias está en las características del sistema bancario y de la operación crediticia de la época que se escribía la *Teoría General*. El funcionamiento del sistema bancario a mediados de los años treinta pudiera explicar las dudas de Keynes sobre la endogeneidad del crédito y la capacidad del Banco Central para determinar la cantidad de dinero. Lo que pudiera aceptarse es que el funcionamiento de ese mismo sistema bancario siete décadas después, es decir, en los momentos previos a la Gran Recesión de 2007-09, le hubiera llevado indudablemente a sostener las tesis del *Treatise*⁶ (Dow, 1997 y Chick, 1988).

III. Los artículos de 1937: *Las teorías alternativas de la tasa de interés y La teoría ex-ante de la tasa de interés.*

En respuesta a comentarios y críticas a la *Teoría General*, Keynes precisó en varios artículos publicados después de 1936 algunos planteamientos fundamentales. Para el tema de este trabajo, dos de estos artículos resultan fundamentales ya que su atención se localiza en la tasa de interés y, en consecuencia, en la oferta de

⁶ “Keynes parecía... haber asumido en la *General Theory* un tipo de dinero exógeno y una curva de oferta de dinero que era vertical en el nivel fijado por las decisiones de política monetaria del banco central. Entonces, ¿cómo podía ser invocado su nombre como el del santo patrón de la teoría poskeynesiana del dinero endógeno? Una respuesta consistía en minimizar la importancia de la *General Theory* y concentrarse en los primeros escritos (particularmente en el *Treatise on Money*) y en los posteriores a 1936. Esa fue la posición adoptada por Graziani y los teóricos del circuito monetario. Una segunda respuesta consistía en afirmar que Keynes había estado muy cerca de desarrollar un modelo de dinero endógeno en la *General Theory*, pero le había faltado el valor de dar el último y definitivo paso (Moore, 1988, cap. 8). Chick planteó una tercera interpretación, compatible con esta segunda, según la cual la indecisión de Keynes reflejaba las particulares circunstancias institucionales de los años treinta. Distinguía así cinco etapas del desarrollo bancario, comenzando con aquella en la que los bancos eran en gran parte usados para depositar los ahorros. En las fases posteriores, los depósitos bancarios pasaban a tener importancia como medios de pago, una vez desarrollados los mecanismos de préstamo interbancario, se establecía el principio de prestamista de última instancia y, por último, la gestión de la deuda surgía como el principio guía del comportamiento bancario. No era hasta la segunda fase de este desarrollo cuando la inversión comenzaba a dirigir al ahorro y sólo en la cuarta fase (que no se desarrolló completamente hasta los años setenta) la oferta de dinero pasó a ser verdaderamente endógena. Por lo tanto, el análisis hecho por Keynes del dinero exógeno era una aproximación razonable a las condiciones reales de su tiempo (Chick, 1985)” (King, 2009: 176)

dinero. Keynes discutió el papel de los bancos en la creación de crédito, así como la capacidad de las autoridades monetarias para controlar la oferta de dinero.

En el primer artículo, “*Las teorías alternativas de la tasa de interés*”, Keynes describe la ruta de la demanda de dinero que siguen los inversionistas. La inversión planeada, o inversión *ex-ante*, tiene que asegurar su financiamiento antes que la inversión se dé, antes que el ahorro haya ocurrido.⁷ En consecuencia, tiene que construirse un puente entre el tiempo en el que se toma la decisión de inversión y el tiempo en el que ocurre realmente la inversión y después el ahorro. “Este servicio puede ser ofrecido tanto por el nuevo mercado de emisiones como por los bancos” (Keynes, 1937a: 246). Los compromisos establecidos para financiar esa inversión pueden exceder lo que el mercado está dispuesto a financiar. Si la inversión se va dando a un ritmo estable su financiamiento puede cubrirse con fondos revolventes, pero si su ritmo es creciente el nuevo financiamiento requerido constituirá una demanda adicional de dinero.

Esta presión para asegurar un mayor financiamiento pudiera fácilmente afectar la tasa de interés, ya que habrá mayor demanda de dinero y aunque el sistema bancario esté preparado para aumentar la oferta de dinero, la falta de recursos en el sistema financiero puede resultar un obstáculo importante para que las decisiones de inversión puedan ser financiadas simultáneamente. A Keynes le interesaba precisar que el financiamiento es diferente que el ahorro: “Financiamiento y obligaciones para financiar son simplemente entradas de crédito y débito que permiten a los

⁷ “...ya en 1937, Keynes había demostrado la naturaleza endógena del proceso de oferta de dinero a través de su discusión del móvil financiero, donde explicaba el nivel de endeudamiento de los bancos en términos del nivel deseado del gasto de inversión” (King, 2009: 171).

empresarios avanzar con seguridad” (Keynes, 1937a: 247). Su argumentación regresa al planteamiento del *Treatise*.

Por esta razón, es posible cierta confusión entre el concepto de crédito entendido en el sentido de financiar, crédito en el sentido de préstamos bancarios y crédito en el sentido de ahorro. Dejando de lado la segunda acepción, es posible que la confusión entre las otras dos se deba a la diferencia entre flujos y acervos: crédito en términos de financiar parece un flujo de inversión, un fondo revolvente que puede usarse una y otra vez, lo que significa que nunca se agotan los recursos disponibles. Los mismos recursos pueden cubrir una inversión, luego otra y una más, etc. Pero crédito en el sentido de ahorro, nos remite a un acervo: cada nueva inversión tiene un nuevo ahorro relacionado, de modo que ese ahorro sólo puede ser usado una vez ya que constituye una adición al *stock* de activos.

Por eso, crédito en el sentido de financiar es uno de los factores que influyen sobre la tasa de interés, ya que se trata literalmente de demanda de dinero. Sin embargo, el financiamiento no es la única fuente de la demanda de dinero y de los términos en que se ofrece a través de los bancos o del mercado de emisiones en el que también participan bancos, aunque en algunos casos nacionales las características regulatorias obligan a diferenciarlos. Es el precio por la liquidez, en consecuencia, lo que determina la tasa de interés a la que ese financiamiento es obtenible. Este planteamiento es útil, además, para mostrar que una fuerte demanda de inversión puede agotar el mercado y elevar las posibilidades de financiamiento en condiciones razonables.

Puede decirse que las ‘facilidades’ de financiamiento son las que regulan el ritmo de la nueva inversión. De aquí se deriva una conclusión importante: si el sistema bancario elige hacer el financiamiento disponible y ocurre la inversión planeada, financiada a través de nuevas emisiones de papel, el nivel de ingreso que se generará resultará necesariamente mayor que el

monto de ahorro que requieren las nuevas inversiones. “El control del financiamiento es, en verdad, un potente, aunque a veces peligroso, método de regular la tasa de inversión. Sin embargo, se trata sólo de otra manera de expresar el poder que tienen los bancos a través de su control sobre la demanda de dinero, es decir, sobre la liquidez” (Keynes, 1937a: 248).

De nuevo, como en el *Treatise*, Keynes propone una interpretación en la que a los bancos les competen funciones decisivas en la dinámica económica. La inversión, central para explicar el comportamiento de una economía, es a su vez, controlada por los bancos en función de su capacidad para responder a la demanda de dinero. En la propuesta analítica presentada en la *Teoría General* la novedad consistía no en sostener que ahorro e inversión a nivel agregado eran iguales, sino en la proposición de que es el nivel de ingreso, no la tasa de interés, el que asegura esa igualdad. Por eso, ya que la tasa de interés no está determinada por la oferta y la demanda de dinero, como cualquier otro precio, Keynes sostiene que la tasa de interés de un préstamo de cierta calidad y madurez tiene que ser establecida en un nivel en el que se iguale la atracción de mantener ocioso al dinero con el mantenimiento del préstamo. Keynes reconoce que este planteamiento pudiera parecer que no lleva a ningún lado, pero ofrece un piso firme e inteligible del que partir.

Este postulado podría expresarse señalando que la tasa de interés sirve para igualar la demanda y oferta de ‘acaparamiento’ de dinero, debe ser suficientemente alta para desestimular una creciente propensión a acaparar dinero en relación con la oferta de recursos financieros ociosos disponibles.

La función de la tasa de interés es modificar el precio-dinero de los activos de capital de modo que iguale la atracción de acaparar esos activos y la de acaparar dinero. Esto no tiene nada que ver con el ahorro corriente y las nuevas inversiones. Nunca habrá excedentes

disponibles acaparados de ahorro corriente por encima de la inversión corriente... Si los bancos se mantienen firmes, una creciente propensión a acaparar elevará la tasa de interés y, en consecuencia, reducirá el precio de los activos de capital distintos del dinero... La tasa de interés es, si se quiere, el precio por dejar de acaparar en el sentido que mide el sacrificio pecuniario que el acaparador piensa que vale lo suficiente para preferir otros activos cuyo valor presente les iguala (Keynes, 1937a: 250).

Tras la respuesta a sus críticos en junio de 1937, estos respondieron publicando sus opiniones en el número siguiente, el de septiembre de *The Economic Journal*. Estas nuevas consideraciones, llevaron a Keynes a insistir sobre el tema con el artículo “*La teoría ex-ante de la tasa de interés*”, publicado en diciembre de 1937 en el que detalla su concepción sobre importantes asuntos monetarios. En este texto, distingue los conceptos de ahorro *ex-ante* e inversión *ex-ante*, entendiendo que el monto del ahorro *ex-ante* de cierto período depende de las decisiones subjetivas hechas durante ese período para reservar cierto ahorro del ingreso que se acumulará subsecuentemente.

De manera similar, el monto de inversión *ex-ante* dependerá de las decisiones subjetivas de invertir, las que se concretarán subsecuentemente. Estas decisiones de inversión *ex-ante* son un fenómeno económico genuino, ya que una vez tomadas tienen que ser financiadas con crédito en adelanto al proceso real de inversión. Las decisiones de ahorrar, en cambio, no requieren ser tomadas al mismo tiempo que las decisiones de inversión en relación con el futuro ingreso que tendrá que ahorrarse. Por tanto, resulta claro que el crédito o financiamiento requerido para la inversión *ex-ante* no es ofrecido por el ahorro *ex-ante*.

El empresario que decide invertir tiene que resolver dos cosas: primero, tiene que obtener suficiente financiamiento de corto plazo para el período en el que se está produciendo la inversión; segundo, tiene que fondear ese financiamiento para cubrir sus obligaciones de corto plazo con emisiones de largo plazo en

condiciones financieras adecuadas. Ahora bien, la oferta de financiamiento requerida para la inversión *ex-ante* dependerá de las condiciones existentes en la preferencia por la liquidez, junto con la oferta de dinero tal como es establecida por el sistema bancario.

Puede decirse que, en consecuencia, la tasa de interés relevante para las decisiones de inversión *ex-ante* está determinada por el *stock* de dinero existente y por el estado de las preferencias por la liquidez, en el momento en el que el financiamiento es requerido para que las decisiones de inversión sean concretadas. El estado de las preferencias por la liquidez determina el precio de ese *stock* de dinero, ya que es posible que durante el tiempo que media entre la decisión de inversión y cuando la inversión ocurre, hace falta que alguien acepte entregar su liquidez. “Para que el empresario se sienta lo suficientemente líquido para embarcarse en la transacción, alguien diferente tiene que estar de acuerdo en mantenerse, aunque sólo durante ese lapso de tiempo, más ilíquido que antes” (Keynes, 1937b: 665).

Sin embargo, este es uno de los factores que afectan el estado de las preferencias por la liquidez y, por cierto, no de los más importantes. En realidad, el financiamiento requerido en el lapso entre la toma de la decisión de invertir y su realización es fundamentalmente ofrecido por las entidades bancarias que organizan y administran los fondos revolventes. Fondos que, como lo señaló Keynes en “*Las teorías alternativas de la tasa de interés*”, no requieren ahorro. Simplificando, es posible plantear que este financiamiento es enteramente ofrecido por los bancos, es decir, no utiliza recursos ajenos del público o de mayoreo, de modo que esta función le da a la política de los bancos importancia en la determinación del ritmo en el que las nuevas inversiones pueden proceder.

Una conclusión importante se deriva:

... si la preferencia por la liquidez del público y de los bancos se mantienen sin cambio, un exceso de financiamiento requerido para el producto ex-ante (no es necesario escribir 'inversión' ya que es verdad que cualquier producto tiene que ser planeado antes) sobre el financiamiento liberado por el producto ex-post conducirá a un incremento en la tasa de interés y un decrecimiento hará caer la tasa (Keynes, 1937b: 667).

De lo que se sigue que la demanda por liquidez puede separarse en la demanda activa que depende de la situación actual y de la planeación de la escala de actividades y la demanda inactiva que depende del estado de confianza del tenedor inactivo de seguros y de los activos productivos. La oferta, por su parte, depende de las condiciones en que los bancos están preparados para estar más o menos líquidos. En determinadas condiciones de las expectativas, tanto la demanda activa como la inactiva dependerán de la tasa de interés. El ahorro no tiene papel alguno en estas determinaciones.

La transición de una escala de actividades menor a una mayor involucra crecimientos de la demanda de recursos líquidos de los que no podría disponerse si no hubiera un aumento en la tasa de interés,

a menos que los bancos estén listos para prestar más dinero o el público a desprenderse de más dinero a la tasa de interés existente... Esto quiere decir que, en general, los bancos tienen el papel fundamental en el tránsito de una menor a una mayor escala de actividades. Si los bancos rechazan relajar sus condiciones, habrá una congestión en los requerimientos de corto plazo del mercado de préstamos y de emisiones de capital, lo que inhibirá la mayor actividad, sin importar cuanto se propone el público ahorrar de sus futuros ingresos. Además, siempre será exactamente suficiente el ahorro ex-post para fondear la inversión ex-post... El mercado de inversiones puede congestionarse por una falta de dinero, pero nunca puede congestionarse por falta de ahorro. Esta es la más fundamental de mis conclusiones en este campo (Keynes, 1937b: 668-669).

En estos artículos se proponen desarrollos de excepcional importancia para entender la dinámica económica regida por la

inversión. De nuevo, como en el *Treatise*, Keynes entiende que la inversión *ex-ante* tiene que asegurarse los recursos antes de que el ahorro haya ocurrido, lo que pone de relieve el papel de los bancos en el otorgamiento de crédito y en el funcionamiento del mercado de capital para que las obligaciones de largo plazo emitidas por las empresas puedan colocarse. La distinción entre los tipos de crédito, financiamiento, préstamos y ahorro, es decir, entre flujos y stock de recursos, da cuenta de una característica distintiva del desarrollo del sistema bancario que, como se verá después, permite que los bancos creen dinero, primero, en un múltiplo controlado de sus reservas, pero luego liberados de las restricciones establecidas por las autoridades monetarias, esa creación de dinero opera con límites que pueden relajarse en función de innovaciones financieras que multiplican exponencialmente la operación crediticia. Esos límites son establecidos por los propios bancos en función de sus políticas de manejo de riesgo y, más importante aún, en función de sus requerimientos de rentabilidad.

IV. Evolución del sistema bancario y crisis bancaria

Un tema fundamental de la concepción poskeynesiana⁸ es la teoría de la endogeneidad del dinero, en la que la oferta de dinero no puede ser establecida por el banco central; lo que la determina es la demanda de crédito bancario. Esta es la primera y fundamental

⁸ “... la etiqueta <poskeynesiano> no ha disfrutado de un uso generalizado o consistente durante varias décadas. En los años cincuenta era empleado en algunas ocasiones, aunque con un sentido más cronológico que doctrinal, describiendo de una manera flexible una amplia variedad de desarrollos en macroeconomía posteriores a la publicación de la *General Theory*. De este modo, cuando Joan Robinson escribía sobre la <economía poskeynesiana> se estaba refiriendo a su propio trabajo teórico y al de sus colegas de Cambridge como Kahn y Kaldor... Por su parte, Kaldor había usado el término <poskeynesiano> en un sentido similar. En Estados Unidos, ese término también comprendía a la síntesis neoclásica... De forma bastante sorprendente, la tensión, que no inconsistencia, entre estos usos del término <poskeynesiano> parece no haberse resuelto hasta el momento...” (King, 2009:15).

característica de esta propuesta teórica (Wray, 1992). El crédito crea los depósitos. Para los poskeynesianos los bancos primero otorgan crédito, creando depósitos en el proceso. El dinero igual que los depósitos bancarios son endógenos y determinados por la demanda; no pueden ser impuestos por el banco central. Se trata de la “causalidad inversa”.⁹ El volumen de reservas y efectivo se relaciona directamente con la oferta de crédito bancario y con los depósitos a través del *divisor crediticio*. Las reservas y el efectivo son un cociente de la cantidad de dinero bancario (Lavoie, 2009).

Keynes¹⁰, en el capítulo 18 de la *Teoría General*, especificó tres variables independientes finales en las que se sostiene su planteamiento: una de ellas era la oferta de dinero.¹¹ El análisis de la economía convencional desarrollado por Keynes sugiere que entendía que la oferta de dinero era exógena. Sin embargo, la exploración de otros textos de Keynes, del *Treatise* y de los artículos de 1937, revela su comprensión del proceso de creación de dinero a través del crédito bancario y de las limitaciones en el control de la oferta de dinero por parte de las autoridades monetarias.

El tratamiento hecho por Keynes en la *Teoría General* en relación con que la oferta de dinero era controlable por las autoridades monetarias fue determinante en el rumbo seguido por la síntesis

⁹ “... el enfoque poskeynesiano aboga por la ‘causalidad inversa’: el crecimiento del deseo por gastar requiere financiamiento; si las instituciones financieras acomodan esta demanda por financiamiento, la oferta de dinero crece como el gasto. Los poskeynesianos insisten en que el crecimiento económico requiere un gasto deficitario neto, que sólo puede financiarse con creación de crédito” (Wray, 1992: 299).

¹⁰ Cfr. p. 31-37

¹¹ Desde la perspectiva marxista se concibe que el dinero es una relación social específica que expresa relaciones sociales de producción e intercambio. En este marco se sostiene que la ley del valor ordena los intercambios, lo que supone que la moneda corresponde con la producción mercantil. La secuencia M-D-M y D-M-D’ da cuenta de un intercambio de equivalentes que valida las relaciones capitalistas de producción (De Brunhoff, 1975).

neoclásica. Condujo, además, a la bifurcación de la teoría poskeynesiana: una enfocada en la preferencia por la liquidez y otra en la endogeneidad del dinero. Una reconsideración de la *Teoría General*¹² sugiere que el supuesto de la oferta de dinero exógena no es erróneo, es más bien un malentendido de su tratamiento del dinero en la *Teoría General* que ha conducido a una falsa dicotomía entre la teoría de la preferencia por la liquidez y la teoría de la endogeneidad del dinero. Además, el análisis de Keynes en el contexto del funcionamiento bancario contemporáneo le hubiera conducido a afirmar la endogeneidad del dinero y las enormes limitaciones de los bancos centrales para controlar la oferta de dinero (Dow, 1997 y Chick, 1993b).

El desarrollo del sistema bancario prueba la relevancia de la teoría de la endogeneidad del dinero¹³ y sirve, además, para explicar la primera crisis bancaria y financiera del siglo XXI. En este sentido, recogemos las etapas del desarrollo bancario propuestas por Victoria Chick (1988, 1992, y 1993b). Se identifican siete etapas cuya progresión puede caracterizarse como la creciente capacidad del sistema bancario para crear crédito,¹⁴ a las que en este trabajo añadiremos una etapa ocho. Estas etapas fueron concebidas para

¹² “Un punto que el propio Keynes admitió fue que su análisis estaba equivocado, o al menos incompleto, ya que había tomado como un hecho que los lectores de la *Teoría General* estaban familiarizados con el rico y detallado análisis institucional del dinero y del crédito del *Treatise on Money*, lo que le llevó a ofrecer un mero resumen en la *Teoría General*” (Harcourt, 2006: loc. 4966 e-book)

¹³ “...moneda externa y moneda interna eran por igual magnitudes exógenas, pues siempre existía una cantidad nominal de moneda fijada por el banco central. No es éste el caso, en cambio, de la moneda emitida por el sector bancario privado que es, a la vez, interna y endógena” (De Brunhoff, 1975: 111).

¹⁴ Las etapas del desarrollo bancario cubren un largo recorrido histórico, que arranca con el nacimiento del dinero y que acompaña el surgimiento y desarrollo de la producción capitalista. Las primeras etapas se mantienen muchas décadas, mientras que las últimas duran apenas unas cuantas. Se trata, por tanto, de etapas que no se corresponden con los períodos del capitalismo americano señalados por Minsky.

describir el funcionamiento del sistema bancario inglés y estadounidense, pero se les ha considerado aplicables para los países con sistemas bancarios desarrollados.¹⁵

En la etapa uno del desarrollo bancario los depósitos son mantenidos como ahorro más que como medios de pago. Los bancos son numerosos y segregados. Las obligaciones bancarias no se usan como medios de pago. Los bancos son principalmente receptores de ahorro. Los préstamos que otorga un banco no necesariamente le regresan como depósitos. Estos préstamos son notas de crédito y monedas. El dinero es, sin duda, exógeno. “Estas características implican que una expansión del crédito podría involucrar una sustancial pérdida de reservas incluso para el sistema en conjunto. Los bancos son, por esto, dependientes de los depósitos para reservas y de las reservas para su capacidad de préstamo” (Chick, 1992: 194). Mientras los bancos permanecen en esta etapa son simples conductos entre el ahorro y el uso de esos recursos para inversión. “En esta circunstancia el ahorro determina el volumen de inversión” (Chick, 1992: 195).

En la etapa dos los bancos se han fusionado en unidades mayores. Aparecen las sucursales, lo que hace que el riesgo del sistema bancario crezca. El sistema bancario ha ganado la confianza del público. Se consolidan arreglos para operaciones de compensación interbancaria, lo que lleva a que los depósitos se conviertan en medios aceptados de pago.¹⁶ Esta característica es crucial: los depósitos dejan de representar solo ahorro, sirven ya para transacciones que financian el circuito del consumo, moviéndose

¹⁵ En una nota aclaratoria, V. Chick en relación con referir exclusivamente el desarrollo bancario inglés planteó: “Una perspectiva tan restringida amerita una disculpa... Mi explicación es que tengo un insuficiente conocimiento de otros sistemas, lo que me obliga a disculparme, pero tengo la intuición que la historia de la actividad bancaria sigue patrones universales amplios, aunque con variaciones importantes” (Chick, 2010: 268).

¹⁶ Se trata del primer paso en la aparición de equivalentes del dinero metálico de aceptación universal. En esta etapa dos del desarrollo bancario los títulos bancarios que se emiten son aceptados exclusivamente por el banco emisor responsable.

de un banco a otro sin salir del sistema bancario. Los préstamos son mantenidos como depósitos. Los bancos pueden prestar un múltiplo de sus reservas. El dinero sigue siendo exógeno. Nace una nueva relación en la que uno de esos bancos fusionados empieza a asumir un papel adicional: operar como guardián de una parte de las reservas de los otros bancos, es decir, aparece un banco de bancos.¹⁷ “Los bancos... son todavía pasivos en relación con la búsqueda de reservas que creen depósitos; las reservas llegan al sistema bancario a través de cambios en las preferencias del público respecto a mantener su liquidez, lo que crece en importancia con el tiempo, a través de las operaciones de mercado abierto del banco central” (Chick, 1992: 196).

En la etapa tres de la evolución bancaria se desarrolla el mercado interbancario, lo que permite a los bancos operar muy cerca de la tasa de reservas mínimas requeridas (Howells, 2001). Se consolida la función de uno de los bancos del sistema bancario como banco de bancos. Hasta esta tercera etapa los bancos habían sido capaces de incrementar el multiplicador bancario y la velocidad con la que operaban, pero el múltiplo estaba restringido a un cierto volumen de reservas bancarias en relación con los créditos otorgados. “Las posibilidades abiertas a los bancos individuales permiten un acercamiento muy estrecho a las del sistema en conjunto. El mecanismo causal de la etapa dos aún aplica; el ‘multiplicador de los depósitos bancarios’ actúa más rápidamente” (Chick, 1992: 196).

¹⁷ “El carácter y el papel del banco central son inseparables de la estructura del sistema de crédito de una economía capitalista... el sistema capitalista de crédito tiene una estructura piramidal en la que se resumen (en tres sucesivos planos y de arriba hacia abajo): relaciones en el mercado de dinero, relaciones crediticias entre bancos individuales y, surgen espontáneamente, relaciones de crédito entre empresas comerciales. La pirámide del sistema de crédito descansa sobre relaciones capitalistas de acumulación desarrolladas por capitales comerciales e industriales” (Lapavistas, 2001: 180).

La etapa cuatro representa un cambio crucial: en esta etapa el banco central, el banco de bancos consolida su papel de prestamista de última instancia. Responsabilidad fundamental para mantener la confianza en el sistema bancario ya que opera firmemente en situaciones críticas, tal como lo formulara Bagehot (1968).¹⁸ El banco central ya acepta plenamente su responsabilidad con la estabilidad del sistema financiero. Con la expectativa de que esta política del banco central se mantuviera, los bancos podían expandir la capacidad de las reservas del sistema (Chick, 1992). Los bancos ya no estaban restringidos por sus reservas, aunque todavía estaban sujetos a requerimientos de reservas y a un determinado cociente de apalancamiento.

El banco central podía manipular la demanda de sus recursos moviendo la tasa de interés. Si los bancos estaban dispuestos a pagar para tomar prestados esos recursos del banco central a la tasa de interés establecida, entonces se relajaba sustancialmente el límite a la creación de crédito.

Si la política de tasas de interés estables se mantiene, las reservas virtualmente desaparecen como restricción al desempeño bancario. Los bancos son capaces de producir un crecimiento razonable en la demanda de crédito. Como resultado los depósitos crecerán y las reservas caerán para todo el sistema. Este mecanismo, muy utilizado en Gran Bretaña por el Banco de Inglaterra, ha sido referido como ‘prestamista de primera instancia’ (Chick, 1992: 197).

Esta es la etapa en la que la oferta de dinero se convierte en endógena: los préstamos crean depósitos y los bancos tienen que encontrar recursos, generalmente, pero no de manera exclusiva, de un banco central dispuesto a prestarlos. Corresponde a lo que Schumpeter describió a principios del siglo XX, cuando la restricción establecida por el patrón monetario ligado al oro

¹⁸ Se trata del famoso *dictum* de Bagehot. En la crisis de 2007-09 aún se mantiene como un principio rector del funcionamiento de un banco central. Una ilustración de que esta forma de operar sigue vigente se encuentra en Madigan, 2009.

limitaba efectivamente la creación de dinero nuevo (Schumpeter, 1967).

La quinta etapa de evolución del sistema bancario ocurrió en Estados Unidos en los años sesenta y en el Reino Unido en los setentas del siglo pasado.¹⁹ Etapa marcada por el inicio de una dura competencia entre grandes bancos nacionales que se están internacionalizando y luchan por posicionarse en los mercados mundiales. Son los tiempos de la administración de las obligaciones, es decir, del manejo de los pasivos de los bancos para ampliar la escala de operación crediticia y para incrementar la rentabilidad.

Hasta esta etapa todos los ajustes se realizaban en el lado activo de la hoja de balance. Los depósitos, después de la etapa uno, eran fundamentalmente una consecuencia pasiva de una política de crédito de los bancos sujeta a la disponibilidad de reservas. En la etapa cinco, los bancos activamente tratan de atraer y retener el ahorro que podía estar depositado en otras instituciones financieras o en instrumentos financieros corporativos o gubernamentales (Chick, 1992: 198).

La administración de las obligaciones se desarrolló intensificando la competencia financiera. Los bancos buscaban oportunidades para otorgar préstamos, ocupándose del fondeo de los depósitos, compitiendo con la tasa de interés para obtener esos depósitos e incrementando los recursos de los que podía disponer el mercado.

Los años setenta vieron una gran expansión del crédito bancario, así como de la técnica de subastar por depósitos de mayoreo a tasas negociadas –justamente lo que se entiende por administrar obligaciones- que se afinó con la práctica. Los bancos estaban bajo considerable presión, particularmente de las sociedades corporativas,

¹⁹ A partir de esta quinta etapa se consolida la endogeneización de la oferta de dinero. Estas son las características en las que se sostiene que si Keynes hubiera visto operar a los bancos en este momento habría corregido su exposición de la Teoría General (Chick, 1992 y 1993b y Dow, 1997).

y respondieron con una estrategia de crecimiento y diversificación de sus portafolios de crédito, incluyendo préstamos a largo plazo a negocios e hipotecas (Chick, 1988: 39).

En esta etapa el banco central, cuya existencia se ha consolidado al convertirse en banco del estado y no solamente banco de bancos, se resiste a ofrecer dinero a la tasa existente.

Los subsecuentes desarrollos²⁰ han mostrado la naturaleza de la expansión masiva de crédito de los setentas;²¹ los bancos eligieron cubrir la demanda de crédito que no había sido desalentada por el incremento en la tasa de interés,²² encontrándose con que su portafolio de préstamos era insostenible y con la preocupación de las autoridades monetarias por las reservas que debían constituirse en relación con su capital. La política monetaria de los bancos centrales, en consecuencia, consistía en manejar la tasa de interés del mercado y establecer cocientes adecuados de capital, lo que

²⁰ En términos más amplios esta etapa del desarrollo bancario corresponde a la implantación del neoliberalismo, que puede entenderse como “la expresión de la voluntad de una clase de propietarios capitalistas, las finanzas, de restablecer –en un contexto general de retroceso de las luchas populares- su ingreso y su poder; efectivamente disminuidos durante los 30 gloriosos. Esta lucha por la hegemonía a menudo está disfrazada con el ropaje de una necesidad material, técnica, la de la mundialización de la economía y, más específicamente, de la globalización de los mercados. Este reino de los pretendidos mercados no es otra cosa que el de las finanzas. Mundialización, ciertamente, pero mundialización neoliberal. Se trata del poder de una clase; y si se quiere hablar de internacionalización su centro es aún estadounidense” (Duménil y Lévy, 2007: 12).

²¹ No solamente se expandió el crédito. “...el surgimiento del sistema bancario en la sombra en Estados Unidos puede rastrearse tan lejos como los primeros años de la década de los setenta. Su más importante componente es la deuda titulizada, o simplemente deuda respaldada con activos bancarios (muchos de los cuales eran deuda titulizada a su vez), como bonos del Tesoro de EE UU y agencias gubernamentales, corporativos, papel comercial, valores respaldados con hipotecas (MBS’s), acciones, etc. “(Acharya y Öncü, 2010: loc. 6935-52). Gran parte de esta deuda titulizada estaba en los famosos repos, “acuerdos de recompra”.

²² “El crecimiento fue conducido por una demanda de crédito que durante este período parecía virtualmente insensible a la tasa de interés que se cargaba. Sin embargo, la demanda no estaba principalmente dirigida a financiar inversión... Mucha de la demanda por los créditos resultaba del incremento de las transacciones derivadas de los aumentos de precios. Otra causa era la especulación sobre propiedades y otros activos reales y la percepción de que los créditos bancarios para adquirir activos financieros reales era una buena decisión” (Chick, 1988: 39).

introdujo un nuevo elemento de endogeneidad en el proceso de creación de crédito. Con la política de incrementos a la tasa de interés, que trataba de controlar a los solicitantes de crédito, el mercado de valores como oferente de capital se convirtió en la instancia financiera que determinaba los límites a la creación de crédito bancario ya que los bancos se fondeaban en ese mercado de mayoreo,²³ a través de la emisión de obligaciones de mediano y largo plazo y de la venta de parte de su capital accionario.

La sexta etapa del desarrollo bancario²⁴ se concentra en la titulización.²⁵ En los años ochenta los bancos intentan liquidar parte de sus portafolios de préstamos para reducir su exposición al riesgo y cubrir los requerimientos de capital, en condiciones en que el mercado de valores está menos dispuesto a ofrecer capital. Las restricciones contables al crecimiento bancario están en que los créditos otorgables a la tasa de interés del mercado estén en función de la solvencia de los solicitantes, así como de la solvencia

²³ “Durante el período de alta inflación de los años setenta y principios de los ochenta, el incremento de las tasas de interés de corto plazo hizo que los repos se volvieran inversiones atractivas de corto plazo para tenedores de grandes cantidades de dinero ocioso. Un número creciente de corporaciones, gobiernos locales y estatales y, dado el fortalecimiento de los operadores de valores, hasta escuelas distritales y otros pequeños ahorradores, depositaron su dinero en bancos que negociaban repos [*repo banks*] para ganar intereses mayores que los que obtendrían si depositaran su dinero en bancos comerciales que no pagaban intereses por esos depósitos” (Acharya y Öncü, 2010: loc. 7022-39).

²⁴ En términos de regímenes de acumulación, se ha planteado que a finales de los años setenta entró en crisis el modo de regulación y acumulación fordista siendo sustituido por un régimen de acumulación con dominación financiera. Este régimen entraña una transformación profunda en el funcionamiento de los sistemas financieros. “Se produce así la llamada ‘securitización’ o bursalitización (predominio de los mercados de obligaciones) del sistema financiero, donde los bancos de inversión, generalmente ligados a grandes bancos comerciales, y los intermediarios financieros no bancarios, juegan un rol creciente” (Guillén, 2009: 31).

²⁵ Utilizamos la expresión titulaciones para traducir el término *securitization*. Alicia Girón y Alma Chapoy explican esta traducción de la siguiente manera: “Siendo una palabra que no existe en español, se decidió utilizar titulaciones que es la forma en que se traduce ‘*securitization*’ (derivada de *securities*, valores o títulos) en las publicaciones del FMI” (Girón y Chapoy, 2009: 46).

del sistema bancario para cubrir con capital los requerimientos en relación con sus créditos (Chick, 1992).

En esta sexta etapa se presenta un cambio del mundo de la preferencia por la liquidez al mundo de los fondos prestables, en el que los bancos se retiran parcialmente del préstamo a favor del mercado de derivados, lo que resuelve las restricciones establecidas por los niveles de capitalización requeridos según el Acuerdo de Basilea I (Howells, 2001). Aparecen por primera vez las ventas de créditos a subsidiarias de los propios bancos, que cortan y rebanan esos créditos, distribuyéndolos entre el público inversionista;²⁶ al mismo tiempo, para obtener los recursos necesarios para comprar los créditos emiten obligaciones que colocan en los mercados globales. El modelo de operación de los bancos comerciales en Estados Unidos empieza a modificarse abandonando la intermediación entre crédito y depósito, aunque su consolidación no es posible debido a restricciones institucionales (Chick, 1993b). Los bancos de inversión, por su lado, inician nuevos desarrollos: incrementan sus operaciones por cuenta propia y se involucran en operaciones típicas de la banca comercial.

El desarrollo de la séptima etapa puede caracterizarse como la difusión de la situación del mercado de dinero y de capitales. La separación entre bancos y no-bancos se erosionó por la desregulación y por la competencia entre todas las entidades que participan en el mercado financiero. Los fondos altamente líquidos pueden crear crédito. Sus depósitos son parte de la oferta monetaria. De modo que, a diferencia del proceso de desintermediación ocurrido durante la sexta etapa, en esta nueva etapa es posible que las obligaciones de una amplia gama de

²⁶ Un planteamiento similar al de Victoria Chick es presentado por Niggle, pero considera solamente cinco etapas: la primera es el régimen de dinero-mercancía en donde la oferta de dinero es claramente exógena, determinada por los descubrimientos de oro; hasta la etapa 3ª la moneda sigue siendo exógena. En la 4ª y 5ª la aceptación del banco central como prestamista de última instancia es básica, así como el desarrollo del mercado interbancario. En estas dos últimas etapas la oferta de dinero es endógena (Niggle, 1990 y 1991).

instituciones se vuelvan tan líquidas que puedan ser tratadas como dinero, lo que amplía el proceso de creación de crédito (Chick, 1993b).

En 1936 cuando se publicó la *Teoría General*, el portafolio de los bancos, de los intermediarios financieros no bancarios, de las empresas no financieras y los hogares era diferente. En esta séptima etapa la división entre empresas financieras y no financieras había desaparecido, algunas firmas que no eran bancos desarrollaban funciones bancarias y otras entidades financieras de propósito específico proveían servicios bancarios a los clientes. Las empresas de cualquier sector económico, productivas y financieras, comparaban directamente los rendimientos esperados de una inversión física contra los de una inversión financiera, ya que ambas eran alternativas posibles e intercambiables y realizables instantáneamente. Los rendimientos en inversiones reales y financieras, el costo del crédito y la incertidumbre que rodeaba al futuro afectaban a todos los sectores económicos.

A finales de la década de los años noventa del siglo pasado, se inicia una nueva etapa, la octava, en el desarrollo del sistema bancario.²⁷ Los cambios institucionales distintivos son la abolición de la *Glass Steagall Act* y la decisión de la Reserva Federal que permitió a las compañías tenedoras del capital de los bancos ser propietarias de sus propios bancos de inversión. En este nuevo entorno legal, se modificó la función bancaria: de entidades ocupadas en respaldar con crédito la inversión creando el dinero

²⁷ Esta octava etapa no existe en los planteamientos de Chick. La hemos añadido porque nos parece que el funcionamiento bancario sufrió modificaciones importantes que hacen pertinente plantear la existencia de esta etapa adicional.

requerido²⁸ se convirtieron en entidades ocupadas en crear demanda adicional de crédito que ellas mismas cubrían.

En las condiciones cíclicas en las que se encontrara la economía, la importancia de la cartera de crédito ya no estaba en el cumplimiento adecuado de las obligaciones que se derivaban del ejercicio del propio crédito, sino que la finalidad era cobrar comisiones y honorarios por el otorgamiento del crédito. Una vez documentado y ejercido, inmediatamente se vendía a entidades creadas con el propósito específico de ‘cortarlo’ y ‘rebanarlo’ para venderlo en porciones que se reunían en paquetes estructurados.

El modelo de funcionamiento bancario se convirtió en una operación ocupada en originar créditos y distribuirlos inmediatamente a otros intermediarios financieros para que los vendieran. El nuevo modelo bancario de esta octava etapa es el de ‘originar y distribuir’. Los bancos que originan y distribuyen multiplican geométricamente la creación de crédito, el que al atomizarse y empaquetarse es distribuido por nuevas entidades financieras que amplían sustancialmente el mercado de productos financieros.

Los bancos de inversión, por su parte, consolidan una forma de funcionamiento en la que las operaciones por cuenta de terceros dejan de ser la parte importante de la operación, para ser ocupada por operaciones por cuenta propia en las que para colocar los papeles financieros en los que han invertido se convierten en prestamistas.

Además de operar en el mercado bursátil por cuenta propia, los bancos se involucraron cada vez más en el préstamo a fondos, a otras entidades para que éstas las utilizaran en sus propias actividades inversoras: los fondos de inversión libre (*hedge funds*), los denominados *private equity groups* (que operan con empresas), los

²⁸ Función en la que la fuente básica de utilidades estaba en el diferencial entre las tasas activas y las pasivas, es decir, en el margen financiero de esa operación crediticia.

special investment vehicles (SIV) y *conduits* creados por los propios bancos de inversión (Gowan, 2009: 8-9).

El nuevo modelo bancario estadounidense, incluyendo bancos comerciales, de inversión y el sistema bancario en la sombra, se generalizó en los países con mercados financieros complejos que operaban para grandes espacios regionales, como la Unión Europea. La consecuencia de esta globalización de la titulización, que simboliza la operación bancaria en un marco desregulado, fue que el concepto de riesgo se modificó. Lo relevante era que, además del riesgo que aceptaba cada entidad financiera global mundialmente importante, las grandes y complejas instituciones financieras (LCFI), o atendiendo a otras características las llamadas muy grandes para quebrar (TBTF), sus decisiones de inversión implicaban un riesgo para el sistema financiero global. Sin embargo, este riesgo sistémico no remite solamente a las decisiones financieras de estas grandes empresas. Las múltiples empresas de diverso tamaño que funcionan en el mercado, los *hedge funds*, los *private equity groups*, etc., también afectan el mercado global.

La consolidación de la octava etapa del desarrollo bancario incorpora una novedad decisiva: un creciente riesgo sistémico que carece de control, más importante globalmente que el riesgo moral. A la existencia de este nuevo riesgo no corresponden regulaciones del mismo carácter global, lo que provocó un incremento desmesurado del riesgo sistémico.

Bibliografía:

- Acharya, Viral V. y T. Sabri Öncü (2010). The Repurchase Agreement (Repo) Market, en Acharya, V., et. al. [editors]. *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance* (2010a). NYU Stern, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.

- Chick, Victoria (2010). *Sobre moeda, método e Keynes*. Editora Unicamp, Campinas.
- Chick, Victoria (1993a). “Source of finance recent changes in bank behaviour and the theory of investment and interest”, en Arestis, P. (edit.). *Money and Banking: issues for the Twenty-first Century*. MacMillan. London.
- Chick, Victoria (1993b). “The evolution of the banking system and the theory of Monetary Policy”, in Frowen, S. W. (edit.) *Monetary Theory and Monetary Policy: new tracks for the 1990's*. MacMillan. London.
- Chick, Victoria (1992). “The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest”, en Dow, Sheila C. y Philip Arestis (eds.) (1992). *On Money, Method and Keynes. Selected Essays of Victoria Chick*. St. Martin's Press. New York.
- Chick, Victoria (1988). “Sources of finance recent changes in bank behaviour and the theory of investment and interest”, en Arestis, P (edit.) (1988). *Contemporary issues of Money and Banking. Essays in honour of Stephen Frowen*. Macmillan. London.
- Davidson, Paul (2009). *The Keynes solution. The path to global economic prosperity*. Palgrave MacMillan. New York.
- De Brunhoff, Suzanne (1975). *La oferta de moneda. Crítica de un concepto*. Edit. Tiempo Contemporáneo. Buenos Aires.
- Dow, Sheila C. (1997). “Endogenous Money”, in Harcourt, G. C. and P. A. Riach (eds.) *A 'second edition' of The General Theory*. Routledge. London.
- Dow, Sheila C. (1996). “Why the banking system should be regulated”. *The Economic Journal*, 106 (may). Royal Economic Society. Blackwell Publishers. Oxford.
- Duménil, Gérard y Dominique Lévy (2007). *Crisis y salida de la crisis. Orden y desorden neoliberales*. Edit. Fondo de Cultura Económica. México
- Girón, Alicia y Alma Chapoy (2009). “Financiarización y titulización: un momento Minsky”, en *Revista EconomíaUNAM*, vol. 6, núm. 16, enero-abril
- Gowan, Peter (2009). “Crisis en el corazón del sistema”, en *New Left Review*, número 55, marzo-abril. Madrid.

- Guillén, Arturo (2009). “‘The party is over’ la crisis global y la recesión generalizada”, en *Economía UNAM* vol.6, núm. 16, enero-abril.
- Harcourt, G. C. (2006). *The Structure of Post- Keynesian Economics. The core contributions of the pioneers*. Cambridge University Press. Cambridge, U. K.
- Howells, Peter (2001). “The endogeneity of money”, in Arestis, Philip and Malcolm Sawyer (eds.). *Money, Finance and Capitalist Development*. Edward Elgar. Chetelham, UK
- Keynes, John M. (2009). *Essays in persuasion*. Classic House Books. New York.
- Keynes, John M. (1992). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Keynes, John M. (1953). *A Treatise on Money*. MacMillan and Co. Limited. London
- Keynes, John M. (1937a). “The General Theory of Employment”, *The Quarterly Journal of Economics*. February.
- Keynes, John M. (1937b). “Alternative theory of the rate of interest”, *Economic Journal* vol. 47, No. 186, june.
- Keynes, John M. (1937c). “The ‘ex-ante’ theory of the rate of interest”, *Economic Journal*, vol. 47, No.188, december.
- King, J. E. (2009). *Una historia de la economía poskeynesiana desde 1936*. Akal Ediciones. Madrid.
- Lapavitsas, Costas (2001). “Political economy of central Banks: agents of stability or sources of instability”, en Arestis, P. y M. Sawyer (eds.) (2001). *Money, finance and capitalist development*. Edward Elgar Publishing Limited. Northampton.
- Lastra, Rosa (1996). *Central Banking and Banking Regulation*. Financial Markets Group. London School of Economics and Political Science. London.
- Lavoie, Marc (2009). *Introduction of Post-Keynesian economics*. Palgrave MacMillan. London.

- Madigan, Brian (2009). “*Bagehot’s dictum in practice: formulating and implementing policies to combat financial crisis*”. Speech to the Federal Reserve Bank of Kansas City’s Annual Economic Symposium at Jackson Hole, Wyoming. August 21.
- Moore, Basil (2006). “La endogeneidad de la oferta de dinero: ¿se fija el <<precio>> o la <<cantidad>> de reservas?”, en Piégay, Pierre y Louis-Philippe Rochon (dirs.) *Teorías monetarias poskeynesianas*. Akal Ediciones. Madrid.
- Moore, Basil (1988). *Horizontalists and Verticalists: the Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press. Cambridge, U. K
- Niggle, C. J. (1991). “The endogeneous money supply theory: an institutional appraisal”, in *Journal of Economic Issues*, XXV(1).
- Niggle, C. J. (1990). “The evolution of money financial institutions and monetary economics”, in *Journal of Economic Issues*. XXIV(2).
- Robertson, Dennis H. (1926). *Banking policy and the price level: an essay in the theory of the trade cycle*. P. S. King & Son. Cambridge [citado por Schumpeter, Joseph (1967) y Keynes, John M. (1853)].
- Schumpeter, Joseph (1971). *10 grandes economistas: de Marx a Keynes*. Alianza Editorial. Madrid.
- Schumpeter, Joseph (1967). *Teoría del desenvolvimiento económico*. Edit. Fondo de Cultura Económica. México.
- Wray, L. Randall (2009). *Money manager capitalism and the global financial crisis*. The Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper No. 578.
- Wray, L. Randall (2007). *Lessons from the subprime meltdown*. The Levy Economics Institute of Bard College. Working paper No. 522.
- Wray, L. Randall (1992). “Commercial banks, the central bank, and endogenous Money”, *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 14, No. 3. Spring.

Recibido 15 marzo de 2020

Aceptado 1 abril de 2020