



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA

PROGRAMA DE MAESTRÍA Y DOCTORADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS

LA HIPÓTESIS DEL DINERO ENDÓGENO: UNA APROXIMACIÓN AL SISTEMA
BANCARIO EN LAS SOMBRAS

IDÓNEA COMUNICACIÓN DE RESULTADOS

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE
MAESTRA EN CIENCIAS ECONÓMICAS

PRESENTA
TERESA DE JESÚS DÍAZ HERNÁNDEZ

DIRECTOR
DR. ROBERTO ESCORCIA ROMO

CIUDAD DE MÉXICO, MARZO 2020

RESUMEN

El presente trabajo presenta un análisis sobre la hipótesis del dinero endógeno desarrollada por los poskeynesianos y los circuitistas, con el objetivo de identificar posibles aspectos de la realidad económica que al ser integrados en este cuerpo analítico permitirían generar una explicación más completa de la realidad. Se establece, por ejemplo, a nivel de posible ruta de trabajo futura, que la incorporación del sistema bancario en las sombras (*shadow banking*) aportaría elementos clave para ampliar la teoría del dinero endógeno y su vínculo con la inestabilidad del sistema económico.

Palabras clave: dinero endógeno, Poskeynesianos, Circuitistas, sistema bancario en las sombras.

Clasificación JEL: E12, E5, E51

ABSTRACT

This paper presents an analysis of the hypothesis of endogenous money developed by the Post-Keynesians and circuitists, with the aim of identifying possible aspects of economic reality that, when integrated into this analytical body, would allow a more complete explanation of reality to be generated. It is established, for example, at the level of possible future work route, that the incorporation of the *shadow banking* system would provide key elements to broaden the theory of endogenous money and its link to the instability of the economic system.

Keywords: endogenous money, Post-Keynesians, Circuitists, shadow banking system.

JEL classification: E12, E5, E51

Índice

Introducción	4
I.1 La visión del dinero de Milton Friedman.....	9
I.2 Knut Wicksell: un proceso acumulativo	14
I.3 Balance de la sección	17
Sección II. La visión del dinero desde la heterodoxia: los poskeynesianos y los circuitistas	18
II.1 Los poskeynesianos y su visión endógena del dinero	19
II.1.3 Los horizontalistas	21
II.1.2 Los estructuralistas	23
II.2 La teoría del circuito monetario y su visión del dinero endógeno	25
II.3 Elementos de convergencia entre los poskeynesianos y circuitistas	27
II.4 Aspectos no reconocidos por la teoría heterodoxa	29
II.5 Balance de la sección.....	33
Sección III. La <i>banca en la sombras</i> como agenda de investigación.....	35
Conclusiones	39
Bibliografía	40

Introducción

Dentro de la literatura hay un tema que ha llamado la atención de diversos teóricos, tanto economistas como de otras disciplinas: el dinero. Es evidente que este objeto no ha sido generoso a la hora de revelar sus secretos y por ende los economistas poco han entendido sobre él, lo cual nos da más razones para analizar este fenómeno. Tal como señalaba Marx (2015): “toda ciencia sería superflua si la forma de manifestación y la esencia de las cosas coincidiesen directamente” (p. 1041).

La cantidad de literatura sobre este tema es abundante, no obstante, la mayoría de los economistas no han aportado respuestas interesantes ni relevantes a esta cuestión. Desde su origen la teoría económica se ha confrontado con importantes fenómenos monetarios, pero autores como David Hume (1985) resaltaron que el dinero no era más que un medio para el intercambio: “no es una de las ruedas del trato comercial, sino el aceite que hace más suave y fácil el movimiento de esas ruedas” (p. 264).

Por su parte, Adam Smith, siguiendo las ideas de Hume, consideró que el dinero era una especie de velo que ocultaba la realidad de los procesos económicos, es decir, un instrumento que solamente servía para superar los inconvenientes del trueque y facilitar los intercambios. Bajo esta perspectiva, el dinero no tiene ninguna influencia en el nivel de actividad económica ni en el volumen producido, es decir, el dinero es neutral.

Las anteriores ideas se compaginan con la teoría cuantitativa del dinero, la cual considera que el dinero es un objeto que se introduce en la economía desde afuera de las relaciones económicas, es decir, se trata de dinero exógeno. Lo que lleva a considerar que existe una institución (podría pensarse en el banco central) que tiene el monopolio en la creación monetaria y que controla la cantidad de dinero que entra en la economía, mientras que los bancos comerciales, por su parte, actúan como intermediarios entre ahorradores y demandantes de crédito prestando el dinero de los primeros a los segundos; por lo tanto, según esta concepción, los depósitos normalmente son creados por la decisión de ahorro de los hogares y los bancos comerciales posteriormente prestan los depósitos existentes a los prestatarios.

Esta visión exógena del dinero ha sido la dominante en la teoría económica durante largo tiempo. Sin embargo, las crisis de 1929, 2000 y 2008 dieron paso a críticas dirigidas

hacia a los economistas tradicionales¹ por su incapacidad para entender y explicar estos fenómenos. Incluso, en el año 2000 estudiantes en Francia se manifestaron por la manera en que se estaba desarrollando la enseñanza en economía, criticando su dogmatismo y la irrelevancia de los modelos que parecían tener más relación con el mundo imaginario que con el real, así solicitaron más pluralismo y la inclusión de enseñanzas heterodoxas más semejantes con el mundo real.

Dentro de las teorías heterodoxas hay una crítica fundamental relacionada con la pregunta ¿de dónde viene el dinero? Esa crítica se basa en la premisa del dinero endógeno². Esta visión alternativa ofrece una explicación en la cual el dinero es creado no por una institución central, sino por los bancos comerciales y este proceso no se reduce a la intermediación bancaria. De manera sintética, el proceso es inverso al del dinero exógeno: cuando un banco otorga un préstamo, en esa misma operación crea un depósito. En lugar de requerir de un depósito para poder realizar el préstamo, los depósitos son creados al otorgar el crédito.

Las implicaciones del dinero endógeno, en contraste con el dinero exógeno, permiten redefinir temas centrales de la teoría económica, tales como la manera en que la producción se concibe vinculada al sector bancario, las causas de las crisis y de la inflación, la determinación y el papel que desempeña la tasa de interés en la economía, la relación entre inversión y ahorro, la regulación de los sistemas bancario y financiero, así como la concepción de las políticas macroeconómicas.

Tanto la teoría poskeynesiana como la del circuito monetario han contribuido en buena medida a desarrollar este concepto de dinero endógeno. La aportación de la teoría poskeynesiana, entonces no reside tanto en la distinción entre el dinero endógeno y exógeno, sino en la construcción explícita de la endogeneidad del dinero (Palley, 2006).

¹ Para fines de este trabajo se utilizan los adjetivos ortodoxo y tradicional para designar a los economistas que forman parte del pensamiento dominante en economía, basado en el equilibrio general, en el marginalismo y en el método del instrumentalismo.

² Si bien es cierto que la teoría monetaria poskeynesiana distingue entre dinero endógeno y dinero exógeno, suponer que los economistas ortodoxos únicamente suponen una oferta de dinero exógena es poco preciso, en la teoría tradicional ya están integrados diferentes enfoques del dinero endógeno. Para mayor referencia véase (Palley, 2006).

Se debe mencionar que los teóricos poskeynesianos y circuitistas han tenido diferencias (incluso dentro de los mismos poskeynesianos, entre estructuralistas y horizontalistas) basadas en vocabulario y conceptos utilizados por cada escuela, así como en los distintos grados de énfasis; no obstante, en esencia tienen un punto de convergencia en el tema monetario, ya que ambas escuelas ven al dinero como endógeno y a la tasa de interés como exógena y controlada por el banco central (Rochon , 2002).

Esto es importante en tanto que las economías de producción son economías monetarias³ y a la luz de esta idea la naturaleza del dinero cambia. El dinero moderno es el dinero bancario o los créditos emitidos con el propósito de producir; el dinero debe estar ligado a la producción y no puede ser simplemente añadido en cualquier momento o cualquier lugar del análisis. En consecuencia, el dinero no es neutral ni en el corto ni en el largo plazos.

A pesar de los avances que han hecho los poskeynesianos y los circuitistas para entender de una forma más certera al dinero en la dinámica económica, aún quedan algunas áreas de oportunidad, tal es el caso de elementos de la realidad económica que no se encuentran dentro de su hipótesis de dinero endógeno, algo que consideramos prudente basándonos en que sus teorías al ser heterodoxas comparten el uso del realismo crítico en sus análisis lo cual tiene como objetivo exponer hechos más apegados con la realidad en oposición de centrarse en una serie de supuestos restrictivos.

En nuestra opinión, tanto las aportaciones de los poskeynesianos como las de los circuitistas han contribuido con una teoría que basada en la premisa del dinero endógeno permite explicar de una manera más adecuada los hechos económicos en la realidad, sin embargo, su aportación se encuentra limitada por que adolece de la presencia de fenómenos económicos relevantes en la realidad económica dentro de su análisis, tales como la *búsqueda de lucro de los bancos*, el papel que juegan las *innovaciones financieras* en búsqueda del beneficio, la presencia de *instituciones financieras no bancarias*, las

³ “La teoría que me interesa es la de una economía en la que el dinero juega un papel por sí mismo, y afecta las motivaciones y las decisiones, y en la que, en síntesis, es uno de los factores operativos de la situación, de modo que no se puede predecir el curso de los acontecimientos, ni en el largo plazo ni en el corto plazo, sin saber qué papel juega el dinero entre el estado inicial y el estado final. Y esto es lo que se debería entender cuando hablo de economía monetaria” (Keynes, 1973, 247).

actividades especulativas, la demanda de crédito para consumo y, especialmente, la banca en la sombras.

Este trabajo se encuentra dividido en tres secciones. La primera sección de este trabajo aborda la respuesta que ha dado la teoría ortodoxa a la pregunta ¿de dónde viene el dinero? Para lo cual se desarrolla la interpretación a la ecuación cuantitativa que dan los monetaristas pues permite dar una explicación a la naturaleza del dinero exógeno. Además, se incluye un desarrollo sobre Wicksell para quien, a pesar de considerar una visión de endogeneidad en su teoría, el dinero no tiene injerencia en la actividad económica y por lo tanto da un papel muy pobre y limitado a éste. La exposición de estos autores, aunque no se realiza cronológicamente, permite mostrar que a pesar de que el dinero sea visto tanto de manera exógena como endógena, el papel que desempeña sigue fundamentado en la dicotomía clásica, esto es: el dinero puede ser analizado sin ninguna referencia a los factores reales.

En la segunda sección se hace un desarrollo breve de las aportaciones que han hecho tanto los poskeynesianos (estructuralistas y horizontalistas) como los circuitistas a la teoría del dinero endógeno. Posteriormente, se exponen sus puntos convergencia y divergencia a fin de exponer una teoría más homogénea del dinero endógeno como propone Rochon (2002). Finalmente se exponen las limitaciones de estas visiones en tanto que adolecen de aspectos relevantes de la realidad económica dentro de su análisis del dinero endógeno.

En la tercera sección se propone la agenda de investigación incorporando de manera breve el sistema bancario en las sombras que contiene en su análisis los elementos empíricos que no son considerados dentro del análisis del dinero endógeno de los poskeynesianos y circuitistas. Dadas las restricciones de tiempo, este trabajo en calidad de Idónea Comunicación de Resultados busca establecer las bases de los elementos antes mencionados para que se desarrollen de manera amplia y profunda en futuras investigaciones.

Sección I. La visión del dinero desde la ortodoxia: Milton Friedman y Knut Wicksell

Las controversias sobre el papel que desempeña el dinero han sido una constante en la economía entre las distintas escuelas del pensamiento y autores⁴. Los pensadores que son desarrollados en esta sección mantienen, en su análisis, la teoría cuantitativa del dinero, lo que desemboca en conservar la noción que el dinero no tiene ninguna influencia en el nivel de actividad económica ni en el volumen producido, es decir, el dinero es neutral. En el caso de Friedman y Wicksell esta neutralidad es en el largo plazo.

Esta visión del dinero fue la dominante en la teoría económica durante largo tiempo, inclusive constituye la visión predominante sobre el dinero en los manuales de macroeconomía, en los cuales se mantiene en sus entrañas el legado histórico y artificial del dinero-mercancía y del patrón oro (Cruz Hidalgo & Parejo Moruno, 2016). En resumen, esta comprensión sobre el dinero lleva a la percepción de su incapacidad de alterar las variables reales y solo tener injerencia en las variables nominales.

La finalidad de desarrollar la teoría de los monetaristas es porque buena parte de la enseñanza en economía se sigue rigiendo bajo postulados de la lógica monetarista en la que el banco central controla de manera efectiva la base monetaria, y en la que la oferta monetaria está determinada por el multiplicador monetario como único medio de creación secundaria de dinero por parte del sistema bancario.

Por su parte, el desarrollo de la teoría de Wicksell en esta sección nos sirve porque su idea sobre la endogeneidad del dinero, en buena medida, a través de la definición de equilibrio monetario planteada en un marco de oferta y demanda agregadas, es la inspiración para los desarrollos posteriores de la teoría macroeconómica impulsados por Keynes, base sobre la cual se apoyan los poskeynesianos y serán objeto de desarrollo de la sección dos.

⁴ Con respecto a la discusión sobre el papel del dinero en la teoría económica, hay quienes piensan que los cambios exógenos en la oferta de dinero juegan un papel causal sobre la variación del nivel de precios sin afectar a las variables reales, frente a aquellos que defienden que las variaciones en la oferta monetaria son endógenas respondiendo a los cambios en la actividad económica. Para un estudio más profundo y amplio de este tema véanse (Blaug, 1985), (Schumpeter, 2012) y (Roncaglia, 2006).

I.1 La visión del dinero de Milton Friedman

Milton Friedman fue el principal precursor de la escuela de Chicago⁵, dedicó buena parte de su obra a la crítica del keynesianismo y su desarrollo teórico estaba centrado en los asuntos monetarios por lo que la escuela económica de la que él es pionero se le conoce como monetarista. Su teoría monetaria descansa en dos pilares: por un lado, en la teoría del capital de Irving Fisher y, por el otro, en la teoría keynesiana de la demanda de activos pero ampliada (Argandoña, 1990).

Para Friedman la teoría cuantitativa no es, como lo decían sus antecesores, una teoría de los precios, o de la producción, o de la renta, sino de la demanda de dinero: éste es importante no porque se gasta, sino porque se guarda. Interpretada así, se puede aplicar la teoría de la oferta y la demanda de cualquier bien (de un activo, en este caso, no de un bien de flujo), siempre que la oferta sea exógena. El análisis, de acuerdo con la escuela de Chicago, se hará en términos reales -no hay ilusión monetaria (Argandoña, 1990).

Esta visión ortodoxa donde la oferta de dinero es exógena descansa sobre tres componentes centrales:

- i) Existe un instituto emisor que tiene el monopolio de la creación monetaria llamado banco central.
- ii) Los bancos comerciales son solamente intermediarios entre los ahorradores y aquellos agentes que recurren a estas instituciones para satisfacer su demanda de capital para invertir.
- iii) El banco central es independiente de las fuerzas del mercado, por lo que sus decisiones sobre la cantidad de dinero que emite son externas a la economía. A este dinero emitido por el banco central se le denomina *dinero exógeno*.

De acuerdo con Mántey de Anguiano (1997) el desarrollo de Milton Friedman aparece con una nueva interpretación de la ecuación cuantitativa en la cual ya no se considera

⁵ Durante los años cincuenta y sesenta surge esta corriente del pensamiento económico de postura ortodoxa que se basa en gran medida sobre trabajo estadístico con series históricas de datos (Mántey de Anguiano, 1997).

al dinero únicamente como medio de pago sino también como un activo financiero⁶, por lo que, se expresa a la ecuación cuantitativa como una teoría de la demanda de dinero. Por lo tanto, la demanda de dinero queda expresada de la siguiente manera (p. 103):

$$\frac{M}{P} = f(r_b, r_e, p, Y, u, w)$$

Donde M son saldos monetarios y P es el nivel de precios. De modo que la demanda de dinero depende de la tasa de interés nominal sobre los bonos (r_b), de la tasa de interés real esperada sobre acciones (r_e), el aumento esperado de precios (p), el ingreso real (Y), cambios en las preferencias de los individuos y cambios en los coeficientes técnicos de las empresas (u) y de la proporción del ingreso obtenido por trabajo dentro del ingreso total, que se supone refleja la inversión en capital humano (w).

Puede convertirse en una teoría del nivel de precios. Si la escribimos como:

$$\frac{P}{M} = v(r_e, r_b, p, u, w)Y$$

Donde $v = \frac{1}{f}$, y despejando P, tenemos:

$$P = v(r_b, r_e, p, u, w)YM$$

En esta forma, la ecuación de la demanda de dinero queda representada como una ecuación de nivel de precios de equilibrio, es decir, aquel en el cual la demanda de dinero se iguala con la oferta (Mántey de Anguiano, 1997):

$$M^s = M^d = M$$

Para que la ecuación de demanda de dinero de Friedman se convierta en un modelo de determinación del nivel de precios es necesario cumplir con las siguientes condiciones:

- 1) Por ser pleno empleo, el ingreso real es conocido,
- 2) r_b, r_e, p, u y w son exógenas, es decir, independientes de P, Y y M ,

⁶ Esto se debe a que Friedman hace un supuesto sobre la estabilidad del rendimiento nominal esperado de los valores de renta fija y de la tasa real de rendimiento, por lo que se anula la demanda especulativa del dinero y la inestabilidad en la velocidad de circulación. Efectivamente, si dichas variables son estables no existe la posibilidad de obtener ganancias o pérdidas especulativas de capital por variaciones en la tasa de interés.

- 3) los precios son perfectamente flexibles,
- 4) la tasa de interés se encuentra determinada por variables reales como la productividad, y
- 5) las expectativas sobre la formación de precios se basan en experiencias pasadas.

Si se cumple con las anteriores condiciones, la ecuación de Friedman alcanzaría el equilibrio, es decir, expresaría el nivel de precios y el nivel de ingreso nominal que igualan la oferta y demanda de dinero en el largo plazo. Por esta razón, es importante para los monetaristas demostrar que la oferta monetaria es exógena, independiente de la demanda de dinero y que la tasa de interés es un fenómeno real y no monetario (Mántey de Anguiano, 1997). Además, se debe señalar que esta concepción monetarista del dinero exógeno se deduce de balances bancarios de corto plazo⁷, que presuponen constantes las preferencias por la liquidez y los requisitos de reservas bancarias.

Para los monetaristas la oferta monetaria es igual al multiplicador monetario (k) por la base monetaria (BM) (López González, 2005, 160):

$$M^s = \bar{k}(BM)$$

La barra sobre la k significa que es una variable predeterminada que depende de la preferencia por el efectivo del público y del coeficiente de reserva bancaria. Por lo que puede ser expresado de la siguiente manera:

⁷ Combinando elementos del balance del banco central y del balance consolidado del sistema bancario, se pueden deducir tres coeficientes: el coeficiente que mide la proporción de dinero en efectivo (a) que el público considera conveniente tener en su portafolio, está dado por la siguiente relación: $a = BIP/MC + PNM$ donde: BIP= total de billetes y monedas en poder del público, PNM= pasivos no monetarios, MC= medio circulante, MC+PNM= total de pasivos bancarios.

El segundo coeficiente mide la proporción de activos líquidos (b); esto es, billetes y cuentas de cheques que el público desea mantener en su portafolio. Este coeficiente que muestra la proporción de activos monetarios de los bancos con respecto al total de los pasivos bancarios se representa mediante la siguiente relación: $b = MC/MC + PNM$.

El último coeficiente mide la proporción de los depósitos que los bancos comerciales deben apartar como reserva de caja y como reserva legal (c), el cual se representa con la siguiente relación $c = RA + RB/CCH + PNM$ donde: RA= reservas de caja, RB= reserva en el banco central, CCH= cuenta de cheques, CCH+PNM= total de pasivos de bancos comerciales. Según el enfoque monetarista, estos tres coeficientes son estables pues se basan en las preferencias del público, hábitos y relaciones institucionales que no varían en el corto plazo (López González, 2005, 159).

$$\bar{k} = \left[\frac{1}{c + a(1 - c)} \right] b$$

De forma que, las variaciones en la oferta monetaria están determinadas de manera importante por variaciones en la base monetaria, la cual se expresa de la siguiente manera:

$$BM = RI + CBG + CB + (OA - K)$$

Donde:

RI= Reservas internacionales

CBG= Crédito del banco central al gobierno

CB= Crédito del banco central a los bancos comerciales

(OA-K) = Cambios en otros activos netos del banco central

Esta relación representa una relación contable, sin embargo, los monetaristas la han interpretado como una relación de causalidad lo que les ha permitido afirmar que la base monetaria tiene dos fuentes de expansión: 1) la fuente endógena, que se logra mediante la variación de las reservas internacionales, misma que no puede ser controlada directamente por las autoridades monetarias pues depende de la situación de la balanza de pagos; 2) la fuente exógena que está construida por el crédito directo que otorga el banco central, que sí puede ser controlado por esta institución (López González, 2005).

Con base en lo anterior, los monetaristas afirman que la oferta monetaria es exógena ya que el banco central puede modificar la cantidad de dinero ofrecido mediante los coeficientes de reserva y el multiplicador monetario⁸. Considerar lo contrario implicaría que las explicaciones de los precios e ingreso nominal como resultado de la diferencia entre la demanda de dinero y la oferta se invaliden. Para Milton Friedman la manera en que el dinero ingresa a la sociedad ha sido considerada como un elemento que se integra en el intercambio en forma de stock como si fuese lanzado de helicópteros por el banco central (Friedman, 1969).

⁸ Los monetaristas han defendido al multiplicador monetario con respecto al multiplicador keynesiano de la inversión argumentando la estabilidad de la demanda de dinero con respecto al ingreso.

Debido a que la ecuación de demanda de dinero estimada por los monetaristas muestra que la cantidad de dinero en circulación guarda una relación estable respecto al ingreso y que la demanda de dinero es poco sensible a las tasas de interés, los monetaristas han utilizado estos resultados como prueba empírica de la validez de su teoría y como argumento en contra del uso de la política fiscal con fines anticíclicos, mientras que la política monetaria nunca pierde su efectividad, no obstante, los proponentes de esta teoría no recomiendan su uso con fines anticíclicos debido a que el multiplicador monetario opera con retraso⁹.

Pese a que existen numerosas críticas y cuestionamientos¹⁰ a esta postura del dinero exógeno, esta visión constituye la visión predominante en los manuales de macroeconomía. De manera general, se considera que los bancos comerciales actúan como intermediarios entre ahorradores y demandantes de crédito prestando el dinero de los primeros a los segundos, por lo que, según esta concepción los depósitos normalmente son creados por la decisión de ahorrar de los hogares y los bancos posteriormente prestan los depósitos existentes a los prestatarios.

Como alternativa a esta visión exógena del dinero, existe una alternativa a la descripción del fenómeno de creación monetaria: el dinero endógeno. De manera general se explica cómo un proceso en el que los bancos no necesitan que un agente deposite sus ahorros para poder otorgar un préstamo. El proceso es inverso a la visión del dinero exógeno: cuando un banco otorga un crédito, en esa misma operación crea un depósito. En lugar de requerir de un depósito para poder realizar el préstamo, los depósitos son creados al otorgar el crédito.

Esta idea del dinero endógeno no es novedosa y se encuentra presente de manera incipiente incluso en autores serios y rigurosos de la teoría cuantitativa del dinero¹¹ como

⁹ Según Mántey de Anguiano (1997), los monetaristas no lograron dar una explicación a la causa del retraso de multiplicador monetario.

¹⁰ Por ejemplo, (Ingham, 2004) indica que bajo el esquema en que los monetaristas exponen al dinero no se desarrolla una especificación lógica de éste, solo se hace en términos descriptivos. Otro punto criticado es que el dinero de cuenta no puede ser resultado espontáneo del trueque; el dinero como unidad de cuenta abstracta del valor es lógica e históricamente anterior al intercambio en el mercado. Por su parte, (McLeay, Radia, & Thomas, 2015) dirigen una crítica a la falta de realismo de esta visión indicando que, aunque la teoría del multiplicador monetario puede ser una manera útil de presentar el dinero y la banca en los manuales, no es una descripción exacta de cómo se crea el dinero en realidad.

¹¹ Irónicamente, la visión endógena del dinero, que contrasta con la visión exógena de la teoría cuantitativa del dinero, fue perseguida a principios del siglo XX por autores de la tradición austriaca, entre ellos Ludwig von

Wicksell, von Mises¹² y Hayek¹³, quienes se negaron a considerar al stock de dinero como una magnitud dada. En su lugar, todos consideraron que el stock de dinero es existente como originario del crédito bancario. En sus modelos, el stock de dinero es, por lo tanto, una variable endógena (Graziani , 2003).

A continuación, se expone un desarrollo sobre Knut Wicksell, quien, a pesar de considerar un enfoque endógeno del dinero, como buen representante de la teoría neoclásica tuvo como objetivo demostrar la teoría cuantitativa del dinero oponiéndose a su planteamiento de forma mecánica. Mediante el desarrollo de su proceso acumulativo de los precios indica que el mecanismo de ajuste le va a permitir relacionar de forma directa al nivel agregado de precios con la oferta monetaria.

I.2 Knut Wicksell: un proceso acumulativo

Uno de los primeros teóricos en los que se deja entrever una visión endógena del dinero es Knut Wicksell. Para él la teoría cuantitativa es quizá la única con pretensiones científicas y los demás teóricos solo hacen una generalización de la teoría del valor de los bienes al dinero. Por ello, este autor pretende demostrar la teoría cuantitativa a través del efecto indirecto (un incremento en los precios debido a una reducción en la tasa de interés).

La idea del efecto indirecto es retomada de Ricardo con una diferencia en cuanto a la concepción de la determinación de la tasa de interés, ya que para Ricardo ésta se encuentra

Mises, Joseph Schumpeter y Friedrich Hayek, así como su predecesor, el autor sueco Knut Wicksell (Bellofiore, 2005).

¹² Según von Mises el gobierno emitiendo o los bancos prestando dinero aumentan la oferta de dinero para ser empleado en bienes y servicios específicos (Ospina Restrepo, 2019). Por otra parte, según (Rothbard, 2008) Ludwig von Mises demostró de manera concluyente en 1912, el dinero ni se origina ni puede originarse por mandato del Estado o mediante algún tipo de contrato social acordado por todos los ciudadanos; siempre se tiene que originar mediante procesos de libre mercado. Por lo tanto, se estaría hablando de que la cantidad de dinero depende de las fuerzas al interior de la economía, es decir, dinero endógeno.

¹³ Para Hayek las variaciones de la oferta de dinero son un efecto inmanente de la organización del crédito. En este sentido la teoría de Hayek busca ser una teoría endógena como la de Wicksell (Gómez Betancourt, 2007). A pesar de la importancia que Hayek concede a los movimientos de la tasa de interés en la generación del ciclo, que podría llevar a conclusiones similares a las obtenidas por el modelo de Lucas (1972) -en términos de que estas son provocadas por cambios sorpresivos en la política monetaria- su análisis apunta a destacar el carácter esencialmente endógeno de los cambios en la cantidad de dinero. Para Hayek, los cambios en las condiciones prevalecientes en el mercado del crédito se originan en cambios en la demanda de dinero de los bancos y el resto del sector privado (Jürgensen & Rosende, 1993).

determinada por el salario mientras que Wicksell acepta que esta variable depende de la productividad marginal del capital.

El contexto histórico en el cual fue escrito *Interest and Prices* (1898) se caracteriza por una tendencia de precios a la baja contrario a la época en la que vivió Ricardo, y por otra parte, el abandono del bimetalismo como sistema-patrón en varios países europeos (López González, 2005). Bajo este contexto, y para demostrar el efecto indirecto, Wicksell se opone a la idea de que la baja de precios se debe al aumento de la producción que es insuficientemente compensada por la oferta de moneda nueva. Este autor realiza un análisis en un sistema de patrón oro y en uno de crédito puro, para fines de esta investigación se analizará el segundo caso.

Wicksell define un equilibrio monetario como una situación en la que se verifican en forma simultánea las siguientes condiciones: la igualdad entre la tasa de interés del mercado y la tasa natural, la igualdad del ahorro y la inversión, y la estabilidad en el nivel de precios (León León, 2002). Para su análisis, Wicksell distingue entre dos tipos de tasa de interés: la tasa de interés natural y la tasa de interés monetaria. La primera es la que define la igualdad entre la demanda de capital y la oferta de ahorro, mientras que la segunda es la tasa a la cual se fijan los préstamos en el mercado.

Las variaciones en la tasa de interés natural dependen de factores reales, tales como la innovación tecnológica y los cambios en las preferencias de los agentes económicos. Cuando hay una variación en la tasa de interés natural, ésta no se ve compensada de manera inmediata por la tasa de interés monetaria, en otras palabras, el banco central tarda en ajustar la tasa bancaria y esta diferencia entre ambos tipos de tasas es la causa del proceso acumulativo de los precios.

El problema central de Wicksell consiste en examinar los factores que causan las variaciones en los precios monetarios. En la propuesta teórica del autor se consideran tres tipos de agentes económicos: consumidores, productores y banqueros; el sistema bancario es administrado por el sector privado y se organiza a través de un banco central, responsable de la conservación de las reservas metálicas. En el caso de un sistema de crédito puro, el poder que el banco central tiene para generar dinero no tiene límites (León León, 2002), es decir,

la capacidad de crear dinero de los bancos comerciales es independiente de los ahorros. Por lo que, los bancos ajustan su oferta de dinero a la demanda de crédito.

En virtud del análisis de Wicksell, a continuación, se describirá el caso en el cual un desequilibrio monetario se genera por una perturbación monetaria. Se parte del pleno empleo y del supuesto de que el banco central decide reducir la tasa de interés bancaria. Por lo que, la tasa de interés natural es mayor, de tal modo que el ahorro deja de ser atractivo para los agentes y, en consecuencia, su nivel disminuye. Por lo que, ahora hay un desequilibrio entre el ahorro y la inversión.

Lo anterior tiene como consecuencia un incremento en el consumo de bienes y servicios en el presente. Un segundo efecto de esta reducción de la tasa de interés bancaria tiene como efecto un incremento en la inversión porque el crédito se vuelve más barato. De modo que la demanda de crédito será satisfecha por los bancos. El mecanismo consiste en que el banco hace un depósito en la cuenta del prestatario.

Ya que se parte de una situación de pleno empleo, la consecuencia del incremento de la oferta monetaria es un incremento en la demanda agregada teniendo como consecuencia un incremento en el nivel de precios. La inflación resultante en conjunto con el crecimiento endógeno de la oferta monetaria continuará mientras el sistema bancario mantenga la tasa de mercado inferior a la tasa natural.

Este proceso acumulativo de los precios se corrige una vez que la tasa de interés bancaria se iguala a la tasa natural, en este punto, los precios se estabilizan. La perturbación monetaria causa una situación de desequilibrio en el corto plazo, no obstante, en el largo plazo la economía retorna nuevamente a la situación de equilibrio, con la única diferencia de que los precios han aumentado de manera proporcional al incremento de la oferta monetaria.

En cuanto a los efectos en la política monetaria, se podría decir que este autor, al igual que otros teóricos cuantitativos, implícitamente considera que el objetivo de la política monetaria es mantener la estabilidad en el valor del dinero. Por otra parte, hemos visto que la definición de equilibrio monetario que Wicksell propone está planteada en un marco de oferta y demanda agregadas, antecedente importante para los desarrollos posteriores de la teoría macroeconómica impulsados por Keynes (León León, 2002).

Aunque el análisis de Wicksell fue original y ha sido la inspiración para los desarrollos contemporáneos sobre la visión del dinero endógeno, su visión continúa siendo parte de la respuesta ortodoxa, ya que, lo que intentó hacer fue determinar las condiciones para que la estabilidad de precios y la neutralidad del dinero fueran válidas en un modelo dotado de mecanismos endógenos para la creación del dinero. Por lo que, la dicotomía clásica sigue estando presente en su teoría.

A pesar de que el flujo de dinero de la economía está determinado por la demanda de crédito en el planteamiento de Wicksell, las variables reales aparecen separadas de las variables nominales, por lo tanto, el dinero solo es importante en el largo plazo, para la determinación de los precios monetarios y no para el nivel de actividad económica.

I.3 Balance de la sección

En esta sección se hizo un desarrollo breve de las ideas de Milton Friedman y Knut Wicksell. En el caso del primer autor, se mostró la razón por la que la oferta monetaria se considera exógena, se asume como un objeto que no tiene efectos en el largo plazo en la economía, además de una explicación muy escueta de la procedencia del dinero.

Con respecto al segundo autor, nos fue posible reconocer una noción del dinero endógeno y se da una explicación más completa de la procedencia del dinero, así como sus efectos en la economía, aunque sea en el corto plazo. Las ideas de este autor nos dan la base para desarrollar la sección dos de este trabajo.

Con respecto al circuito monetario: los principios teóricos básicos de la teoría (del circuito monetario) se pueden sintetizar en tres proposiciones principales: distinción rigurosa entre bancos y empresas, determinación endógena del stock de dinero y rechazo de la teoría marginal de la distribución. Bajo un criterio estrictamente cronológico, la primera descripción de un circuito monetario se encuentra en Knut Wicksell en *Interest and prices* de 1898 (Graziani , 2003).

Sección II. La visión del dinero desde la heterodoxia: los poskeynesianos y los circuitistas

La visión exógena¹⁴ del dinero fue la dominante en la teoría económica durante largo tiempo, sin embargo, la situación socioeconómica de la crisis de 1929 lleva a Keynes a realizar un esfuerzo para construir un análisis que permita explicar este fenómeno. En 1933 Keynes rechaza el concepto de dinero neutral como un simple velo que reposa sobre los intercambios, la incertidumbre generalizada y el dinero afectan por el contrario a las decisiones de los agentes y al funcionamiento de todo el sistema. De tal modo que, Keynes se propuso crear una teoría monetaria de la producción (Piégay & Rochon, 2006).

Es indiscutible que las aportaciones de Keynes marcan un punto de inflexión en el pensamiento económico pues según él es un error separar la teoría monetaria del resto de análisis económico (Rochon & Piégay, 2005). Dicho de otro modo, la dicotomía subyacente en la macroeconomía clásica no es una vía de investigación fructífera pues no se pueden analizar los fenómenos económicos fundamentales únicamente en términos reales (producción, consumo, inversión, tasa de interés, empleo), independientemente de los fenómenos monetarios. Es la esencia del principio de la demanda efectiva, en el que los niveles de producción y empleo son determinados directamente por el dinero (Piégay & Rochon, 2006).

En esta sección se incluye un desarrollo de los poskeynesianos y circuitistas en cuanto a la concepción en su análisis de la hipótesis del dinero endógeno. La importancia de considerar al dinero de esta manera radica en que a diferencia de los autores ortodoxos, el dinero es un elemento importante para el sistema capitalista en tanto que desempeña un papel que permite que el mercado se funcione. Posteriormente, se exponen los puntos de convergencia entre ambas posturas de dinero endógeno y se expone la manera en que Rochon (2002) concilia estas posturas proponiendo que aspectos de cada una de estas teorías pueden

¹⁴ Para (Cruz Hidalgo & Parejo Moruno, 2016) este planteamiento exógeno del dinero derivaría de la supuesta e histórica vigencia en el mundo de un sistema dinero-mercancía, en el que la base monetaria de los países podía verse alterada por el intercambio comercial (esto es, por la existencia de flujos internacionales de metales preciosos entre las naciones) o por el descubrimiento de nuevos yacimientos de oro, siendo, por tanto, las variaciones de la cantidad de dinero en circulación no susceptibles de manipulación política ni controlables directamente por los agentes, esto es, exógenas al sistema.

fusionarse para formar una sola, coherente y heterodoxa teoría del dinero endógeno. Finalmente se desarrollan algunos aspectos presentes en la realidad económica que no son considerados por estas posturas heterodoxas.

II.1 Los poskeynesianos y su visión endógena del dinero

La escuela poskeynesiana, considerada como una alternativa heterodoxa, se presenta como un antídoto al pensamiento único: la creencia de que la economía convencional y sus soluciones de libre mercado son la única manera de comprender y resolver los problemas económicos. Ofrece una base teórica sólida que puede servir como base a la crítica de la teoría convencional (Lavoie, 2006). Los poskeynesianos, tal como su nombre nos indica, encuentran su principal inspiración en Keynes, y según Lavoie (2006) probablemente sus características más fundamentales, y que se encuentran prácticamente en todas las vertientes de la escuela poskeynesiana, son el principio de la demanda efectiva y el tiempo histórico.¹⁵

La primera característica nos indica que la producción de bienes se ajusta a la demanda de bienes, es justamente este principio el que se encuentra en el núcleo de este enfoque. Por lo tanto, la economía está determinada por la demanda y no se encuentra limitada por la oferta o las dotaciones iniciales. En consecuencia, la inversión se concibe independiente del ahorro, esto significa que la inversión y la acumulación de capital no dependen de las decisiones de consumo intertemporal de los hogares. Para el tiempo histórico, a diferencia del tiempo lógico, el tiempo es irreversible, por lo que una vez que una decisión está tomada e implementada no es posible revertirse, a excepción, quizás de un costo. Por lo que cualquier posición dada a largo plazo no es independiente del corto plazo.

Para (Davidson, 2006) las proposiciones fundamentales de la teoría monetaria poskeynesiana son: 1) la no neutralidad del dinero, 2) la existencia de incertidumbre no ergódica en ciertos aspectos importantes de las decisiones de la vida económica, 3) la negación de la universalidad del axioma de sustitución bruta. Sobre esa base, los

¹⁵ Otra de las diferencias de la escuela poskeynesiana con respecto a la escuela neoclásica es que se basa en realismo crítico en vez del instrumentalismo, por lo que, sus representantes comienzan con la realidad y sus hechos estilizados en lugar de comenzar desde una postura hipotética idealista.

poskeynesianos han ofrecido reflexiones interesantes respecto a las relaciones entre el dinero y la producción: argumentan que el dinero es endógeno. El crédito-dinero moderno, los ingresos y la economía real se vinculan a través del proceso de producción (Rochon, 2002).

Es importante señalar las implicaciones que tiene la concepción del fenómeno de dinero endógeno. A diferencia de la visión monetarista, los teóricos heterodoxos comparten una visión del dinero como endógeno, es decir, como parte esencial del sistema capitalista, negando que el dinero sea neutral tanto en el corto como en el largo plazos. Bajo esta idea el dinero es creado durante el proceso de financiación del gasto privado y se rechaza la regla de crecimiento estable de la oferta monetaria propuesta por Friedman y los monetaristas (Wray, 2007).

En aras de negar el postulado monetarista, según el cual el banco central puede controlar exógenamente la cantidad de dinero en la economía, surgieron desde la economía postkeynesiana dos interpretaciones que conciben la naturaleza de la oferta monetaria como endógena, determinada por las fuerzas del mercado, en especial por la demanda de crédito bancario y fuera del alcance de las autoridades monetarias (Moore, 1989).

Estas dos corrientes son conocidas como el enfoque horizontalista y estructuralista. Hay algunas controversias entre estos ya que, los primeros consideran que la calidad de prestamista de última instancia del banco central refinancia a los bancos comerciales por lo que, la curva de dinero es horizontal en un gráfico con los ejes de tasa de interés y cantidad de dinero. Mientras que para los estructuralistas esta curva de dinero tiene una pendiente positiva debido a las actividades de gestión de activo y pasivo de los bancos.

A pesar de las divergencias entre estas posturas, lo que consideran en común es la idea de dinero endógeno, esta idea explica que, la demanda de créditos es la que origina la creación monetaria por lo que la dirección de causalidad queda establecida de los créditos hacia los depósitos. Por lo que, a diferencia de la visión exógena del dinero, los bancos comerciales no juegan un papel pasivo, siendo así que su capacidad de generar dinero endógeno depende de manera importante de una buena gestión de su liquidez, de la evaluación de la solvencia de sus prestatarios y de la evolución de los riesgos.

II.1.3 Los horizontalistas

Las raíces del pensamiento horizontalista se encuentran en Kaldor, Weintraub, Moore y Arestis. Desde esta postura el Banco Central asume el papel de prestamista de última instancia, acomodándose a la dinámica del sector real, de forma que se eviten las crisis. Kaldor dirige una crítica a la exogeneidad de la oferta monetaria por las siguientes razones:

- Las innovaciones financieras, como la aparición de un sustituto del dinero, permiten que el público requiera menor cantidad de efectivo para realizar sus pagos;
- La dificultad que implica para el banco central que la gente restrinja su consumo cuando hay altos tipos de interés;
- El papel del banco central como prestamista de última instancia para mantener la liquidez necesaria dentro del sistema y así evitar posibles colapsos de las instituciones financieras;
- La mayor disposición de recursos vía mercados internacionales que facilitan a las empresas y a los hogares el acceso a los recursos para continuar con sus actividades (Fernandez Díaz & Rodríguez Sáiz, 2003).

Por lo tanto, la existencia de dinero crédito implica que la oferta de dinero sea horizontal. Kaldor argumenta que la política monetaria involucra la existencia de una tasa de interés dada y no la existencia de un stock de dinero dado (Fernandez Díaz & Rodríguez Sáiz, 2003).

Para los horizontalistas no existe ninguna restricción cuantitativa sobre las reservas de los bancos. Mientras los prestamistas tengan confianza en su solvencia (capacidad de devolución), los bancos individuales pueden siempre obtener reservas adicionales al precio del mercado. Los bancos solventes nunca sufren restricciones sobre la cuantía de sus reservas. En el periodo de mercado la función de oferta de dinero de crédito es *horizontal* respecto a un tipo de interés que depende del precio de oferta marginal de las reservas, fijado por el banco central. El tipo de interés a corto plazo es el instrumento exógeno de la política monetaria (Moore, 2006).

Esta interpretación fue desarrollada en mayor medida por Michael Moore en los ochentas y enfatiza en la naturaleza no discrecional de las reservas bancarias. De manera sintética, se

afirma que los préstamos crean depósitos y los depósitos crean reservas. Su argumento central es que las decisiones privadas tomadas por los bancos y sus demandantes determinan la oferta de préstamos y depósitos, haciendo que la oferta de crédito se expanda endógenamente para ajustarse a las necesidades de intercambio de los agentes.

Desde esta perspectiva, el banco central solo puede fijar la tasa de interés de corto plazo a la cual ofrece sus reservas. En cualquier caso el punto central del horizontalismo se mantiene: la cantidad de dinero en manos privadas (como reservas bancarias y efectivo) es determinado por la demanda, y no es una variable discrecional desde el punto de vista del banco central (Wray, 2007).

Según Pollin (1991) surgen dos argumentos desde la posición horizontalista, uno con respecto a la relación entre préstamos, reservas y depósitos y otro concerniente a cómo la tasa de interés se relaciona con esas tres variables. La primera idea revela una contraposición a las relaciones causales planteadas con los monetaristas ya que los préstamos son el factor determinante de los agregados monetarios.

En lo que respecta a las tasas de interés, los teóricos de esta corriente plantean al banco central como una institución que puede determinar el comportamiento de las tasas de interés a corto plazo. Este poder emana de dos fuentes, en primer lugar del control que tiene la autoridad monetaria sobre la tasa de descuento y, en segundo lugar, del poder de controlar la tasa de interés de corto plazo de las operaciones de mercado abierto a través de las cuales los bancos comerciales obtienen recursos del banco central. Una vez que el banco central fija la tasa de descuento directamente y las tasas de las operaciones de mercado abierto indirectamente, las demás tasas de interés de referencia del mercado se mueven conmesuradamente (Pollin, 1991).

La razón por la que el banco central no puede poner restricciones cuantitativas a las reservas es la siguiente: bajo la lógica de los horizontalistas, cada vez que los bancos no cuentan con los depósitos suficientes para cumplir con los requerimientos de reservas, la deficiencia se suple pidiendo prestado a otros bancos, ya sea a través de la venta de activos o endeudándose directamente con el banco central. Aunque el banco central pueda determinar la cantidad de reservas no prestables, estas no son iguales al total de reservas requeridas, lo cual implica que no estén bajo el control estricto de la autoridad monetaria. Para los

horizontalistas, si los bancos tienen que reunir cierto monto de reservas requeridas, el banco central no tiene más remedio que hacer disponibles el total del volumen de reservas para el sistema bancario a un precio dado (Moore, 1989).

II.1.2 Los estructuralistas

Los *estructuralistas* (Minsky, Rousseas, Earley y Evans) están menos alejados de la tesis dominante según la cual los bancos centrales controlan los agregados monetarios de forma exógena modificando la oferta de reservas. Estos autores afirman que, aunque es cierto que los bancos centrales pueden restringir la oferta de reservas, su política es más o menos, ciertamente nunca de forma completa, compensada por las innovaciones de los bancos en la gestión de su pasivo. Incluso si las autoridades pueden controlar en cierta medida las reservas, la oferta de dinero crédito no es por ello menos endógena, debido a las variantes endógenas del multiplicador monetario. La función de oferta de dinero crédito es, pues, creciente a corto plazo. Los tipos de interés a corto y largo plazo son el resultado de una «compleja interacción» de las autoridades monetarias y de los mercados financieros (Moore, 2006).

Estos autores se diferencian de los horizontalistas en cuanto conciben a la oferta monetaria como parcialmente endógena y el grado de endogeneidad está determinado por los objetivos del banco central y del desarrollo del sistema financiero en su conjunto. Así como la forma en que se vinculan los sectores bancario y financiero entre sí y con el resto de la economía. También está determinado por el comportamiento de las instituciones del mercado financiero y sus operadores, si solo reaccionan mecánicamente o si son empresarios buscadores de ganancias.

Desde esta visión, el banco central responderá con cambios en la tasa de interés en respuesta a variaciones de la demanda por reservas monetarias y no estará dispuesto a ofrecer todas las reservas demandadas a un mismo precio. En contraste con los horizontalistas, los estructuralistas conciben una relación directa entre la demanda por créditos y las tasas de interés de los préstamos, es decir, se abre la posibilidad de otras fuentes de variación de los diferenciales de las tasas de intereses disímiles a la influencia del banco central.

Según este planteamiento, la tasa de descuento ya no es una variable exógena pues depende de la base monetaria demandada por el sistema bancario. La lógica de este argumento implica que un aumento en la demanda por préstamos culminaría en una tendencia al alza de la tasa de interés de descuento y en un posterior aumento de las tasas de interés de los créditos que mantenga los diferenciales relativamente estables.

Por otro lado, como indica Fontana (2004) la relación directa entre la demanda de crédito y la tasa de interés crediticia es explicada por los estructuralistas basándose en el planteamiento de Minsky sobre el comportamiento de las corporaciones financieras. La mayor parte de los estructuralistas sostiene que las tasas de interés base de los préstamos bancarios son aumentadas en el pico del ciclo económico, ya que un incremento de los préstamos hace que los bancos se preocupen más por su balance de portafolio y el nivel de liquidez de sus consumidores, llevando a elevar el precio de los préstamos, así como otros requerimientos administrativos.

Además, algunos estructuralistas analizan otros factores que desencadenan variaciones endógenas de las tasas de interés de mercado; una de estas explicaciones radica en la gestión de pasivos (*liability management*) realizada por los bancos en épocas en que los recursos obtenidos por el banco central son muy costosos. Dicha gestión es la que provee las reservas que se necesitan para soportar el comportamiento de los bancos de prestar primero y encontrar las reservas después. En términos generales, la gestión de pasivos es la búsqueda de fondos diferentes a los depósitos que no cuenten con altos rendimientos de reservas en el mercado de dinero. Este tipo de prácticas dentro de las *innovaciones financieras* pueden ayudar a suplir las necesidades de reservas del sistema, pero su desarrollo es costoso, por cuanto suelen transferir fondos de pasivos con altos requerimientos de reservas y bajo costo hacia pasivos de bajos requerimientos de reservas y alto costo, lo que encarece la intermediación y eleva las tasas de interés.

Por último, además de introducir factores de variación de las tasas de interés dentro del mercado crediticio, los estructuralistas plantean la importancia de incluir en su análisis del dinero los efectos de la preferencia por la liquidez; estos efectos son el resultado de incorporar las decisiones de portafolio de los tenedores de riqueza que por motivos precautorios o especulativos distribuyen sus ingresos entre depósitos líquidos y otros activos

financieros como bonos, acciones, títulos valores, entre otros. Para los estructuralistas estas opciones de portafolio no pueden ser separadas de los diferenciales de tasas de interés, ya que los cambios en estas “hacen parte de un proceso complejo de ajustes de portafolio del cual, algunos detalles, son importantes en los efectos de transmisión monetarios” (Fontana, 2004).

II.2 La teoría del circuito monetario y su visión del dinero endógeno

Los principales exponentes de esta teoría son Graziani, Parguez y Schmitt. Alain Parguez identifica dos modos de producción: el modo de producción coercitivo y el modo de producción monetario, siendo este último el característico del sistema de producción capitalista y está regido por cinco características:

- El trabajo es libre,
- los empresarios determinan la inversión de manera independiente al ahorro,
- los empresarios son propietarios de los recursos productivos,
- el valor de la producción se realiza en los mercados que son espacios en donde se gasta el dinero, y
- el estado monetario crea dinero para gastar a fin de garantizar la producción de valores colectivos; mientras que los bancos crean dinero para permitir la acumulación de las empresas (Parguez, 2006).

En el modo de producción monetario el dinero tiene las siguientes propiedades: 1) es creado para ser destruido, 2) está fundado sobre una doble relación de endeudamiento, 3) en sí no tiene la función de reserva de valor, y, 4) es siempre endógeno (Parguez, 2006).

Para los ponentes de la teoría del circuito monetario, la naturaleza endógena del dinero no depende del carácter institucional sino más bien de una relación jerárquica inherente a las economías monetarias de producción. En este sentido, el dinero es siempre y en cualquier lugar, un fenómeno endógeno: el dinero es endógeno independientemente del grado de desarrollo del sistema bancario, del banco central, de las políticas acomodaticias o de las innovaciones financieras (Rochon , 2002).

Los circuitistas ven al dinero ante todo como una deuda, dentro del contexto de la teoría monetaria generalizada de la producción. Enfatizan la naturaleza del dinero (como deuda), y solo después abordan el papel y las funciones del dinero. En este sentido, la pregunta ¿qué es el dinero (la deuda emitida por los bancos)? es equivalente a ¿de dónde viene el dinero (préstamos bancarios)? La conclusión inevitable es que el dinero es siempre y en todo lugar un fenómeno endógeno. Esto no significa que el dinero no tenga funciones, porque claramente las tiene. El dinero es por supuesto una unidad de cuenta, y es desde luego un medio de cambio y una reserva de valor (Rochon , 2002).

El análisis de la teoría del circuito se establece dentro de una jerarquía específica de relaciones, con una secuencia dada e irreversible en el proceso de producción, entre cinco tipos de agentes: hogares (obreros y rentistas), empresas (bienes de consumo y de capital), bancos, banco central y Estado. Las empresas no pueden empezar su producción sin contratar mano de obra, la que no puede consumir sin primero recibir un ingreso. Los bancos no pueden prestar sin una demanda de crédito *ex ante*. El banco central es el agente financiero del Estado que autoriza la moneda y de este modo convierte los depósitos bancarios en dinero (Wray, 1999).

De hecho, el dinero es un constante recordatorio de deuda. El dinero existe dentro de una relación social específica de endeudamiento financiero, debe haber siempre un deudor cada que existe un acreedor, esto se mantiene en cada etapa del circuito monetario. Al inicio del circuito, las empresas solicitan dinero para cubrir sus gastos operativos basados en sus expectativas. Por su parte, los bancos les prestan en base a sus propias expectativas sobre la reducción de la demanda efectiva y la credibilidad de empresas individuales. En esta fase inicial del circuito, también se contempla al estado que deberá pedirle prestado para llevar a cabo sus actividades a su agente financiero, el banco central.

Los bancos comerciales y el banco central son capaces de otorgar crédito sin la necesidad de que exista previamente ahorro. Esto confiere a todos los bancos un poder especial: la de creadores de dinero. Los bancos comerciales y el banco central pueden hacer esto emitiendo deuda para consigo mismos (Parguez & Seccareccia, 2000). De ahí que cuando una empresa pide prestado a un banco, o cuando el estado pide un préstamo al banco central, se crean cuatro deudas. La primera es la de las empresas productivas con los bancos;

la segunda es la de los bancos comerciales entre sí; la tercera es aquella del estado con el banco central; y finalmente la deuda del banco central consigo mismo. Juntas las cuatro deudas constituyen lo que Graziani llama la deuda inicial del sistema, deudas que permiten comenzar la producción y las actividades del estado (Rochon, 2002).

Una vez que se lleva a cabo una operación de crédito, el dinero se crea instantáneamente, así se conforma la oferta monetaria. Bajo este esquema, toda la oferta de dinero que se crea es en respuesta a las necesidades del sistema económico. Cuando se otorga el crédito a las empresas y al estado, lo utilizan para remunerar a los trabajadores, pagar los dividendos y comprar bienes de capital. De modo que se generan ingresos para para los trabajadores, rentistas, y las empresas productoras. Esta etapa es crucial del flujo del circuito monetario.

En este punto, las cuentas bancarias de hogares, rentistas, y empresas productoras tanto de bienes de consumo y capital han aumentado. Ahora la segunda fase del circuito monetario comienza. Con la creación de ingresos necesariamente pone en movimiento la creación de deudas secundarias, pero en esta ocasión se involucra a los hogares. Este es el inicio de una etapa de reflujo del circuito monetario, lo que Graziani llama financiamiento final.

A medida que los hogares (trabajadores y rentistas) consumen, el dinero pasa de sus cuentas bancarias a aquellas productoras de bienes de consumo. Cuando los hogares consumen aceptan una cantidad de bienes y caen temporalmente en una posición de deuda hacia las empresas. De igual manera, la creación de ingresos implica el pago de impuestos, con su pago, la deuda de los hogares con el estado se extingue. El dinero fluye de regreso hacia las empresas y al estado como ingresos. En la etapa final del circuito monetario, las deudas iniciales son canceladas, y en este proceso, el dinero es destruido.

II.3 Elementos de convergencia entre los poskeynesianos y circuitistas

El elemento de convergencia entre estas dos corrientes heterodoxas es que ambas conciben al dinero como endógeno y a la tasa de interés determinada por las políticas del banco central.

Los poskeynesianos por su parte han contribuido sobre los detalles institucionales bancarios vitales para entender la mecánica de endogeneidad del dinero. Dan énfasis a la demanda de dinero por motivos de transacción, especulación y precaución y discuten respecto a si el dinero es ante todo una unidad de cuenta, reserva de valor o medio de cambio. La discusión se ha centrado en la importancia de la incertidumbre con relación a la demanda de dinero (Davidson, 1978).

A pesar de las diferencias en los enfoques de los estructuralistas y los horizontalistas, ambos conciben la endogeneidad del dinero esencialmente como el resultado de algún aspecto institucional, tal como las políticas acomodaticias del banco central, las innovaciones financieras, o el grado de evolución del sistema bancario y del banco central. De ahí que el dinero se vuelva endógeno, dada las estructuras institucionales y económicas específicas. Esto es llamado por Rochon (2002) endogeneidad institucional.

Por su parte, los proponentes del circuito monetario conciben la naturaleza de la endógenidad del dinero no dependiente del carácter institucional, sino más bien de una relación jerárquica que es parte de las economías monetarias de producción. Esto es así porque el dinero fluye de las deudas y existe porque los agentes económicos están dispuestos a ser parte de una relación de endeudamiento, porque la producción no puede empezar, y en tanto los ingresos no pueden generarse, sin la deuda emitida por los bancos. La habilidad que tienen los bancos de crear el dinero es porque sus obligaciones reconocidas por el estado son aceptadas como medio de pago. Esta es la endogeneidad natural o revolucionaria nombrada así por Rochon (2002).

Siguiendo a Rochon (2002), argumentamos que en el debate sobre los méritos de dinero endógeno, los poskeynesianos y los circuitistas se refieren a diferentes polos del análisis y por ello debaten a menudo sobre puntos distintos. El primer polo es de énfasis primario (la creación del dinero), mientras que el segundo polo es secundario, aunque por ninguna razón menos importante (el papel y funciones del dinero). Los circuitistas dan énfasis al primer polo del dinero endógeno (dinero *ab ovo*) mientras que los poskeynesianos se concentran más en el segundo (dinero *ex post*). Lo anterior implica, según este autor, que las teorías poskeynesianas y circuitistas lejos de ser incompatibles son complementarias: aspectos de cada uno pueden fusionarse y juntos formar una sola, coherente y heterodoxa

teoría del dinero endógeno, en la cual pueden agregarse con éxito otros problemas como los mercados financieros y la especulación.

En nuestra opinión, aunque la propuesta de Rochon suena prometedora, sería prematuro incorporar otros problemas a la teoría del dinero endógeno, ya que ésta tiene algunos límites respecto a que estos autores basan buena parte de su teoría en el realismo de sus hipótesis, sin embargo, hay aspectos de la realidad económica que no están presentes dentro del desarrollo de su teoría. En el siguiente apartado se desarrollan estos aspectos.

II.4 Aspectos no reconocidos por la teoría heterodoxa

A pesar que tanto los poskeynesianos como los circuitistas desde su posición heterodoxa ofrecen explicaciones más certeras para la realidad económica, también es importante mencionar los aspectos que incluso la heterodoxia es incapaz de reconocer cuando esta tiene como base la premisa del dinero endógeno. El desarrollo de este apartado no insinúa que la teoría deba abordar rigurosamente todos los aspectos empíricos, sino como indica (Lavoie, 2003) los autores heterodoxos consideran que el realismo de las hipótesis es extremadamente importante para la economía, su objetivo es contar una historia relevante y explicar la manera en la que la economía funciona en el mundo real. En ese tenor, este apartado pretende abordar brevemente algunos aspectos empíricos que la heterodoxia no ha contemplado.

- *La búsqueda de lucro de los bancos.* Tanto la teoría poskeynesiana como la de los circuitistas consideran al dinero como una variable endógena importante para que los mercados funcionen, pero estos planteamientos, al igual que los de los economistas tradicionales descuidan la concesión del crédito como mecanismo para la obtención de ganancia de los bancos¹⁶ en el núcleo de su teoría. Lavoie (2003) enfatiza que los bancos comerciales, como cualquiera otra empresa, tiene como objetivo maximizar sus ganancias. A la luz de esta idea, el dinero endógeno adquiere otro matiz: vale la pena cuestionarse sobre si el límite al crédito es, como lo indican los estructuralistas

¹⁶ A diferencia de los poskeynesianos, la búsqueda de ganancia por parte de las empresas es expresada en la teoría del circuito monetario. Como señala Parguez (2006) los empresarios tienen necesidad de dinero para atender la acumulación de capital que ellos deseen, sea cual sea su grado de incertidumbre.

simplemente la concesión de éste a proyectos que los bancos consideran viables o si es la rentabilidad que persiguen es lo que determina la cantidad de crédito otorgado.

- *La existencia de instituciones financieras no bancarias.* Como se vio en el desarrollo de esta sección, tanto los poskeynesianos como los circuitistas consideran que la creación monetaria depende de la demanda de crédito de las empresas a los bancos comerciales, no obstante, el proceso de desregulación y globalización financiera modificó drásticamente el funcionamiento de las instituciones. Por un lado diversificó las *instituciones financieras no bancarias*, así como las operaciones del mercado de capitales y, por otro, transformó radicalmente el funcionamiento de la banca. El supuesto detrás de estas modificaciones fue que el fortalecimiento de las *instituciones financieras no bancarias* otorgaría mayor amplitud y profundidad al mercado de bonos y de capitales, incrementando la liquidez del sistema financiero (Levy Orlik, 2010).

En este nuevo entorno, se modificó el funcionamiento de la banca. Específicamente no tuvieron como única característica emitir créditos y mantenerlos en sus hojas de balance hasta que fueran liquidados. La titularización¹⁷ de los activos permitió a estas instituciones ‘crear y distribuir’ los activos ilíquidos entre los diversos intermediarios financieros (bancarios y *no bancarios*) reduciendo los riesgos para las instituciones emisoras (Levy Orlik, 2010). Por lo tanto, sería prudente el análisis dentro del marco de la heterodoxia del papel que desempeñan las instituciones financieras no bancarias en la creación de dinero *ex nihilo*.

- *Las innovaciones financieras.* En esta sección se expuso la crítica horizontalista que dirige Kaldor al dinero exógeno a través de las *innovaciones financieras*, así como la visión estructuralista de la gestión de pasivos como un tipo de prácticas dentro de las *innovaciones financieras* para suplir las necesidades de reservas del sistema. Por otra parte, la *innovación financiera* a menudo se reduce a una cuestión de aplicación matemática mejorada, como sucedió con la introducción de cajeros automáticos o dinero electrónico.

¹⁷ La titularización suele considerarse, a efectos contables, como una venta de activos y no como un financiamiento, el originador no registra la transacción como un pasivo en su balance. Por lo tanto, dicho financiamiento fuera de balance aumenta el capital sin incrementar el apalancamiento del originador y la relación deuda-capital en sus estados financieros (Schwarcz, 1994).

Sin embargo, las *innovaciones financieras* son utilizadas por las instituciones para facilitarles a ellos y a sus clientes operar con mayores cantidades de deuda, y siguiendo a Guttman (2018), quien dice estar a favor de la visión de Minsky respecto a la *innovación financiera*, la cual ejerce una influencia macroeconómica significativa (procíclica) al facilitar mayores niveles de gasto financiado con deuda, el éxito de los esfuerzos de estas instituciones respalda un mayor nivel de demanda agregada en la economía. Pero esta mejora en la creación de gastos e ingresos hace que esos actores también sean menos conscientes de los mayores riesgos incurridos junto con un mayor apalancamiento. Tal como indica Levy Orlik (2010), las *innovaciones financieras* no están ligadas a la producción sino a la realización de las ganancias y a la riqueza financiera de los agentes. Un ejemplo de esto es la titularización.

El surgimiento de nuevos instrumentos financieros, en particular los derivados financieros, fue una característica tan notable del prolongado auge financiero iniciado a finales de los años setenta del siglo pasado, que la *innovación financiera* llegó a asociarse con la expansión financiera, justo como ahora se le asocia con mecanismos de crédito opacos y de dudoso valor (Toporowski, 2011). Otro aspecto clave en las *innovaciones financieras* es que permiten la evasión a la regulación. Las instituciones financieras innovan para escapar de las regulaciones, esto va de la mano con su uso a fin de *aumentar sus ganancias*.

- *Especulación financiera*. En el desarrollo de esta sección se mostró como Davidson (1978) indica que los poskeynesianos dan énfasis a la demanda de dinero por motivos de transacción, especulación y precaución, sin embargo, la demanda de dinero por motivos especulativos no es un aspecto explícito en la teoría de estos autores quienes enfocan sus argumentos en aspectos institucionales bancarios. El escaso desarrollo en el cuerpo analítico de este fenómeno contrasta con la idea de Keynes quien en su teoría de la demanda por liquidez incorpora el motivo especulación para argumentar que cambios en la cantidad de dinero son importantes porque causan movimientos en el nivel de producto y en el empleo (Villarraga Orjuela, 2009).

Lo anterior es reforzado por Levy (2010) quien dice que las nuevas estructuras financieras (hace referencia a las *instituciones financieras no bancarias*) ampliaron

la liquidez, acompañada de una creciente *especulación financiera* que redujo el financiamiento al sector productivo. La desregulación y la globalización del financiamiento aumentaron la liquidez, generando mayores riesgos crediticios que modificaron el destino del financiamiento, contrayéndose los montos de recursos canalizados al sector productivo. La consideración de este aspecto resulta interesante ya que tanto poskeynesianos como circuitistas basan su desarrollo del dinero endógeno en la demanda de crédito para la producción de bienes de capital y consumo sin tomar en cuenta la demanda de dinero por motivos especulativos.

- La *demanda de crédito para consumo*. Tanto los poskeynesianos como los circuitistas centran su análisis en la demanda de crédito por parte de las empresas para iniciar su proceso productivo, además, los circuitistas consideran que para consumir, las familias se endeudan con las empresas, sin embargo, es importante considerar la relación de deuda que adquieren los hogares con las instituciones financieras respecto a la creación de dinero endógeno. En el período de desregulación y globalización se desplazó el destino del financiamiento desde las empresas hacia el consumo y la vivienda. Las micro, pequeñas y medianas empresas se volvieron agentes no solventes (inelegibles para obtener créditos) en tanto sus activos reales no tienen un mercado secundario amplio que pudiera otorgar liquidez a sus activos. Se incrementó el crédito hipotecario porque sus activos subyacentes tienen un amplio mercado secundario, por consiguiente pueden asumir la función de colaterales. A su vez, las familias fueron acreedoras de financiamiento para el consumo porque son créditos de corto plazo que tienen menores riesgos debido a su rápida recuperación (Levy Orlik, 2010).

Los aspectos abordados en este apartado nos dejan ver las limitantes que tienen la teoría poskeynesiana y circuitistas dentro de su análisis del dinero endógeno, en tanto que, a la luz de la incorporación de los aspectos antes señalados, esta teoría podría adquirir un matiz diferente al señalado por estos teóricos. Esto pone en evidencia que la heterodoxia, contrario a lo que buscaba, ha caído en supuestos restrictivos en el cuerpo analítico de su teoría.

II.5 Balance de la sección

La sección desarrolló la hipótesis del dinero endógeno expuesta por los poskeynesianos y los circuitistas, permitiendo ver la manera en que el dinero es una parte importante del sistema capitalista. Mientras los poskeynesianos consideran que la endogeneidad del dinero depende de aspectos institucionales de los bancos, los circuitistas consideran que la endogeneidad se da por las relaciones jerárquicas que son inherentes de las economías monetarias de producción. Según Rochon (2002) estas dos teorías son complementarias porque los poskeynesianos enfatizan su análisis el papel y funciones del dinero dentro de la hipótesis del dinero endógeno. Mientras que los circuitistas se enfocan en la creación del dinero. Consecuentemente, este autor sugiere que la conciliación de estas teorías podría dar lugar a una teoría del dinero endógeno más homogénea y coherente.

Posteriormente se expuso que la propuesta de Rochon sería complicada dado que estas teorías heterodoxas basadas en el realismo crítico no pueden pasar por alto hechos de la realidad económica relevantes tales como la *búsqueda de lucro de los bancos* que le da otro matiz a la hipótesis del dinero endógeno: cuestiona si la concesión de crédito por parte de los bancos a las empresas depende de la demanda de éste por parte de las empresas para la realización de sus planes de producción o si en vez de esto la demanda de crédito y, por lo tanto, la creación de dinero endógeno se encuentra subordinada a los intereses de los bancos.

Por otra parte, consideramos que la inclusión de *instituciones financieras no bancarias* también juega un papel relevante en la creación de dinero endógeno, dado que el proceso de desregulación y globalización financiera modificó drásticamente el funcionamiento de estas instituciones con la finalidad de incrementar la liquidez del sistema financiero. En este nuevo entorno, la banca no tuvo como única función la emisión de créditos, la titularización de los activos, que es una forma de *innovación financiera* permitió a estas instituciones ‘crear y distribuir’ los activos ilíquidos entre los diversos intermediarios financieros (bancarios y *no bancarios*) reduciendo los riesgos para las instituciones emisoras. De la mano a la *innovación financiera* viene la *especulación*, ya que la diversificación de los instrumentos financieros permitió crear una compleja red de vehículos financieros que sirvieron de fondos para la especulación. Por último, se considera que el *crédito al consumo*

juega un papel relevante en la creación de dinero endógeno en tanto que la desregulación y globalización cambio el destino del crédito desde las empresas hacia el consumo y la vivienda, dificultando el acceso de este a las micro, pequeñas y medianas empresas porque sus activos reales no tienen un mercado secundario que pudiera otorgar liquidez a sus activos. Mientras que las familias fueron acreedores más atractivos porque el financiamiento para el consumo tiene un menor riesgo debido a su rápida recuperación.

La exposición de los puntos anteriores nos lleva a plantearnos la manera de articular estos elementos dentro de la teoría del dinero endógeno, por lo cual, en la siguiente sección se expone como el sistema bancario en las sombras podría darnos una aproximación a la manera en que se podrían incorporar estos aspectos dentro de la teoría.

Sección III. La banca en la sombras como agenda de investigación

Una vez que se han expuesto los aspectos que no son contemplados por los poskeynesianos y los circuitistas, vale la pena cuestionarse la manera de conciliar estos aspectos dentro de su visión heterodoxa del dinero endógeno. En ese sentido, el sistema bancario en las sombras nos ofrece una visión interesante.

El término de sistema bancario en las sombras fue acuñado por Paul McCulley durante el simposio anual de política económica del Banco de la Reserva Federal del Kansas City, quien definió como “la sopa de letras completa de los ductos, vehículos y estructuras de inversión no bancarios apalancados” (Guttman, 2016). Han habido muchos intentos por definir el fenómeno, y los economistas se han conformado con una definición oficial proporcionada por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) que se encargó de analizar y regular la banca en la sombra. En un informe de 2013, el FSB escribió: “El sistema bancario en la sombra podría definirse en términos generales como aquella intermediación crediticia conformada por entidades y actividades que están fuera del sistema bancario regular” (Guttman, 2016).

De acuerdo con la teoría heterodoxa desarrollada en la sección II de este trabajo, los bancos comerciales son capaces de crear dinero y cuentan con el respaldo del banco central para hacerlo. Además, aquellos bancos que son demasiado grandes¹⁸ para quebrar tienen la certeza de que si llegan a verse frente a una crisis de liquidez el banco central será su prestamista de última instancia. Al asumir este estatus, los bancos transnacionales se vieron sujetos a las normas establecidas en los Acuerdos de Basilea III, una regulación más estricta respecto al periodo precrisis que les exige a los bancos a mantener mayores reservas de capital e impone límites al número de préstamos que pueden otorgar.

Estas regulaciones provocaron que los bancos, en su intento de evadir las nuevas reglas, buscaran participar en nuevas áreas de las finanzas para expandir sus operaciones y *aumentar sus ganancias*, de forma que los bancos demasiado grandes para quebrar optaron

¹⁸ En 2011 la Junta de Estabilidad Financiera publicó la primera lista de Instituciones Financieras de Importancia Sistémica Global, donde se establecía oficialmente que si estos bancos llegaban a estar en situación de crisis, debían ser rescatados por el estado para prevenir una catástrofe financiera tal como la crisis de 2008.

por mantener parte de sus actividades fuera de su balance, impulsando el crecimiento de la banca en las sombras. Este nuevo modelo de negocio bancario permite que sus participantes abarquen prácticamente todas las áreas de las actividades financieras (Guttman, 2018) manteniéndose sujetos a los acuerdos de Basilea III al mismo tiempo que continúan realizando operaciones menos reguladas en la red financiera¹⁹.

En este nuevo entorno se modificó el funcionamiento de la banca. Específicamente no tuvieron como única característica emitir créditos y mantenerlos en sus hojas de balance hasta que fueran liquidados. La titularización de los activos permitió a estas instituciones ‘crear y distribuir’ los activos ilíquidos entre los diversos intermediarios financieros (bancarios y *no bancarios*) reduciendo los riesgos para las instituciones emisoras (Levy Orlik, 2010). La titulización es una parte esencial del sistema bancario en las sombras. Si los bancos hubieran tenido que mantener reservas contra préstamos especulativos, el sistema no hubiera existido. Crear enormes cantidades de dinero de la nada fue el propósito del sistema. Schwarcz tiene razón al mencionar que cuando se eliminan las reglas contables y los bancos pueden crear créditos sin ningún respaldo, la capacidad de creación de dinero *ex nihilo* es infinita (Marshall, 2016).

En ese sentido, *las innovaciones financieras*, contrario al discurso de Greenspan en el que se definen como algo que permitía beneficiar a la población tradicionalmente excluida de los circuitos de crédito, sirvieron para que los bancos pudieran seguir expandiendo sus operaciones y evadir la regulación a fin de aumentar sus ganancias mediante la diversificación de sus actividades, sin que ello modifique su habilidad de crear dinero y satisfacer la demanda crediticia así como reducir los riesgos asociados a la tenencia de sus activos. El nuevo destino de los créditos fue acompañado de *prácticas especulativas* al incrementar *créditos hipotecarios y de consumo* sin previo análisis de la capacidad de pago de las familias no solventes, en tanto el riesgo de impago es distribuido al conjunto de instituciones financieras (bancarias y *no bancarias*) (Levy Orlik, 2010).

¹⁹ Guttman (2016) sugiere sustituir el término de banca en la sombra por el de red financiera, un sistema diferente al régimen bancario regulado y al financiamiento de mercado tradicional donde las transacciones son públicas. De esta manera la red financiera es una forma específica de las finanzas constituida por transacciones bilaterales, opacas e interdependientes.

Bancos transnacionales, principalmente estadounidenses, europeos y japoneses, colocaron un sin número de instrumentos fuera de la hoja de balance, creando una compleja red de vehículos financieros que sirvieron de fondos especulativos, como son los *hedge funds* y los *Special Purpose Vehicles* (SPVs), que incluyen los *Structures Investment Vehicles* (SIVs) y las *Collateralized Debt Obligations* (CDOs). Al mismo tiempo, a través de los Fondos Mutuos del Mercado de Dinero (MMMFs) se crearon nuevas formas de depositantes. La posibilidad de crear dinero de la nada fue realizada por los grandes bancos a través de los nuevos vehículos financieros fuera de balance (Marshall, 2016).

El incremento del riesgo durante la década de 2000 provocó que algunos inversionistas prefirieran una estructura de CDO administrada en la que el emisor fuera más proactivo en la gestión del riesgo del crédito. De forma menos problemática, a partir de 1980, los MMMFs comenzaron a crecer en su uso como una manera para que las grandes empresas (y más tarde para los ahorradores individuales) depositaran el dinero fuera de los bancos pero a una tasa de interés parecida a la de la banca. El crecimiento de los MMMFs era un paso importante en la transición de la banca tradicional al sistema bancario en la sombra (Marshall, 2016).

Mientras la complejidad del sistema bancario en las sombras ha permitido que las CDO se conviertan en un instrumento de pura creación de dinero, el hecho de que las CDO hayan sido capaces de reproducirse es explicado por la *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) de la siguiente manera:

Los instrumentos se volvieron cada vez más complejos; las CDOs se construyeron de otras CDOs, creando la CDO al cuadrado. Cuando las empresas acabaron el producto real, empezaron a generar CDOs sintéticas -más baratas para producir-compuestas no de valores hipotecarios reales, sino sólo de las apuestas sobre otros productos de hipoteca. Cada nueva permutación creó una oportunidad para extraer más comisiones y ganancias por trading. Y cada nueva capa atrajo a más inversionistas apostando en el mercado de hipotecas, incluso mucho después de que el mercado había comenzado a entrar en declive. De manera que cuando el proceso se completa, la hipoteca de una casa en el sur de Florida podría llegar a ser parte de una docena de títulos en poder de cientos de inversionistas o partes de las apuestas hechas por cientos más. El secretario del Tesoro, Timothy Geithner, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York durante la crisis, describió el producto resultante como 'espaguetis cocidos' que se hacen difícil de 'desenredar' (FCIC, 2011,8).

En resumen: el sistema bancario en las sombras desempeña un papel clave en la dinámica capitalista global al permitir mantener una “sensación reconfortante” de disponibilidad de crédito para la expansión de los negocios. Se encuentra compuesto por instituciones financieras bancarias y no bancarias, fondos de inversión y cobertura, así como diversos vehículos de inversión. Estas instituciones operan como agentes de colocación de grandes fondos de inversión y sirven como enlace entre grandes inversionistas y prestamistas. Su fuente de ganancias proviene de las tasas de corretaje e intermediación, así como arbitrajes entre tasas de interés y tipos de cambio. En otras palabras, muchas de las operaciones de estas instituciones son especulativas.

Al no recibir depósitos, no se comportan como los bancos comerciales y por esta razón escapan a las regulaciones como es el caso de los acuerdos de Basilea III, de modo que esta red de instituciones y sus operaciones han crecido de manera importante, debido a que sus operaciones son especulativas van de la mano con altos riesgos crediticios desplegados a través de la innovación financiera. La especulación financiera se presentó bajo nuevas formas, operando a través de la titularización de activos e instrumentos derivados que tenían como objetivo reducir el riesgo de las corporaciones individuales incrementando el riesgo global de la economía, independientemente del sector productivo (Levy Orlik, 2010). Paradójicamente mientras más se debilita la economía real debido a una mezcla de sobreinversión y deficiencia de la demanda efectiva, más se fortalece el sistema bancario en las sombras como refugio de los inversionistas.

La comprensión de la naturaleza y magnitud de las relaciones de los bancos con los *hedge funds* y particularmente con los múltiples vehículos de especulación y creación monetaria serán objeto de una investigación futura, en tanto que para fines de esta investigación se hace una breve exposición de ellos a fin de ilustrar el papel que desempeñan en el sistema bancario en las sombras. Por otra parte, el papel que ha desempeñado el sistema bancario en las sombras en la economía real también forma parte de la agenda de investigación.

Conclusiones

Han sido muchas las críticas dirigidas a la visión del dinero exógeno por su incapacidad de explicar hechos de la realidad económica. En respuesta han surgido, desde la heterodoxia, la concepción del dinero como endógeno dentro del sistema de producción capitalista.

Particularmente, después de los planteamientos de Keynes han sido varios los autores poskeynesianos y circuitistas que han analizado al dinero considerándolo como una variable endógena importante. Estos autores han construido sus argumentos con base en el realismo crítico que construye sus hipótesis con supuestos más parecidos a la realidad económica. No obstante, esta teoría tiene limitantes en tanto que no considera dentro de su análisis ciertos elementos de la realidad económica. Por lo tanto, de alguna manera han limitado su teoría a supuestos restrictivos a pesar de presentarse como un antídoto al pensamiento tradicional.

El presente trabajo deja ver que hay un camino largo por recorrer en cuanto a la incorporación de estos aspectos a la hipótesis del dinero endógeno a fin de explicar de manera más completa lo que sucede con él en el sistema capitalista en el que vivimos actualmente. La teoría del dinero endógeno ha hecho grandes avances en la explicación de las crisis capitalistas, asimismo permite cuestionarnos hasta qué punto es prudente otorgar más crédito ya que no existe una señal que indique que la economía se ha saturado de crédito o lo que es lo mismo, de dinero endógeno.

Bibliografía

- Argandoña, A. (1990). El pensamiento económico de Milton Friedman. *IESE Business Scholl*.
- Bellofiore, R. (2005). Monetary economics after Wicksell: alternative perspectives within the theory of the monetary circuit. En G. Fontana, & R. Realforzo, *The Monetary Theory of Production: Tradition and Perspectives* (págs. 39-51). Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Blaug, M. (1985). *Teoría económica en retrospectiva*. México, México: Fondo de la Cultura Económica.
- Cruz Hidalgo, E., & Parejo Moruno, F. (2016). El dinero en la historia del pensamiento económico: la teoría monetaria post-keynesiana y su confrontación con la ortodoxia. *Iberian Journal of the History of Economic Thought*, 27-41.
- Davidson, P. (1978). *Money and the real world*. Nueva York: John Wiley and sons.
- Davidson, P. (2006). ¿Cuáles son los elementos esenciales de la teoría monetaria poskeynesiana? En P. Piégay, & L.-P. Rochon, *Teorías monetarias poskeynesianas* (págs. 27-45). Madrid: Akal.
- Fernandez Díaz, A., & Rodríguez Sáiz, L. (2003). *Política monetaria II Enfoques alternativos*. Madrid: Thomson.
- Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC). (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission of the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Washington, DC.
- Fontana, G. (2004). Rethinking endogenous money: a constructive interpretation of the debate between horizontalists and structuralists. *Metroeconomica*, 367-385.
- Friedman, M. (1969). *The Optimum Quantity of Money*. Londres: Macmillan.
- Gómez Betancourt, R. (2007). La teoría del ciclo económico de Friedrich von Hayek: causas monetarias, efectos reales. *Cuadernos de economía*, 47-69.
- Graziani, A. (2003). *The monetary theory of production*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Guttman, R. (2016). *Finance-Led Capitalism. Shadow Banking, Re-regulation and the future of global markets*. Londres: PALGRAVE MACMILLAN.
- Guttman, R. (2018). The transformation of banking. En A. Nesvetailova, *Shadow Banking Scope, Origins and Theories* (págs. 25-39). New York: Routledge.
- Guttman, R. (2018). The transformation of banking. En A. Nesvetailova, *Shadow Banking Scope, Origins and Theories* (págs. 25-39). New York: Routledge.
- Hume, D. (1985). *Ensayos morales, políticos y literarios*. Madrid: Trotta.

- Ingham, G. (2004). The nature of money. *Economic Sociology:European Electronic Newsletter*, 18-28.
- Jürgensen, K., & Rosende, F. (1993). *Hayek y el Ciclo Económico: una Revisión a la Luz de la Macroeconomía Moderna*. Santiago de Chile: Oficina de Publicación de la Pontificia Universidad de Chile.
- Keynes, J. (1973). *The general theory and after*. Londres: The Macmillan Press.
- Lavoie, M. (2003). A primer on endogenous Credit-Money. En L.-P. Rochon, & S. Rossi, *Modern Theories of Money* (págs. 506-543). Massachusetts: Edward Elgar Publishing.
- Lavoie, M. (2006). *Introduction to Post-Keynesian Economics*. Londres: PALGRAVE MACMILLAN.
- León León, M. (2002). Análisis crítico del planteamiento del problema de la neutralidad: Wicksell, Hayek y Patinkin. *Análisis económico* , 107-142.
- Levy Orlik, N. (2010). El enigma de la mayor liquidez y mayor restricción de financiamiento. *Economía UNAM*, 80-94.
- López González, T. (2005). *Moneda, dinero y crédito la controversia teórica monetaria: la vieja y la nueva discusión*. Tesis de Doctorado, Instituto Politécnico Nacional, Escuela Superior de Economía, México.
- Mántey de Anguiano, G. (1997). *Lecciones de economía monetaria*. México: Universidad Nacional Autónoma de México.
- Marshall, W. (2016). Economía política de la banca de sombra. *Ola financiera*, 80-108.
- Marx, K. (2015). *El capital. Tomo III/Vol.8*. México: Siglo XXI .
- McLeay, M., Radia, A., & Thomas, R. (2015). La creación de dinero en la economía moderna. *Revista de economía institucional*, 355-383.
- Moore, B. (1989). The endogeneity of credit money. *Review of political Economy*, 197-214.
- Moore, B. (2006). La endogeneidad de la oferta de dinero: ¿se fija el <<precio>> o la <<cantidad>> de reservas? En P. Piégay, & L.-P. Rochon, *Teorías monetarias poskeynesianas* (págs. 46-54). Madrid: Akal.
- Ospina Restrepo, J. (2019). *Economía para no economistas: un relato de la formación del pensamiento económico*. Bogotá: Universidad externado de Colombia.
- Palley, T. (2006). Dinero Endógeno: significado y alcance. En P. Piégay, & L.-P. Rochon, *Teorías monetarias poskeynesianas* (págs. 67-80). Madrid: Akal.
- Parguez, A. (2006). Moneda y capitalismo: la teoría general del circuito. *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, 45-60.

- Parguez, A., & Seccareccia, M. (2000). A credit theory of Money: the monetary circuit approach. En J. Smithin, *What is money?* (págs. 101-123). London: Routledge.
- Piégay, P., & Rochon, L.-P. (2006). Introducción. Dinero endógeno y economías monetarias de producción: la aportación de las teorías monetarias poskeynesianas. En P. Piégay, & L.-P. Rochon, *Teorías monetarias poskeynesianas* (págs. 9-19). Madrid: Akal.
- Pollin, R. (1991). Two theories of Money supply process: Theory and evidence. *Journal of Post Keynesian Economics*, 366-396.
- Rochon, L. (2002). Dinero y dinero endógeno: una aproximación post keynesiana y de la circulación. *Cuestiones económicas*, 137-168.
- Rochon, L. (2002). Dinero y dinero endógeno: una aproximación post keynesiana y de la circulación. *Cuestiones económicas*, 137-168.
- Rochon, L.-P., & Piégay, P. (2005). Teorías monetarias poskeynesianas: una aproximación de la escuela francesa. *Problemas de desarrollo*, 33-57.
- Roncaglia, A. (2006). *La riqueza de las ideas. Una historia del pensamiento económico*. Zaragoza: Prensas Universitarias de Zaragoza.
- Rothbard, M. (2008). *El Misterio de la Banca* (Segunda ed.). Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Schumpeter, J. (2012). *Historia del análisis económico*. Barcelona: Ariel.
- Schwarcz, S. (1994). The Alchemy of Asset Securitization. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 133-154.
- Toporowski, J. (2011). Innovación financiera y desarrollo. *Revista Problemas del Desarrollo*, 161-169.
- Villarraga Orjuela, A. (2009). La oferta de dinero y sus vínculos con el dinero inside y el dinero outside. *Revista de economía del caribe*, 230-250.
- Wray, R. (1999). *Understanding Modern Money: the key to full employment and price stability*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Wray, R. (2007). A Post-Keynesian view of central bank independence, policy targets, and the Rules- versus- discretion debate. *The Levy Economics Institute*, 119-141.