

Dinero y dinero endógeno: una aproximación post keynesiana y de la circulación

LOUIS PHILIPPE-ROCHON*

Resumen

Este artículo sugiere la posibilidad de una unión entre las aproximaciones Post Keynesiana y del circuito respecto al crédito y el dinero, la deuda y los bancos. Se analizan y contrastan las contribuciones de ambas teorías. La principal conclusión es que ambas escuelas son complementarias; tanto Post Keynesianos como Circuitistas, tienen mucho para aprender unos de otros. Los primeros no han incorporado totalmente en su teoría la noción de dinero como deuda bancaria, mientras que los segundos carecen de una discusión sobre los detalles institucionales bancarios, vitales para comprender la mecánica de endogeneidad del dinero. Ambos enfoques necesitan ser más desarrollados, cuando se hayan combinado de la manera adecuada, surgirá una teoría heterodoxa coherente del dinero endógeno.

Abstract

The purpose of this paper is to suggest a marriage of Post Keynesian and circuit approaches to credit and money, debt and banks. In this sense, this paper analyses and contrasts the contributions of both theories, which are in fact complementary. The main conclusion is that Post Keynesians and Circuitists have much to learn from one another. The former have not fully incorporated into their theory the notion of money as bank debt, while the latter lack discussion of banking institutional details, vital for understanding the mechanics of endogeneity. Both approaches need to be further developed. When both approaches have been properly combined, the a coherent heterodox program may begin.

Introducción

Post Keynesianos y Circuitistas han estado dialogando desde hace muchos años sobre las diferentes vías de reconciliación de sus respectivos puntos de vista sobre Keynes y algunos temas relacionados. El fruto de este diálogo apareció en *Economies et Sociétés* (editado por Alain Parguez) y culminó con el libro *Money*

* El autor es el Profesor Asistente de Economía y Banca Stephen B. Monroe y Director del Centro para Macroeconomía y Política del Desarrollo, Kalamazoo College. Este artículo es el resultado de las discusiones sostenidas con varios Post Keynesianos y fue escrito mientras el autor se desempeñaba como Profesor Visitante de la Universidad de Borbourgne, Dijon, en el otoño de 2000. El autor agradece, sin implicarlos, a Per Gunnar Berglund, Claude Gnos, John King, Marc Lavoie, Virginie Monvoisin, Corinne Pastoret, Jean-François Ponsot, John Smithin y Matias Vernengo. El artículo fue presentado en la Conferencia de Economistas Post Keynesianos, Kalamazoo College-University de Notre Dame, durante Mayo 13 y 14, 2001. El autor reconoce y agradece los comentarios de Amitava Dutt y otros participantes de la conferencia.

in Motion, editado por Guylain Deleplace y Edward Nell (1996). A pesar de estos esfuerzos, parece que hoy en día gran parte de este diálogo ha quedado en oídos sordos. En parte, esto se debe a las diferencias de vocabulario y conceptos utilizados por cada escuela y también por los distintos grados de énfasis dados a ciertos aspectos. Por ejemplo, para los Post Keynesianos, la incertidumbre ocupa el lugar central de su enfoque, mientras que los Circuitistas si bien reconocen la presencia de la incertidumbre, no le dan mucha importancia.

Esto ha llevado a la conclusión de que quizás ambas escuelas sean irreconciliables, lo que sería desafortunado pues, en esencia, hay mucho de común entre ellas. Las diferencias tienden a ser más un asunto de énfasis que de sustancia. Por ejemplo, en temas monetarios, ambas escuelas ven al dinero como endógeno y a la tasa de interés como exógena, determinada por las políticas del banco central. Estos dos elementos deberían alertarnos sobre las grandes posibilidades de reconciliación entre las dos escuelas y, del hecho que, los defensores de cada una de ellas tiene mucho que aprender de la otra. En este sentido, vale la pena considerar la importancia de algunas de sus contribuciones en las áreas del crédito, dinero y tasa de interés.

En un nuevo libro editado por Smithin (2000) éste formula una pregunta pertinente: "¿qué es el dinero?" Y, como lo resalta acertadamente: en tanto que las economías de producción son economías monetarias, resulta importante discutir la naturaleza del dinero. Para ser honestos con Keynes, en una "economía monetaria de producción", el dinero debe estar ligado a la producción y no puede ser añadido simplemente en cualquier momento o cualquier lugar en el análisis (Lavoie, 1992). Después de todo, esta es la definición más exacta de dinero "endógeno". El dinero moderno es el dinero bancario o los créditos emitidos con el propósito de producir. Como Keynes claramente afirmó en sus artículos posteriores a la Teoría General (pero véase también el *Treatise on Money*), la producción sólo empieza cuando las empresas han recibido crédito de los bancos (Rochon, 1997). El dinero no es neutral: ni en el corto, ni en el largo plazos.

Desgraciadamente, la mayoría de los economistas no aportan con respuestas interesantes ni relevantes para poder responder la pregunta de: ¿qué es el dinero?. Los economistas neoclásicos simplemente tratan al dinero como un resultado más bien tardío, asignándole papeles y funciones que tienen poco que ver con el proceso económico de producción. En este sentido, el dinero puede ser analizado sin ninguna referencia a los factores reales.

Los Post Keynesianos, en cambio, 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. A pesar de este reconocimiento, los Post Keynesianos contestan la pregunta de “¿qué es el dinero?” con un enfoque muy limitado respecto a los papeles y funciones 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 medida de cambio¹. La discusión se ha centrado en la importancia de la incertidumbre con relación a la demanda de dinero (Davidson, 1972).

Mientras esto es ciertamente un debate válido, es prematuro en el sentido de que la discusión sobre los papeles y funciones del dinero deben venir después. En primera instancia, la discusión debe enfatizar la creación del dinero y sólo después discutir lo que hace el dinero recién creado. En otros términos, antes de que el dinero pueda ser usado para transacciones, debe primero crearse.

Mientras los Post Keynesianos enfatizan la demanda de dinero, los Circuitistas se centran en la creación del dinero a través de la demanda de crédito bancario. Estos tienen poco que decir sobre los papeles y funciones del dinero. Según esta posición, el dinero es también endógeno y la existencia de dinero se vincula con las deudas bancarias. En esta literatura, el vínculo entre crédito, dinero, deuda, ingreso y producción se analiza cuidadosamente. De la misma manera en que los Post Keynesianos recalcan el papel de los bancos en la creación del dinero, su aproximación sobre el dinero se basa primordialmente en la naturaleza del mismo. Se enfocan en las relaciones entre bancos y empresas como la principal relación y sólo después analizan el papel y las funciones del dinero existente.

El propósito de este artículo es sugerir la posibilidad de una unión entre las aproximaciones Post Keynesiana y Circuitistas respecto al crédito y al dinero, la deuda y los bancos. No obstante, se mantendrá el análisis secuencial de la economía defendido por los autores circuitistas. Esto no debería generar problemas para los Post Keynesianos, quienes también recalcan el concepto de tiempo histórico. Este enfoque ayudaría a clarificar muchos de los debates de fondo. Al final, las diferencias son más aparentes que reales y una síntesis de las dos propuestas puede hacerse, arribando así a una teoría más heterodoxa sobre el dinero endógeno.

¹ Esto ha llevado a que algunos economistas se cuestionen si los Post Keynesianos tienen una teoría de dinero. Además, el énfasis puesto en las funciones de dinero había conducido a otros a preguntarse cuán diferente es su teoría de la teoría neoclásica. Por ejemplo, Heinsohn y Steiger (1983, p. 5) han sostenido que:

La explicación del dinero por parte de los Post Keynesianos, si tienen una, no difiere de la de los economistas clásicos y neoclásicos. La falta de “radicalidad” de los Post Keynesianos resulta en la retención de una teoría inadecuada en lo que concierne al origen de dinero, la aparición de economías monetarias y, por lo tanto, del papel de dinero en el mundo real de las sociedades capitalistas.

Este artículo analizará y contrastará las contribuciones de los Post Keynesianos y Circuitistas. Por Post Keynesianos, hago referencia a aquellos nombres más comúnmente asociados con la tradición horizontalista (en particular, Moore 1998, pero también Kaldor 1982), o la aproximación estructuralista en su sentido amplio (Pollin, 1996; Palley, 1994; Davidson, 1972; Wray, 1990). Por los de la teoría circuitista, en cambio, me refiero a los escritos de Graziani (1984, 1996), Parguez (1996) y Schmitt (1996) y sus seguidores. Por supuesto, nunca es una tarea fácil reducir las vastas e incluso antagónicas contribuciones de Post Keynesianos y Circuitistas, lo que vuelve, por tanto, la tarea de resumirlas, mucho más difícil.

Ambos enfoques conciben al dinero como el resultado de interacciones sociales específicas. La endogeneidad del dinero es vista como un resultado natural. Dicho esto, se aproximan a los temas de diferentes maneras. Por ejemplo, los Post Keynesianos, tanto horizontalistas como estructuralistas, ven 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 el banco central. De allí que el dinero *se vuelva* endógeno, dada una estructura institucional y económica específicas. Yo llamo a esto *endogeneidad institucional*.

Para los proponentes 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. Esto es precisamente lo que Lavoie (1984, p. 778) afirma: “El dinero es de alguna manera endógeno *ya sean* los bancos centrales dinámicos o no”. Y esto es así precisamente porque el dinero fluye de las deudas y existe porque los agentes económicos están dispuestos a entrar en la relación del endeudamiento, resultado de la jerarquía existente en el proceso de producción. La producción no puede empezar, y por lo tanto los ingresos generarse, sin la existencia de una deuda emitida por un tercer agente: los bancos². El dinero se crea por deuda. Como Bellofiore y Seccareccia (1999, p. 754) escriben: el “Dinero es un instrumento de crédito en una transacción triangular en la que los pagos están establecidos a través de la promesa de pagar a un tercer agente (un banco)”. Los bancos tienen la habilidad de crear el dinero porque sus obligaciones, autorizadas por el Estado, son reconocidas como

² Mientras los ahorros pueden ser usados para financiar la producción, debemos recordar que el ahorro existente es resultado de alguna inversión en algún momento del pasado. Lo mismo se aplica a los mercados financieros. Mientras Lavoie (1992) reconoce que esa producción puede financiarse mediante créditos bancarios (deuda), ahorros y mercados financieros, también acepta precisamente que el uso de créditos no-bancarios fueron creados mediante deuda en el pasado.

medios de pago. Esta es la *endogeneidad natural* o como lo he llamado en otra parte, la *endogeneidad revolucionaria*. (Rochon, 1999a).

Una posible manera de reconciliar ambas propuestas es refiriéndose a los dos polos de endogeneidad de Lavoie (1985). En este artículo, el autor argumenta que la endogeneidad del dinero existe en dos puntos del análisis. Para Lavoie, el dinero es endógeno debido a la relación entre bancos y empresas, y entre los bancos y el banco central. Yo argumento que en el debate sobre los méritos de dinero endógeno, los Post Keynesianos y los del Circuito se refieren a diferentes polos del análisis y por ello debaten a menudo sobre puntos distintos. Mientras ambos polos son igualmente importantes, ellos son, en tiempo histórico, necesariamente secuenciales en el análisis. 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 de dinero). Los Circuitistas dan énfasis al primer polo del dinero endógeno (dinero *ab ovo*) mientras los Post Keynesianos se concentran más en el segundo (dinero *ex post*)³.

Las implicaciones de este artículo deben estar claras. Las teorías Post Keynesiana y Circuitista, lejos de ser incompatibles, son complementarias. Los defensores de cada acercamiento tienen mucho que aprender del otro. 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.

Este artículo está dividido en las siguientes tres secciones. La parte 2 analizará las nociones de dinero en los Post Keynesianos y los Circuitistas. Puesto que estas nociones son diferentes, así serán también los respectivos enfoques sobre cómo definir una teoría de dinero endógeno, lo que constituye el tema de la parte 3. La parte 4 sintetiza el análisis y presenta una conclusión.

2. El dinero

El enfoque Post Keynesiano: las funciones de dinero

Para muchos Post Keynesianos el dinero es una curiosidad. Así como sus contrapartes neoclásicos, los Post Keynesianos todavía definen al dinero según sus

³ En correspondencia. John Smithin argumenta que ambos polos son simultáneos en el sentido de que lo que permite a los bancos otorgar crédito es precisamente la relación especial que éstos mantienen con el banco central. Sugeriría, al respecto, que los bancos otorgan crédito no necesariamente a causa de su relación con el banco central sino porque sus depósitos son aceptados como medios de pago.

funciones: "El dinero es lo que el dinero hace" (Hicks, 1967, p. 1). Los Post Keynesianos definen al dinero ante todo como una reserva de valor y una unidad de cuenta, donde la incertidumbre juega un papel central. En efecto, dada la incertidumbre, el debate se ha reducido al aspecto de si el dinero se utiliza principalmente por motivos especulativos (ver O'Donnel, 1989), de precaución (Chick, 1983) o con fines de transacción.

Pero estas discusiones no nos dicen nada sobre la creación de dinero y sólo se aplican al dinero, una vez que éste ha sido creado.

"Qué es el dinero" y "de dónde viene el dinero" son cuestiones que se analizan por separado: *qué* es el dinero (una unidad de cuenta, un medio de cambio o una reserva de valor) es diferente a *de dónde* viene el dinero (préstamos bancarios). La separación de las dos preguntas puede haber contribuido a discusiones innecesarias sobre la existencia del dinero y el significado de dinero endógeno⁴.

El punto de partida para los Post Keynesianos es la discusión sobre la importancia de la incertidumbre con respecto a la demanda del dinero de hogares y empresas. Los dos agentes buscan, en un mundo de incertidumbre, una forma para tomar la mejor decisión respecto de cómo guardar su riqueza. Los costos de transacción reducen el rendimiento efectivo de los activos y pueden desestimular su retención. Por consiguiente, la demanda de dinero como reserva de valor tiene que ver con la demanda por motivos de precaución y especulación (Davidson, 1978, p. 189). Las empresas pueden esperar que sus costos de producción aumenten en un futuro incierto y querer por lo tanto mantener dinero por razones precaucionarias. Esto parece confirmar el hecho de que el dinero es primero un *stock* que de algún modo debe ser distribuido entre las diversas razones por las que los agentes pueden demandarlo. Y esto es precisamente lo que concluye Wray (1996, p. 440): "En contraste [a los circuitistas], la mayoría de Post Keynesianos ha enfatizado al dinero como un stock."

Una razón posible para ello es que los Post Keynesianos parecen estar interesados, en especial, en argumentar el porqué de la no neutralidad del dinero — incluso en el largo plazo— por oposición a como es creado. Según Davidson (1996, p. 62), "La existencia de una institución societal de contratos legales, vigentes a plazo y denominados en términos nominales (¡no reales!), [crea] un ambiente monetario que no es neutral, incluso en el largo plazo". La incertidumbre es el elemento clave.

⁴ Por supuesto, Moore (1988) no comienza su análisis de esta manera. Para él, la existencia de dinero está ligada a las necesidades productivas de la economía para financiar el capital de trabajo. Wray (1990) también analiza el vínculo que existe entre el dinero y la deuda.

El énfasis en la demanda de dinero como una reserva de valor (y presumiblemente una oferta) es una diferencia fundamental entre los Post Keynesianos y los Circuitistas. El dinero es demandado por sus funciones, y de alguna manera ofertado para acomodar estas necesidades. Esto de algún modo conduce a ver al dinero como un bien (o un activo) que tiene funciones de demanda y de oferta que varían con su precio. Así, los cambios en las tasas de interés deben eliminar cualquier exceso. Esta es una aceptación inevitable en el mercado de dinero. El énfasis está, por tanto, en los ajustes del stock.

Aceptar el análisis de oferta y demanda de dinero tiene una serie de implicaciones. Winnett (1992, pp. 48) escribió que "al plantear el problema en términos de las funciones de demanda y oferta de dinero, ellos [los Post Keynesianos] han hecho concesiones muy grandes al punto de vista neoclásico, y se han negado a sí mismos muchas posibilidades para mostrar el modo en que sus supuestos podrían formar una alternativa coherente." Esta conclusión es cercana a aquella alcanzada por Deleplace y Nell (1996, p. 8), quienes afirman que las bases teóricas del argumento están metodológicamente derivadas de la ecuación cuantitativa del dinero. Discutir si la demanda de dinero es vertical (en la ausencia de una demanda de dinero especulativa) o con pendiente negativa (dependiendo de la preponderancia de la demanda especulativa de dinero), es irrelevante. Por otra parte, el análisis de oferta y demanda es en principio estático y está centrado en la distribución total de un stock dado de dinero o de activos líquidos, una porción del cual se mantiene como dinero: el mercado de dinero debe equilibrarse.

Pero la endogeneidad del dinero endógeno en el análisis Post Keynesiano es un proceso dinámico, que se enmarca en el contexto del tiempo histórico. El crédito y el dinero son flujos que responden a las necesidades que tiene la economía para reproducirse y crecer. ¿Si el crédito y el dinero son flujos, entonces, cómo se puede conciliar esto con un aparato teórico que analiza magnitudes económicas en términos de stock? (la misma lógica puede aplicarse al modelo IS-LM). Este fue el argumento precisado de Arestis (1997, p. 56), quien discutía que existe "una objeción lógica para tratar de representar un análisis de flujos en un diagrama diseñado para mostrar la evolución de stocks".

Finalmente, el análisis de oferta y demanda reconoce la existencia de un *mercado* de dinero, donde las funciones de demanda y oferta de dinero determinan un precio y una cantidad, así como una posición de equilibrio. También reconoce la posible existencia de excesos de demanda y oferta de dinero, los que se eliminan mediante cambios en la tasa de interés (Howells, 1995), independientemente de si la curva de oferta es vertical o tiene pendiente positiva⁵.

⁵ Lo menos que puede decirse sobre la posición horizontalista es que transmite el mensaje apropiado sobre la exogeneidad de la tasa de interés y la noción de que no puede existir un exceso de oferta o demanda de dinero.

Por separado, cada función tiene, no obstante, sus propios problemas. Por ejemplo, al trazar una curva de demanda, los Post Keynesianos reconocen que la demanda de dinero está inversamente relacionada con la tasa de interés. El dinero es un activo entre muchos otros que se mantienen por razones de liquidez, pero como no tiene ningún retorno (o éste es menor al de la mayoría de los otros activos)⁶, mantenerlo implica incurrir en un costo de oportunidad. Esto entra en la teoría de distribución del portafolio, o lo que Nell (1967, p. 386) llama la "teoría de la elección". Si este es el caso, entonces, una explicación debe ofrecerse sobre el porqué se mantiene dinero.

Los Post Keynesianos ligan el dinero a la existencia de incertidumbre. Los hogares prefieren mantener bonos en su cartera porque el futuro es por definición incierto (desconocido y desconocido en un mundo no ergódico). Dow (1996, p. 38) cree que aumentar la información (por ende reducir la incertidumbre) permite dar un mayor peso al argumento. Esto se traduce en una caída en la demanda de dinero como activo:

El peso es derivado del monto relativo de evidencia relevante presentada para sostener la (generalmente no cuantificable) estimación de probabilidad. A mayor cantidad de evidencia relevante, mayor es el grado de confianza con que las expectativas pueden mantenerse sobre las ganancias relativas en activos alternativos, y por tanto, menor será la demanda de dinero que no gana ningún retorno monetario. Nueva evidencia aumenta la confianza en las expectativas, en consecuencia, reduce la liquidez de dinero relativa al retorno esperado sobre el activo alternativo y puede reducir también la tasa de descuento sobre el retorno esperado del activo alternativo, ambos factores alientan a que caiga la demanda de dinero.

El dinero existe a causa de la incertidumbre (ver también Davidson, 1978). Según Dow (1996, p. 36): "El papel mismo del dinero es producto de la incertidumbre". Como Dymksi (1996, p. 385) correctamente lo señala, la incertidumbre es el "el punto de partida" para el post keynesianismo de Davidson. Para éste (1978, p. 144), "es sólo en un mundo de incertidumbre y desilusión que el dinero tiene sentido". La perfecta liquidez del dinero y su capacidad para tratar con la incertidumbre dan su valor intrínseco (Davidson, 1978; Dymksi, 1996). Según Dow (1996, p. 37), "la preferencia por liquidez se deriva del papel económico y central del dinero como el activo cuyo valor es el más certero". Dymksi (1996, p. 381) afirma que "la incertidumbre exógena crea necesidad para una reserva de valor:

⁶ Sostener que el dinero no tiene ningún retorno es menos cierto hoy que en el pasado, cuando el dinero consistía esencialmente en billetes y monedas. Los depósitos son dinero que devenga intereses, aunque de hecho tienen un retorno menor que el de otros activos.

la voluntad de los agentes para emprender tareas que consumen tiempo puede ocasionar un deseo simplemente para mantener recursos en reserva."

Esta posición proviene de Keynes (1973b, p. 116) quien sostenía que los hogares mantienen saldos de dinero a causa de "cálculos y convenciones respecto al futuro... La posesión real de dinero calma nuestra inquietud; y la prima que requerimos para hacernos de parte de dinero es la medida del grado de nuestra inquietud." Por ello, "nadie fuera de un asilo de lunáticos" guardaría dinero.

Rousseas (1992, pp. 12, 15) coincide con la afirmación, cuando argumenta que "el dinero... es aquello que compromete el presente y el futuro en un mundo de incertidumbre... Es la respuesta capitalista a la incertidumbre lo que da al dinero su peculiaridad." Además, según el autor (1992, p. 22), "En una economía sin trueque, es la presencia continua de la incertidumbre en todos los mercados, en menor o mayor medida, la que permite que el dinero sirva como una reserva de riqueza o de valor, que va a ser usado como una cobertura contra la incertidumbre".⁷

Vincular la existencia del dinero a la incertidumbre, sin embargo, tiene dos problemas obvios. Primero, como un stock, el dinero debilita el papel de los bancos en la creación de dinero a través del financiamiento de la producción mediante la entrega de crédito. Si el dinero es endógeno, existe a causa de los préstamos bancarios. Entonces nuevamente, los Post Keynesianos plantean que ese dinero existe a causa de la incertidumbre. ¿Qué es esto? No podemos tener dos explicaciones mutua y aparentemente inconsistentes sobre la existencia del dinero.

Segundo, se asume que en un mundo de perfecta certidumbre (que gratuitamente no puede existir) no habría necesidad del dinero: el estudio de la economía podría hacerse, entonces, desde el punto de vista del trueque y del análisis real. Esto deja la impresión, por lo tanto, de que el aspecto distintivo entre los Post Keynesianos y la teoría neoclásica es la omnipresencia de la incertidumbre.⁸

⁷ Otro Post Keynesiano que ha enfatizado este punto es Arestis. Argumenta que esa incertidumbre es "uno de los elementos centrales" de la teoría Post Keynesiana (Arestis, 1990, p. 228), que el dinero se convierte en un vínculo entre el pasado irrevocable y el futuro desconocido, como Keynes afirmaba en la *Teoría General* (1973, p. 294). Según Arestis (1990, p. 229), "esta es precisamente la clase de incertidumbre inherente al tiempo histórico que es condición necesaria y suficiente para la existencia de dinero."

Esta es también la interpretación que Dutt y Amadeo (1990, p. 112) tienen de la teoría Post Keynesiana: "La institución del dinero puede ser entendida como una respuesta a la incertidumbre, como una manera de aplazar la toma de decisiones reales, sin la incertidumbre no habría necesidad de mantener dinero excepto para propósitos de transacciones normales."

^x En una charla dada en la *New School University*, Davidson admitió esto diciendo que la única diferencia entre las teorías neoclásica y Post Keynesiana es la existencia de incertidumbre. Librándose de la incertidumbre, sostuvo, se estaba regresando a la economía neoclásica.

Adicionalmente, muchos Post Keynesianos sostienen que el aspecto financiero es un componente en la demanda del dinero, es decir, es el cuarto motivo para mantener dinero (Keynes, 1973b; Davidson, 1965). Si éste es usado primordialmente para financiar los costos de producción y de inversión, entonces la función de demanda de dinero llega a ser casi sinónimo de la demanda para fondos de inversión: las empresas demandan dinero para financiar nuevas inversiones.⁹ Una curva con pendiente negativa se vuelve la personificación monetizada de la función de demanda de inversión. Los Post Keynesianos por lo tanto, parecen no darse cuenta de las lecciones sacadas de los debates, respecto a que no puede haber una relación inversa entre la tasa de interés y la de inversión.

Con respecto a la oferta de dinero, pueden elaborarse dos argumentos. Primero, el dinero puede medirse en cualquier punto del tiempo como un stock. Por ejemplo, en el tiempo t hay una cantidad determinada de dinero. Pero el dinero es también un flujo, cuya creación responde a las necesidades de la economía. Sin embargo, oferta y demanda son incapaces de representar al segundo argumento. Demandar y luego ofrecer crédito o dinero es necesariamente un proceso dinámico, como argumentaba Arestis. Por tanto, en un mundo de stocks, la aceptación de una función de oferta implica la noción de que ese dinero es de algún modo escaso y que debe ser racionado. La oferta de dinero está restringida por la función misma. A cualquier tasa interés, sólo una posible cantidad de dinero ofertado existe (a menos que nosotros adoptemos la posición horizontalista). Cualquier cosa a la derecha de la oferta de dinero puede existir a menos que la curva sea de algún modo afectada mediante la política¹⁰. Esto contrasta con la noción más amplia de dinero endógeno por la cual la oferta se adapta a la demanda totalmente.

Segundo, y en relación al primer punto, una función de oferta a nivel macro casi no tiene sentido. Si el dinero es verdaderamente endógeno, entonces no puede haber una función que relacione cantidad con precio. Si la oferta está restringida por la demanda, no puede existir una función creciente en la tasa de interés. En el límite, puede graficarse horizontalmente.

La aceptación de las funciones de demanda y oferta de dinero es por lo tanto una interpretación estática de un proceso dinámico. Aquellas incorporan la noción de escasez en el núcleo de la teoría neoclásica. No dicen nada sobre la fuente u

⁹ En Moore (1988), el crédito bancario es usado para financiar sólo capital de trabajo.

¹⁰ Como se verá en la próxima sección, los Post Keynesianos sostienen que el banco central siempre puede incrementar la oferta de dinero exógenamente y en consecuencia, desplazar la curva. Tal solución puede ser difícilmente considerada como revolucionaria, siendo más semejante a la teoría neoclásica que a la Post Keynesiana.

origenes de dinero. La discusión sobre el dinero se ha elaborado sin referirse al papel desempeñado por los bancos comerciales. Los análisis de oferta y demanda reincorporan la determinación simultánea de precio y cantidad. La teoría de la determinación de la tasa de interés se vuelve simultáneamente una teoría de la determinación de la cantidad de dinero. Ya no están separados: lo que determina la cantidad de dinero determina la tasa de interés y viceversa.¹¹ Pero en la teoría Post Keynesiana, precio y cantidad deben quedar determinados por separado, mediante fuerzas diferentes¹². Hay consenso general en que la tasa de interés es exógena y que la oferta de crédito, en el sentido más amplio, se adapta a la demanda

En consecuencia, la noción Post Keynesiana de dinero es limitada a este respecto y ofrece muy poco que difiera de la teoría neoclásica, excepto que el dinero es el resultado de la incertidumbre. La incertidumbre es necesaria para la existencia de dinero. Pero incluso este punto es problemático, puesto que todavía trata al dinero como un stock y/o activo y confía en la distribución de cartera. Si la incertidumbre puede ser eliminada, entonces estamos de vuelta en la teoría neoclásica (Davidson, 1978).

El enfoque del circuito

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 sólo después abordan el papel y las funciones del dinero. En este sentido, *qué* es el dinero (la deuda emitida por 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. Pero este análisis debería ser secundario en una teoría del dinero endógeno. Únicamente una vez que el dinero es creado, podemos mirar sus funciones y roles. Estamos interesados en la naturaleza del dinero *ab ovo* y sus funciones *ex post*.

Para los defensores de la teoría del circuito monetario (ver Graziani, 1984; 1996; Parguez, 2000; Lavoie, 1992; Realfonzo, 1998; Rochon, 1999b; Parguez y Seccareccia, 2000), dinero, ingreso y producción se vinculan íntimamente a través

¹¹ Graficando la curva de oferta como una horizontal, al menos evitamos este problema.

¹² Los horizontalistas entienden esto claramente. Kaldor (1982) y Moore (1988) hicieron a la tasa de interés una variable exógena. La demanda determina la cantidad de dinero, y esto no tiene implicaciones en su precio.

de la discusión sobre los bancos y su comportamiento. Las economías capitalistas son economías de deuda: la producción no puede separarse de la discusión sobre el crédito, los bancos y la deuda. El punto de partida es la referencia de Keynes, en su *Tratado*, de que el dinero "existe junto con las deudas" (volumen 1, p. 3; ver Davidson, p. 147). Mientras el dinero es simultáneamente un stock y un flujo, es primero un flujo que responde a las necesidades de la economía, circula y después se destruye parcialmente. El stock de dinero restante representa la demanda de dinero al final del período de producción.

La teoría del circuito monetario comienza con la distinción entre crédito y dinero. Desde una perspectiva de marco contable de doble entrada, es claro que el crédito es un activo bancario mientras que el dinero es un pasivo (Parguez y Seccareccia, 2000) y por tanto, son tratados como distintos. La demanda del crédito no puede ser un componente de la demanda del dinero pues el dinero es el resultado de la demanda —y en consecuencia oferta— de crédito bancario. El dinero resulta del crédito.¹³ El dinero es creado en el mismo instante en que es usado por las empresas. Como en Parguez y Seccareccia (2000, p. 101), "el dinero aparece causal e históricamente como resultado de relaciones previas de crédito y deuda."

El dinero no es visto como un activo (aunque podría ser uno, véase más adelante). Su función más primaria es permitir que la producción comience y que los bienes circulen. El dinero es en primer lugar un flujo. Esto se alcanza dando a las empresas y al Estado el acceso a las finanzas para contratar mano de obra y comprar otros medios de producción —por tanto, creando ingresos. El crédito y el dinero son ante todo flujos que responden a las necesidades de la economía. El crédito y el dinero son el *sine qua non* de las economías monetarias de producción.

Los dos importantes puntos de partida para los Circuitistas son los siguientes. Primero, enfatizan ante todo la naturaleza de dinero, por encima de su papel o funciones (Gnos, 1999). Segundo, no vinculan la existencia del dinero a la incertidumbre. El dinero existe haya o no incertidumbre. Consideremos en lo que sigue cada uno de estos argumentos.

La naturaleza del dinero

El análisis de la teoría del circuito monetario se establece dentro de una jerarquía específica de relaciones, con una secuencia dada e irreversible en el proceso de producción, entre cinco jugadores del sistema: hogares (obreros y rentistas),

¹³ La implicación es que el motivo financiero de Keynes no es un cuarto motivo para mantener dinero sino más bien un motivo para demandar crédito bancario, el que luego conduce a la creación endógena del dinero.

empresas (bienes de consumo y de capital), bancos, banco central y Estado. Las empresas no pueden empezar la 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 ese modo convierte los depósitos bancarios en dinero (Wray, 1999). Es esta acción la que da, a los bancos, la capacidad de ofrecer crédito, creando depósitos y dinero en el proceso (ver más adelante). El papel del banco central es fijar la tasa de interés, actuar como agente financiero del Estado y asegurar la supervivencia financiera del sistema económico. Dentro de su función, también actúa como casa de compensación entre hogares e instituciones financieras, asegurando así la convertibilidad de depósitos bancarios desde un banco a otro (ver más sobre esto en la siguiente sección).

De hecho, el dinero es un constante recordatorio de la existencia de deuda. Cada una de las relaciones jerárquicas giran alrededor de la deuda. El dinero es el resultado de una intrincada relación de deuda. En este sentido, el dinero existe dentro de una relación social específica de endeudamiento financiero, bipolar por naturaleza: debe haber siempre un deudor cada vez que existe un acreedor. Esta analogía se mantiene en cada etapa del circuito monetario. En un período de producción, hay circuitos paralelos de deuda, todos girando alrededor de las nociones de dinero e ingreso. Las empresas entran en deuda con los bancos, el Estado se endeuda con el banco central (estos últimos son los más importantes), los hogares con las empresas y el Estado, y finalmente los bancos con relación al banco central. Por consiguiente, esta jerarquía de deudas pone en movimiento un intrincado patrón de creación monetaria, circulación y destrucción que termina con la cancelación de la deuda inicial. En otras palabras, el dinero existe a causa de la deuda, circula a causa de ella, y se extingue en el reembolso de la deuda. Este modelo está dividido en flujo y reflujo.

Al principio del circuito, las empresas por ejemplo, solicitan crédito para cubrir gastos tales como pago de salarios (crédito a corto plazo) e inversión (crédito a largo plazo), basados en sus expectativas respecto al futuro (las expectativas a corto plazo para propósitos de producción, y expectativas a largo plazo para la inversión). Los bancos, por su lado, acuerdan extender crédito en base de sus propias expectativas sobre la reducción de la demanda efectiva y la credibilidad de empresas individuales. En un principio, entonces, las empresas les deben a los bancos. Pero el inicio del circuito monetario también incluye las actividades estatales que deben financiar gastos pidiendo prestado al banco central, agente financiero del Estado. La necesidad de crédito del Estado es para remunerar a la fuerza de trabajo; pero también y principalmente para "comprar" otros factores de "producción" tales como el pago de dividendos sobre la deuda estatal existente, la compra de equipos; y para cubrir los compromisos en los programas sociales.

Los bancos y el banco central son capaces de hacer esto sin necesidad de que exista previamente un ahorro porque sus obligaciones (depósitos bancarios) son reconocidas como dinero y reconocidas como tales por el Estado. Esto confiere a todos los bancos una condición (status) especial: la de creadores de dinero. Los bancos y el banco central crean dinero *ex nihilo*; ellos generan poder adquisitivo. Los bancos y el banco central pueden hacer esto emitiendo deuda para consigo mismos (Parguez y Seccareccia, 2000). Ellos apuestan a favor de la capacidad de las empresas y el Estado para repagar su deuda inicial. De ahí que cuando una empresa pide prestado a un banco, o cuando el Estado hace un préstamo al banco central, se crean cuatro deudas. La primera es la de las empresas productivas con los bancos; la segunda, la deuda de los bancos comerciales entre sí; la tercera deuda 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 (1984) llama la deuda inicial del sistema, deudas que permiten comenzar la producción y las actividades del Estado.

Una vez que una operación de crédito es garantizada, el dinero se crea instantáneamente: allí yace la existencia de la oferta de dinero. Es cierto que el banco central juega un papel en la creación de la oferta de dinero, pero éste es enteramente diferente al asignado por otras (y más dominantes) teorías. Aquí, el banco central crea dinero en respuesta a las necesidades del Estado. De hecho, toda la oferta de dinero se crea en respuesta a las necesidades del sistema económico. Los bancos y el banco central no pueden aumentar exógenamente la oferta de dinero, pues su decisión para otorgar crédito está determinada por la demanda de las empresas y el Estado (ver más adelante).

Otorgado el crédito, las empresas y el Estado lo usan para remunerar a los trabajadores, pagar los dividendos y comprar bienes de capital. En cada una de estas instancias se crean ingresos para los trabajadores, rentistas y empresas productoras de bienes de consumo y capital. La creación de dinero es sinónimo de la creación de deuda e ingresos. Este es la etapa crucial del flujo del circuito monetario.

En este punto, las cuentas bancarias de hogares, rentistas y empresas productoras de bienes de consumo y capital han aumentado. El valor total del dinero creado no cambia su propia naturaleza, aunque su composición sí lo hace. Inicialmente, la oferta de dinero consistía enteramente en las cuentas bancarias de las empresas y el Estado. Ahora, ese dinero ha pasado a los receptores de ingresos. Aunque la composición de la oferta de dinero haya cambiado, su naturaleza permanece igual: todavía representa la deuda de las empresas y el Estado hacia los bancos y el banco central. Así como el crédito se creó por los “flujos de producción”, el dinero circula por el flujo de transacciones.

Pero ahora, una segunda fase del circuito monetario comienza. La creación de ingresos pone en movimiento la creación necesaria de deudas secundarias, esta vez involucrando a los hogares. Este es el inicio de una etapa de reflujo del circuito monetario, o lo que Graziani (1984) llama financiamiento final.

En la medida que los hogares —trabajadores y rentistas— consumen, el dinero pasa desde sus cuentas bancarias a aquellas de las empresas productoras de bienes de consumo. El consumo puede verse como una deuda temporal. Cuando los hogares consumen, aceptan una cantidad de mercaderías y caen temporalmente en una posición de deuda hacia las empresas. Esta deuda es reembolsada según los criterios de las empresas: instantáneamente mediante el pago total de las mercaderías, o a través del tiempo mediante la extensión de un (reserva) crédito. De la misma forma, la creación de ingresos implica el pago necesario de impuestos. En la medida en que los hogares pagan impuestos, transfieren dinero desde sus cuentas bancarias hacia el Estado, si los impuestos “representan” la deuda de los hogares con el Estado, ésta se extingue cuando los hogares pagan sus impuestos. En esta etapa, los hogares entran en diversas relaciones de deuda con las empresas y con el Estado, las cuales se extinguen mediante la creación de ingresos para el Estado y para las empresas de bienes el consumo. El dinero fluye de regreso hacia las empresas y al Estado como ingresos.

La etapa final del circuito monetario implica la cancelación de las deudas iniciales y la destrucción de dinero. Las empresas y el Estado usan los ingresos del consumo e impuestos para rembolsar a los bancos y al banco central. Las deudas son canceladas, y en este proceso, el dinero se destruye.

A otro nivel, hay otra relación de deuda que debe ser analizada. Arriba, mencioné cuatro jerarquías de deuda. Se ha analizado la deuda de las empresas hacia los bancos, del Estado hacia el banco central, y de los hogares hacia las empresas y el Estado. Falta, abordar la deuda de los bancos con el banco central. Esta última corresponde al segundo nivel o estrato jerárquico de Lavoie (1985). En verdad, como los depósitos se crean en el proceso de endeudamiento, los bancos se ven en la obligación de demandar reservas, esto es, alimentar los depósitos bancarios en el banco central (un activo para los bancos, una obligación para el banco central). Los bancos están por tanto, endeudados con el banco central, el que debe ofrecer una cantidad determinada de reservas, para satisfacer total o parcialmente esta demanda.¹⁴ El segundo nivel de Lavoie aparece entonces al final

¹⁴ Los bancos pueden reducir su deuda con el banco central adoptando innovaciones financieras que reduzcan la demanda de reservas, creando nuevos tipos de depósitos que requieren poco o nada de reservas. De aquí en adelante, las innovaciones financieras no son significativas para aumentar la cantidad de préstamos, como en algunas versiones de la teoría Post Keynesiana (ver Pollin, 1996), sino que reducen la demanda de reservas y el endeudamiento con el banco central.

del análisis¹⁵. El debate estándar Post Keynesiano entre los llamados horizontalistas y estructuralistas entra aquí (Wray 1990; Moore 1988).

De esta discusión, podemos darnos cuenta de que la producción implica un sistema intrincado de deudas e ingresos, resultado de la creación, circulación y destrucción del dinero. El dinero es creado a través de la deuda; circula mediante la deuda; y, se cancela mediante deuda. Por tanto, el dinero es en esencia un flujo.

Tres conclusiones cruciales se desprenden de la teoría del circuito monetario. La primera, el consumo y los impuestos no pueden financiar nada. Más bien, deben verse como parte de la fase de reflujo. Su papel consiste en permitir a las empresas y al Estado reembolsar la deuda bancaria. En este sentido, una vez que la deuda es reembolsada, las empresas y el Estado deben pedir prestado nuevamente, o lograr que los acuerdos preexistentes sean extendidos para una nueva ronda de producción y gasto (Rochon, 2000). De ahí que el motivo financiero o la necesidad de crédito en la demanda de dinero de Keynes sean imprescindibles, independientemente de que la economía o los costos de producción suban, como postulan muchos Post Keynesianos (Davidson, 1978; Brota, 1983; Chick, 1995).

En segundo lugar, el dinero existe independientemente de la incertidumbre. En contraste con los Post Keynesianos, aun cuando contemplemos un mundo de perfecta certidumbre, las empresas y el Estado podrían requerir acceso al crédito bancario. No hay necesidad de que exista incertidumbre para comprender la naturaleza y la existencia del dinero, aunque aquella juegue un papel clave cuando las empresas y los bancos prevén el futuro. La teoría del circuito monetario es perfectamente compatible con la naturaleza de la incertidumbre. La teoría del circuito monetario se establece dentro de un contexto de tiempo histórico y de incertidumbre (ver *infra*).

Tercero, los Circuitistas no hacen uso del análisis de oferta y demanda. Aunque de hecho existe una demanda y oferta de crédito, ellas son independientes y no interactúan juntas para determinar un precio y una cantidad de crédito: no hay mercados de crédito o de dinero. El precio del crédito, la tasa de interés, es determinada exógenamente por el banco central (en un ambiente de incertidumbre), mientras que la oferta de crédito se determina por la demanda de crédito, dado el

¹⁵ Ya en algunos países las reservas requeridas son nulas, como es el caso de Canadá, Australia, Suecia e Inglaterra.

¹⁶ Los bancos no son pasivos. Ellos establecen unos estándares mínimos de credibilidad que los prestatarios deben cumplir. Cumplida esta condición, los bancos otorgan crédito a las empresas. Estos criterios determinados por los bancos cambian dependiendo del optimismo o pesimismo de los bancos con respecto al futuro incierto e imprevisible. Ver Rochon (1999a), capítulo 8.

criterio de los bancos para prestar¹⁶. La oferta es la demanda (Parguez, 1985, p. 273). Y según Di Ruzza (1984).

Me parece que el uso del análisis de oferta y demanda con respecto al dinero da lugar a más inconvenientes que ventajas... Considerar las funciones de oferta y demanda del dinero, independientemente de sus características, implica ante todo, la definición y aceptación de una cierta separación entre el dinero y la economía 'real'... Si asumimos que la oferta de dinero es endógena, y determinada por la demanda, la noción misma de oferta pierde todo su significado. La única cantidad de dinero previsible, posible y normal, sería la cantidad 'deseada', es decir, aquella proveniente de las necesidades económicas internas del sistema.

Mientras el argumento de Di Ruzza, en términos de oferta y demanda de dinero, puede ser aplicado al crédito también. Esto lleva a Lavoie (1987, p. 91) a argumentar que para "muchos Circuitistas, las nociones de oferta y demanda (de dinero) como tal son inexistentes."

La discusión de *qué* es dinero está ligada a la fuente y creación del mismo. Este punto será discutido más adelante, pero vale mencionar que no hay referencias, hasta este punto, de las funciones de dinero. En efecto, en la etapa de financiamiento de la producción, no se encuentra la necesidad de discutir sobre esto. La producción y la deuda son condiciones necesarias y suficientes para la existencia del dinero.

El dinero y la incertidumbre

La discusión previa ha enfatizado los conceptos de deuda y crédito bancario. Como se manifestó antes, deberíamos discutir en primera instancia sobre la naturaleza del dinero y sólo entonces mirar lo que sucede con él, una vez que es creado. Los Circuitistas han hecho esto también. No hay que negar que el dinero es un medio de circulación que permite la circulación de los bienes. Es también una unidad de cuenta en la cual están denominadas todas las mercancías y deudas. Pero ¿qué hay acerca de la función de dinero como una reserva de valor? Si el dinero existe a causa de una deuda, ¿cómo podemos conciliar la noción de incertidumbre con la del dinero, más bien que con la del crédito?¹⁷ ¿Hay un papel para la incertidumbre en la teoría del *dinero*?

Como vimos más arriba, la incertidumbre afecta las decisiones de empresas y bancos respecto a la demanda y oferta de crédito. Con relación a la incertidumbre y

¹⁷ Esto debería ser obvio, ahora que los Circuitistas no ven la demanda de crédito como una demanda de dinero. Ellos tienen nociones enteramente diferentes.

el dinero, incide en las decisiones de los agentes económicos para permanecer con liquidez, sobre todo al final del circuito monetario.

Luego de recibir su ingreso, los hogares se quedarán, después de consumir, con un stock de ahorro que luego será distribuido entre los diferentes activos. Es en este punto donde el dinero se convierte en un stock y en un activo. Las decisiones de los hogares para distribuir su ahorro entre bonos y acciones (ahorro financiero), por un lado y dinero (ahorro atesorado) por otro, puede ser producto de la incertidumbre, pues el dinero es perfectamente líquido y es también reserva de valor. Esta es la demanda de dinero de los hogares; si éstos tienen incertidumbre sobre los niveles futuros de la tasa de interés, o simplemente es su deseo mantener liquidez por razones preventivas, retendrán más dinero en lugar de otros activos (y la demanda de dinero aumenta). Pero esta demanda de dinero, como el ahorro, no es causal, y es un residuo del sistema (Lavoie, 1992).

En tanto los hogares compran obligaciones, el dinero es canalizado de nuevo hacia el Estado. Del mismo modo, como los hogares compran acciones financieras, el dinero fluye hacia las empresas. El Estado y las empresas usan estos montos para pagar la deuda inicial con los bancos y el banco central. Por lo tanto, existen dos fuentes de reflujo: el consumo y los ahorros financieros. Keynes (xxix, p. 276) defendió esta misma posición: "Con el propósito de restaurar la liquidez, el consumo es tan bueno como el ahorro". La conclusión es que, como Graziani (1984) afirma, los mercados financieros nunca pueden ser una fuente de finanzas frescas. Más bien, son un componente de la fase de reflujo del circuito monetario.

La cantidad de dinero atesorada por los hogares (la liquidez) corresponde a la cantidad de dinero que las empresas no fueron capaces de recuperar sea mediante la venta de mercancías o de acciones. El stock remanente de dinero, que permanece en el sistema bancario, representa la (o la permanente) deuda final de las empresas hacia los bancos (Lavoie, 1992). Como Parguez (1997, p. 7) afirma, "Cuando hay un aumento en la demanda de dinero como activo, las empresas no pueden repagar la totalidad de su deuda de corto plazo a los bancos".¹⁸

Las empresas pueden tener también una demanda de dinero. Si obtienen beneficios después de rembolsar su deuda, las empresas deben decidir cuánto mantener como ganancias retenidas y cuánto repartir entre los accionistas. Una vez más, la demanda de dinero aparece al final del circuito monetario. Es una decisión,

¹⁸ Es en esta etapa —y sólo en esta— que los bancos son los intermediarios financieros. Ellos acuerdan prestar los ahorros atesorados por los hogares a empresas para que éstas refinancien su deuda permanente (Lavoie, 1992).

como en el caso de los hogares, sobre como distribuir el ahorro existente. Mayor incertidumbre sobre el futuro puede forzar a las empresas a permanecer más líquidas.

La discusión Post Keynesiana sobre el dinero y la incertidumbre no está necesariamente equivocada, sino que se la ha malinterpretado, y sobre todo sobrestimado. La relación entre dinero e incertidumbre, a diferencia de aquella entre crédito y la incertidumbre, aparece al final del circuito monetario. Además, la incertidumbre no explica *por qué* el dinero existe, sino *por qué el dinero permanece en el sistema*. El dinero es, por tanto, un flujo de obligaciones y un stock de activos.

La diferencia que surge entre los Post Keynesianos y los Circuitistas tiene que ver sobre todo con la secuencia temporal. El enfoque circulacionista acerca de la incertidumbre y el dinero no está en contradicción con el argumento Post Keynesiano, excepto que éste es ubicado en un lugar dentro de su lógica y secuencialidad. Es en este sentido que la discusión del dinero es secundaria.

3. Dinero endógeno

Luego de haber discutido el concepto de dinero desde las perspectivas Post Keynesiana y Circuitista, es apropiado volver a la discusión sobre la noción de dinero endógeno. Como se dijo anteriormente, los Post Keynesianos separan la cuestión *¿qué es dinero?* de *¿cómo es creado el dinero?* Para los Circuitistas estas preguntas son lo mismo, como hemos dejando en claro en la sección previa.

A menudo es difícil definir al dinero endógeno. Es suficiente, por ahora, definirlo como la incapacidad del banco central para controlar el *stock* del dinero. Si esto es así, entonces muchas escuelas del pensamiento económico tienen una teoría del dinero endógeno, incluyendo a los Nuevos Keynesianos. Por ejemplo, sería posible sostener que el dinero endógeno está presente en los escritos de Kashyap y Stein (1994), Gertler (1992), Bernanke y Blinder (1992), y Romer y Romer (1990). Todos estos autores retienen los fundamentos neoclásicos de la teoría monetaria: reservas exógenas, causalidad depósitos-préstamos, etc. Pero por otro lado, afirman que las innovaciones financieras permiten a los bancos eludir la autoridad del banco central, el cual ha perdido el control sobre la oferta de dinero.

Por ejemplo, Kashyap y Stein (1994, p. 223) argumentan que,

La importancia cuantitativa del canal de crédito probablemente es sensible a un número de características institucionales de los mercados financieros... Así, entender al canal de crédito es un prerrequisito para comprender la forma en que las innovaciones e instituciones financieras podrían influir en la potencia de la política monetaria

Romer y Romer (1990, p. 157) sostienen que los bancos son capaces de "mitigar en gran medida cualquier impacto directo de una política monetaria restrictiva sobre los préstamos, emitiendo CDs sujetos a bajos requerimientos de reservas, en respuesta a una reducción de la cantidad de transacciones ocasionada por una disminución de las reservas."

Esta cita es de hecho muy cercana a la de muchos Post Keynesianos. Aun en la *Teoría General*, Keynes sostiene que la velocidad del dinero es variable lo que algunos podrían interpretar como el equivalente del dinero endógeno. Las primeras interpretaciones de Minsky (1957a, b) tuvieron un modelo similar, basado en las innovaciones financieras.

La gran diferencia descansa en los cimientos teóricos de tal enfoque. La pregunta relevante, por tanto, es: ¿"Es posible tener dinero endógeno dentro de un marco neoclásico?" Si definimos al dinero endógeno simplemente como la incapacidad de los bancos centrales para controlar la oferta de dinero, entonces la respuesta es sí. Sin embargo, si el dinero endógeno se define de otra manera, entonces la respuesta no puede contestarse de modo afirmativo.

La próxima sección considerará el significado de dinero endógeno a la luz de la discusión de la sección previa. Mostrará que los Post Keynesianos se sustentan mucho en aspectos institucionales para explicar la naturaleza endógena del dinero. En este sentido, los Post Keynesianos, tanto estructuralistas y horizontalistas, comparten una misma visión sobre el dinero endógeno.

Los Post Keynesianos

La noción de dinero endógeno es central para los Post Keynesianos. Es cierto que consideran el proceso del dinero-creación a través de los préstamos bancarios; no obstante, esta visión es a menudo subestimada o poco desarrollada. El dinero endógeno más bien, asume el carácter de un mero enunciado, después del cual, los Post Keynesianos se interesan más en las funciones del dinero y sus nexos con la incertidumbre. Esto es en cierto sentido lamentable porque es precisamente la naturaleza endógena del dinero la que podría proveer una buena oportunidad para distinguir a los Post Keynesianos de los economistas neoclásicos. La discusión sobre la incertidumbre y la función del dinero está demasiado relacionada con la teoría neoclásica.

A pesar del reconocimiento del proceso endógeno, los Post Keynesianos no siempre dejan en claro el significado del dinero endógeno. En Rochon (1999a, p. 63), definió al dinero endógeno de acuerdo a las siguientes cinco características:

1. La causalidad inversa entre el dinero e ingreso, especificando que la causalidad va del ingreso esperado (o deseado) de las empresas hacia la demanda de crédito, el dinero y el ingreso efectivo;
2. Como resultado de la causalidad inversa entre ahorros e inversiones, las empresas financian la inversión antes de que se generen los ahorros;
3. La causalidad inversa entre reservas, depósitos y préstamos; donde las reservas son endógenas y no tienen ninguna influencia causal en los préstamos;
4. La tasa de interés se determina exógenamente por el banco central según sus objetivos económicos (expectativas de inflación, producción, etc.) — no existe una tasa natural de interés;
5. La oferta del dinero es guiada por el crédito y determinada la demanda.

En Rochon (1999a), señalé que esto corresponde a una teoría revolucionaria del dinero endógeno. Después de una reflexión muy profunda, creo que esta definición necesita ser rectificada en vista de la discusión presentada acerca de la naturaleza del dinero.

En mayor o menor grado, estas características se encuentran en la literatura Post Keynesiana, tanto de línea estructuralista como horizontalista, con algunos cambios menores. Por ejemplo, los estructuralistas todavía ven la relación entre reservas y préstamos como “bi-causal” (Palley, 1994; Pollin, 1996), una fuente de preocupación de cierta magnitud (ver Rochon, 1999a, capítulo 6).

Mientras estas características están presentes en la economía Post Keynesiana, no cabe duda de que son resultado de características institucionales, resultantes del desarrollo del sistema bancario. En este sentido, el dinero solamente se vuelve endógeno a través del tiempo. Por ejemplo, Chick (1986) argumenta que en las primeros etapas del desarrollo financiero, el dinero era enteramente exógeno. Los bancos eran neoclásicos y la causalidad pasó de los depósitos a las reservas, y finalmente a los préstamos. De este modo, la oferta de crédito era predeterminada; se aplicaba el principio de escasez. Los bancos eran meros intermediarios financieros.

Es sólo cuando el banco central “aceptó plenamente la responsabilidad de la estabilidad del sistema financiero”, en la cuarta etapa de desarrollo bancario, que los bancos fueron capaces de expandir sus préstamos más allá de su capacidad de reserva. Es el papel acomodaticio del banco central, es decir, el retiro de las

restricciones de reserva que volvió endógeno al dinero¹⁹. El dinero endógeno es por tanto, el resultado de cambios institucionales, definidos como la capacidad de la economía para expandirse sin un aumento previo de las reservas (Wray, 1990, p. 135). En la etapa cinco, la introducción de la gestión de pasivos, es simplemente una versión menos extrema de la endogeneidad, donde los bancos persiguen activamente las innovaciones financieras a fin de expandir la oferta de crédito. Esta última etapa apareció únicamente porque el banco central no podía acomodar totalmente la demanda de reservas bancarias. En ambas etapas, sin embargo, el resultado es el mismo: los bancos no dependen más de los depósitos o reservas para poder prestar.

La conclusión principal en este análisis es que el dinero es endógeno o exógeno de acuerdo al período histórico considerado. Moore (1996, p. 89) concuerda sobre este punto. Según el autor, la discusión sobre el dinero exógeno o endógeno está mal ubicada porque "ambos puntos de vista son correctos, pero se aplican a un período histórico *diferente*" (ver también Davidson, 1972; Minsky, 1991, p. 89; Guttman, 1990, p. 820; Niggle, 1991).

Moore (1988, 1996) también comparte el punto de vista de Chick en el sentido de que el dinero es endógeno como resultado de un banco central acomodaticio. Esto explica por qué Moore (1979, p. 126) ubica "las responsabilidades de soporte de los bancos centrales por encima de sus tareas de control". El dinero es endógeno porque los bancos centrales son "impotentes en su capacidad para restringir la tasa de crecimiento del stock del dinero" (Moore, 1985, p. 12).

Pero si, como se dice, el dinero es puramente exógeno en las primeras etapas, también se afirma que hoy en día es parcialmente endógeno. En efecto, los Post Keynesianos concuerdan en que la oferta de dinero es endógena sólo parcialmente. Por ejemplo, Davidson (1972) afirma que "la oferta de dinero puede expandirse exógenamente (es decir, por decisión del banco central) o endógenamente cuando el sistema bancario responde a un aumento en la demanda de dinero" (véase Davidson, 1989, p. 489; Minsky, 1991, p. 208; Weintraub, 1978, p. 75; Rousseas, 1989, p. 478; y Niggle, 1991, p. 143)²⁰. Esta es la misma posición defendida por Moore (1988, 1996) cuando afirma que el banco central siempre puede elevar la oferta de dinero inyectando reservas adicionales en el sistema. De acuerdo a Moore (1996, p. 49) "Las autoridades monetarias siempre son capaces de aumentar la oferta de dinero según su iniciativa, mediante compra de papeles en el mercado abierto... La oferta de dinero puede aumentarse por un múltiplo del crecimiento de las reservas bancarias según la iniciativa del banco central". Arestis (1992, p. 180) dice: "Las autoridades monetarias son, por lo general, capaces de elevar la oferta de dinero a

²⁰ Como está anotado en Rochon (1999a), una terminología más apropiada debería considerar la demanda de crédito y no de dinero.

discreción excepto en condiciones de severa y extrema depresión, cuando los agentes económicos no desean mantener ningún dinero extra inyectado en el sistema, ocasiones cuando las autoridades monetarias pueden realmente desear aumentar la oferta de dinero". Para Pollin (1995, p. 11) este es también el caso. El autor ve el aumento de reservas en el banco central como un incremento de la liquidez de los bancos y su oferta de crédito (ver también Palley, 1994). Por ende, parece que la oferta de dinero no está sólo determinada por la demanda, sino también por la oferta (véase Cottrell, 1988, p. 295).

La confusión y asimetría aparecen porque los Post Keynesianos todavía se adhieren a un concepto ortodoxo para definir la endogeneidad: las reservas de alto poder. La noción de dinero endógeno se equipara con la de reservas endógenas: el dinero es endógeno *porque* las reservas son endógenas, resultantes de una política acomodaticia de los bancos centrales o de las innovaciones financieras. Por ello, los horizontalistas-estructuralistas centran el debate en las prácticas acomodaticias del banco central. Estos últimos argumentan que la falta de esta práctica del banco central invalida el argumento horizontalista (total o completa endogeneidad), y vuelve al dinero parcialmente exógeno. Si el banco central se rehúsa a acomodar totalmente, entonces los bancos tendrían que volver a contar con el respaldo de los llamados préstamos bancarios (Pollin, 1996) y la oferta de dinero disminuiría.

Rousseas vincula al dinero endógeno directamente con la naturaleza acomodaticia del banco central. Según el autor (1989, p. 478), "La oferta de dinero es endógena en alto grado, pero nunca perfectamente. El grado al cual la oferta de dinero tiene pendiente positiva depende de la política discrecional de la Reserva Federal."

La dimensión institucional del dinero endógeno está también presente en los argumentos estructuralistas. En la tradición estructuralista, el dinero se vuelve endógeno a causa de las innovaciones financieras. La gestión de pasivos da a los bancos la capacidad de extender crédito más allá de la oferta de dinero fijada por el banco central y en consecuencia, frustran la política monetaria del banco central. Si se crea dinero por arriba o debajo de lo que el banco central se fija como meta; el dinero es endogeneizado. Estos dos argumentos, en lugar de ser contradictorios como en el debate horizontalista/estructuralista lo hace parecer (yo también tengo la culpa de esto), son de hecho complementarios. El dinero endógeno es sólo esa parte de la oferta de dinero que el banco central ha permitido que lo sea. Pero el argumento es el mismo que en Moore: el dinero *sería* totalmente endógeno *dada* la práctica acomodaticia del banco central. Puesto que los estructuralistas no ven las reservas como totalmente endógenas, como lo indica Screpanti (1995, p. 1), el dinero es sólo en parte endógeno. Pero dadas las innovaciones financieras y la gestión de pasivos, se ha vuelto más endógeno por la habilidad de los bancos para

eludir al banco central. No obstante, el argumento confunde las endogeneidad de *las reservas con la endogeneidad del dinero*. Por esta razón, me refiero a esta versión como *endogeneidad institucional*.

La tradición circuitista

En la sección anterior, se argumentó que la teoría del circuito monetario está vinculada a la teoría de la producción y la creación de deuda. La creación de dinero emana de la necesidad de la economía para reproducirse a sí misma y para crecer. Cuando las empresas y el Estado piden prestado dinero para contratar mano de obra y comprar otros medios de producción, se crean ingresos en el proceso. La creación de dinero es análoga a la creación de ingresos monetarios.

La naturaleza endógena del dinero es un resultado de la propia naturaleza del dinero como deuda bancaria; como resultado de las necesidades del sistema. En este sentido, es endogeneidad *natural* ya que no depende de ningún arreglo institucional. Mientras éstos arreglos pueden ser de considerable importancia en discusiones sobre innovaciones relevantes en las prácticas bancarias, no alteran la naturaleza preeminente del dinero como la deuda bancaria, y no es lo que hace al dinero endógeno. En otras palabras, el dinero es endógeno independientemente de la política acomodaticia de los bancos centrales o de la gestión de pasivos, como Lavoie (1984, p.778) había anotado. Según el autor (1996, p. 533), "Las acomodaciones o la falta de ellas, la gestión de pasivos o su ausencia, y las innovaciones financieras o la falta de ellas, son todos fenómenos de segundo orden en la causalidad que va desde la deuda a la oferta de medios de pago." Para los Circuitistas, entonces, los desarrollos institucionales no son parte del argumento esencial. Son sin embargo útiles para justificar más adelante su argumento primero y para dar una mejor y más realista interpretación de su concepción de dinero endógeno.

El dinero es deuda, como se discutió arriba. Representa una jerarquía de deudas. Primero, es una deuda de las empresas con los bancos y del Estado con el banco central, en la medida en que aquellos inician la producción y financian los gastos. Es también una deuda de los bancos consigo mismos, al acordar prestar a las empresas (Parguez, 2000). Puesto que es una deuda, debe ser reembolsada, explicando así el énfasis en la noción de la creación y destrucción del dinero y, la cancelación de la deuda.

El papel del banco central tampoco debe ser minimizado, pero sus operaciones son parte del sistema monetario. Su función primaria no es colocar la oferta de dinero, o imponer una restricción de cantidad sobre el Estado o los bancos.

También, es actuar como una cámara de compensación para el sistema bancario y como el brazo financiero del Estado.

Con respecto al primer argumento (el segundo argumento fue discutido en profundidad en la sección anterior), el banco central actúa como una cámara de compensación para que los bancos puedan colocar las deudas interbancarias. En un sistema multibanca, es claro que los depósitos se moverán de un banco a otro generando un flujo de transacciones, en tanto que la composición de la oferta de dinero cambia. En otras palabras, los depósitos circularán de la misma manera en que se harán pagos y se crearán ingresos monetarios. El problema aparece porque alguien tiene que asegurar que las obligaciones de un banco se intercambien a la par con las de otro —que puede llamarse una tasa de cambio interna o interbancaria. Permitiendo a los bancos saldar sus cuentas a través de él, el banco central asegura la convertibilidad de los depósitos bancarios gracias a su papel de cámara de compensación. El que el banco central asegure una única tasa de cambio, tampoco hace al dinero endógeno.

En este sentido, sus operaciones de reservas son vistas en su mayor parte como una manera de asegurar la estabilidad financiera del sistema, proveyendo reservas a la demanda, para aquellos bancos que las necesiten. Esta posición es bastante consistente con la literatura Post Keynesiana

Por supuesto, las cinco características son cruciales en la comprensión de una teoría de dinero endógeno. Juntas nos explican la importancia de los bancos en el proceso de producción, en un contexto moderno. También ayudan a explicar el rechazo del principio de escasez. Según la teoría del circuito monetario, el dinero no puede ser simultáneamente endógeno y exógeno, ni puede ser endógeno o exógeno según los diferentes períodos históricos.

A causa de este enfoque, el dinero es naturalmente endógeno. No puede ser de otra manera. Esto proporciona a los economistas heterodoxos una aproximación más distintiva del dinero y de la macroeconomía monetaria, respecto de la teoría neoclásica. A pesar de que todavía se necesita realizar mucho trabajo para explorar estos significados, ofrece un comienzo más interesante.

Conclusión

El propósito de este artículo era mostrar que ambos, Post Keynesianos y Circuitistas, tienen mucho para aprender el uno del otro. Los Post Keynesianos no han incorporado totalmente en su teoría la noción de dinero como deuda bancaria, mientras que los Circuitistas carecen de una discusión sobre los detalles institucionales bancarios, vitales para comprender la mecánica de endogeneidad. Ambos enfoques por lo tanto necesitan ser más desarrollados. Cuando los dos enfoques se hayan combinado de la manera adecuada, entonces un programa heterodoxo coherente podrá empezar.

Bibliografía

- Arestis, P. (1990) "Post Keynesianism: A New Approach to Economics", *Review of Social Economy*, Fall, 48 (3), 222-46.
- Arestis, P. (1992) *The Post Keynesian Approach to Economics: An Alternative Analysis of Economic Theory and Policy*, Aldershot, UK: Edward Elgar.
- Arestis, P. (1997), "PKE Theoretical Aspects of Money and Finance", in Money, Pricing, Distribution and Economic Integration. London: Macmillan.
- Bellofiore, R. and M. Seccareccia (1999), "Monetary Circuit," in O'Hara, P. (ed.) *Encyclopedia of Political Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Bernanke and Blinder (1992) "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, September, 82 (4), 901-21.
- Chick, V. (1983) *Macroeconomics after Keynes: A Reconsideration of the General Theory*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Chick, V. (1986) "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest," *Economies et Sociétés, Monnaie et Production*, 3, 111-126.
- Chick, V. (1995), "Is There a Case for Post Keynesian Economics?", *Scottish Journal of Political Economy*, February, 42 (1), 20-36.
- Cottrell, A. (1988), "The Endogeneity of Money: A Reply", *Scottish Journal of Political Economy*, August, 35 (3), 295-97.
- Davidson, P. (1965), "Keynes's Finance Motive", *Oxford Economic Papers*, March, 17 (1), 47-65.
- Davidson, P. (1972), *Money and The Real World*, New York: John Wiley and Sons.
- Davidson, P. (1978), *Money and The Real World*, New York: John Wiley and Sons, second edition.
- Davidson, P. (1989) "On the Endogeneity of Money Once More", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, 11 (3), 488-90.

- Davidson, P. (1996), "What Are the Essential Elements of Post Keynesian Monetary Theory?", in E. Nell and G. Deleplace (eds), *Money in Motion*, London: Macmillan.
- Deleplace, G. and E. Nell (1996), (eds), *Money in Motion*, London: Macmillan.
- Di Ruzza, R. (1984), "Quelques commentaires sur la communication du Professeur Davidson", mimeo, University of Ottawa Conference, October.
- Dow, S. (1984), "Money Supply Endogeneity", Unpublished Manuscript, University of Ottawa – ISMEA Conference, Ottawa.
- Dutt, A. and E. Amadeo (1990) *Keynes's Third Alternative: The Neo-Ricardians and the Post Keynesians*, Aldershot. UK: Edward Elgar.
- Dymski, G. (1996), "Money as a 'Time Machine' in the New Financial World", in P. Arestis (ed.), *Keynes, Money and the Open Economy: Essays in Honour of Paul Davidson*, Volume 1, Cheltenham: Edward Elgar.
- Gertler, M. (1992) "Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy with Multi-Period Financial Relationships", *Review of Economic Studies*, 59, 455-72.
- Gnos, C. (1999), "The Endogenous View of Money: The Nature of Money in Question", Mimeo, Centre d'études monétaires et financières – LATEC, and the Université de Bourgogne.
- Graziani, A. (1984) "The Debate on Keynes's Finance Motive", *Economic Notes* 1 (1), 15-33.
- Graziani, A. (1996), "Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Economic Thought", in E. Nell and G. Deleplace (eds), *Money in Motion*. London: Macmillan.
- Guttman, R. (1990), "The Regime of Credit-Money and its Current Transition", *Économies et Sociétés, Monnaie et Production*, 7, 81-105.
- Heinsohn, G. and O Steiger (1983), "Private Property, Debts and Interest or: The Origin of Money and the Rise and Fall of Monetary Economies," *Studi Economici*, 21, pp. 3-55.
- Hicks, J. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, Clarendon Press.

- Howells, P.G.A. (1995), "The Demand for Endogenous Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, 18 (1), 89–106.
- Kaldor, N; (1958), "Monetary Policy, Economic Stability and Growth", memorandum submitted to the Committee on the Working of the Monetary System (Radcliffe Committee), June 23. Reprinted in *Collected Economic Papers. Volume 3: Essays on Economic Policy I*, London: Duckworth, 1964.
- Kaldor, N. (1982), *The Scourge of Monetarism*, Oxford:Oxford University Press.
- Kashyap, A. and J. Stein (1994) "Monetary Policy and Bank Lending", in N.G. Mankiw (ed.) *Monetary Policy Monetary Policy*, Chicago: Chicago University Press.
- Keynes, J. M. (1973a), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume vii: The General Theory of Employment, Interest and Money*, D. Moggridge (ed.), London: Macmillan and St-Martin's Press.
- Keynes, J.M. (1973b), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume xiv: The General Theory and After, Defence and Development*, D. Moggridge (ed.), London: Macmillan and Cambridge University Press.
- Keynes, J.M. (1973c), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume xxix: The General Theory and After: A Supplement*, D. Moggridge (ed.), London: Macmillan and Cambridge University Press.
- Lavoie, M. (1984), "Un modèle post-keynésien d'économie monétaire fondé sur la théorie du circuit", *Économies et Sociétés*, 18 (2), 233–58.
- Lavoie, M. (1985) "La thèse de la monnaie endogène face à la non-validation des crédits", *Economies et Sociétés, Monnaie et Production*, August, 169-195.
- Lavoie, M. (1987), "Monnaie et production: une synthèse de la théorie du circuit", *Économies et Sociétés*, September, 9, 65–101.
- Lavoie, M. (1992) *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Aldershot: Edward Elgar.
- Lavoie, M. (1996), "Loanable Funds, Endogenous Money, and Minsky's Financial Fragility Hypothesis", in A. Cohen, H. Hagemann and J. Smithin (eds), *Money, Financial Institutions and Macroeconomics*, Boston: Kluwer Academic.

- Minsky, H. (1957a) "Monetary Systems and Accelerator Models", *American Economic Review*, 47 (6), 859-83.
- Minsky, H. (1957b) "Central Banking and Money Market Changes", *Quarterly Journal of Economics*, 71 (2), 171-87.
- Minsky, H. (1991) "The Endogeneity of Money"; in E. Nell and W. Semmler (eds), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?*, New York: St-Martin's Press.
- Moore, B. (1979), "Monetary Factors", in A. Eichner (ed.), *A Guide to Post Keynesian Economics*, White Plains, NY: M.E. Sharpe.
- Moore, B. (1985), "Contemporaneous Reserve Accounting: Can Reserves Be Quantity Constrained?", *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, 7 (1), 103-13.
- Moore, B. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit-Money*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Moore, B. (1991), "Marx, Keynes, Kalecki and Kaldor on the Rate of Interest as a Monetary Phenomenon", in E. Nell and W. Semmler (eds), *Nicholas Kaldor and Mainstream Economics: Confrontation or Convergence?*, New York: St. Martin's Press.
- Moore, B. (1996), "The Money Supply Process: A Historical Reinterpretation", in G. Deleplace and E. Nell (eds), *Money in Motion*, London: Macmillan.
- Nell, E. (1967) "Wicksell's Theory of Circulation", *Journal of Political Economics*, August, 4, 386-94.
- Niggle, C. (1991) "The Endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal", *Journal of Economic Issues*, March, 25 (1), 137-51.
- O'Donnell, R. (1989) "The Unwritten Books and Papers of John Maynard Keynes", *Review of Political Economy*, Winter, 24 (4), 767-817.
- Palley, T. (1994), "Competing Views of the Money Supply Process: Theory and Evidence", *Metroeconomica*, 45 (1), 67-88.
- Parguez, A. (1985), "La théorie générale: la révolution inachevée dans la théorie de la monnaie et du capital", in Barrère, A. (ed.), *Keynes Aujourd'hui*. Paris: Economica.

- Parguez, A. (1996), "Beyond Scarcity: A Reappraisal of the Theory of the Monetary Circuit", in Deleplace, G. and E. Nell (eds), *Money in Motion*, London: Macmillan.
- Parguez, A. (1997), "Government Deficits within the Monetary Production Economy or the Tragedy of the Race to Balance Budgets", Unpublished.
- Parguez, A. (2000) "Money without Scarcity: From the Horizontalist Revolution to the Theory of the Monetary Circuit", in L-P Rochon and M. Vernengo (eds), *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Parguez, A. and M. Seccareccia (2000), "A Credit Theory of Money: The Monetary Circuit Approach", in Smithin, J. (ed), *What is Money?*. London: Routledge.
- Pollin, R. (1995) "Financial Intermediation and the Variability of the Saving Constraint", Unpublished Manuscript, University of California-Riverside.
- Pollin, R. (1996), "Money Supply Endogeneity: What Are the Questions and Why Do They Matter?", in G. Deleplace and E. Nell (eds), *Money in Motion*, London: Macmillan.
- Realfonzo, R. (1998), *Money and Banking: Theory and Debate (1900-1945)*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L.-P. (1999a) *Credit, Money and Production: An Alternative Post Keynesian Approach*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L.-P. (1999b) *Journal of Economic Issues*.
- Rochon, L.-P. (2000) "The Creation and Circulation of Endogenous Money: A Reply to Pressman", *Journal of Economic Issues*, forthcoming.
- Romer and Romer (1990) "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Rousseas, S. (1989), "On the Endogeneity of Money Once More", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, 11 (3), 474-8.
- Rousseas, S. (1992) *Post Keynesian Monetary Economics*, Armonk, NY: M.E. Sharpe.

- Screpanti, (1995) "Banks, Increasing Risk, and the Endogenous Money Supply", Paper presented at York University Conference, April.
- Schmitt, B. (1996), "A New Paradigm for the Determination of Money Prices", in E. Nell and G. Deleplace (eds), *Money in Motion*, London: Macmillan.
- Smithin, J. (2000) *What is Money*, London: Macmillan.
- Weintraub, S. (1978) "*Capitalism's Inflation and Unemployment Crisis*", Reading, MA: Addison-Welsey.
- Wells, P. (1983) "A Post Keynesian View of Liquidity Preference and the Demand for Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer, 5 (4), 523-36.
- Winnett, A. (1992), "Some Semantics of Endogeneity", in P. Arestis and V. Chick (eds), *Recent Developments in Post Keynesian Economics*, Aldershot, UK: Edward Elgar.
- Wray, R. (1990), *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot, UK: Edward Elgar.
- Wray, R. (1996), "Money in the Circular Flow", in E. Nell and G. Deleplace (eds), *Money and Motion*, London: Macmillan.
- Wray, R. (1999), *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham: Edward Elgar.