

Multiplicador Keynesiano, Crédito Bancario y Producto

Keynesian Multiplier, Banking Credit and Output

Louis-Philippe Rochon ¹

Resumen

Este artículo examina el concepto del multiplicador Keynesiano con el objetivo de proponer en que condiciones opera. La idea que se propone es que dentro de un periodo de producción, el multiplicador es necesariamente igual a la unidad. Sin embargo, su valor puede incrementarse en el curso de varios periodos de producción, dependiendo precisamente del papel del sistema bancario en la renovación y ampliación del crédito. Aunque este argumento no es original, había venido siendo ignorado en la discusión postkeynesiana. El propósito de este trabajo es recuperar estos argumentos dentro de la historia post-Keynesiana, en la medida en que ellos tienen importantes implicaciones de política y contribuyen a fortalecer un contexto teórico apropiado para la política fiscal. Se trata de un debate fundamental en las condiciones de la crisis actual y las políticas al alcance de los gobiernos para reactivar el crecimiento económico.

Palabras Claves: Bancos, Historia del Pensamiento Económico, Economía Heterodoxa

Abstract

The article examines the concept of the Keynesian multiplier with the goal of proposing the conditions under which it operates. The idea put forth is that within a period of production, the multiplier is necessarily equal to unity. However, its value can increase during the course of various periods of production, depending precisely on the role of the banking system in the renewal and expansion of credit. Although this argument is not original, it has been largely ignored in the Post-Keynesian discourse. The objective of this article is to recover these arguments within the history of Post-Keynesianism, as this school of thought carries with it important implications for policy making and contributes to the strengthening of an appropriate theoretical context for fiscal policy decisions. This debate is fundamental to the decisions taken during the current crisis and the policies within reach of governments to reactivate economic growth.

Key Words: Banks, History of Economic Thought, Heterodox Approach

Introducción

La actual crisis económica y financiera ha tenido un profundo impacto en la actividad económica real. En efecto, el sistema bancario colapsó bajo el peso de la desregulación y la titulización, la inversión también colapsó, el desempleo aumentó de manera significativa, y el lento crecimiento es dramático, aumentando el interés en los temas de la relación entre el crédito bancario y el

¹ Profesor de Laurentian University, Canada. Correo electrónico lprochon2003@yahoo.com. Una versión anterior de esta colaboración fue publicada en Gnos, Claude y Louis-Philippe Rochon, (Ed.) *The Keynesian Multiplier*, New York: Routledge. Traducción al español: Eugenia Correa y Wesley Marshall.

producto. Desde una perspectiva post-keynesiana, esto no es una sorpresa, puesto que los post-keynesianos siempre discutieron esta importante relación en el contexto de la teoría del dinero endógeno.

El multiplicador Keynesiano y la teoría de la demanda efectiva están sin duda entre los aspectos más revolucionarios de *La Teoría General*. Desde Keynes, el multiplicador ha sido el centro de las teorías económicas Keynesiana y post-Keynesiana, de cuya existencia depende la justificación del activismo o de las políticas fiscales expansivas para regular los ciclos de negocios y reducir el desempleo. Sin embargo, los post-Keynesianos en general han fallado en llevar hasta su natural y plena conclusión la relación entre el crédito bancario y el producto, posiblemente porque esto podría requerir cuestionar las bases mismas del análisis de Keynes del multiplicador (Gnos y Rochon, 2008). En efecto, el post-Keynesianismo ha aceptado generalmente el multiplicador. Aquellos que rechazan o quebrantan su importancia son en su mayoría economistas del *mainstream* quienes introducen los efectos de exclusión (*crowding-out*) para mostrar la irrelevancia de los efectos del multiplicador. En algunos casos, se argumenta incluso que la política fiscal puede tener efectos negativos sobre el producto. Las críticas vinieron de fuera de los círculos post-Keynesianos. Esto cambió cuando Moore (1988) en su original libro *Horizontalists and Verticalists*, atacó la importancia del análisis del multiplicador de modo que se distanció de muchos de sus contemporáneos post-Keynesianos. En su crítica, Moore argumentó que el multiplicador era necesariamente igual a la unidad –una posición también defendida por un grupo de circuitistas. La crítica de Moore fue rápidamente atacada. Por ejemplo, Cottrell (1994) dio una inspirada defensa del multiplicador y desestimó las objeciones de Moore como anticuadas y demasiado monetaristas.

Este artículo examinará el multiplicador y propondrá las condiciones bajo las cuales opera. En ese sentido, busca construir un puente entre Moore y otros post-Keynesianos críticos del multiplicador y, digamos Cottrell y otros que defienden la validez del multiplicador. Sin embargo, contrario a la interpretación corriente post-Keynesiana, en este trabajo se argumenta que el multiplicador no es un fenómeno automático –su existencia depende de las características inherentes a una economía monetaria de la producción. La posición en este trabajo es entonces simple: dentro de un periodo de producción, el multiplicador es en efecto necesariamente igual a la unidad. Sin embargo, su valor puede incrementarse en el curso de varios periodos de producción, dependiendo precisamente del papel del sistema bancario en la renovación del crédito existente o del otorgamiento de nuevo. Esta es una distinción importante: dado que el dinero endógeno y el sistema bancario son argumentos esenciales en la teoría post-Keynesiana, estos argumentos parecen estar siendo excluidos de cualquier discusión seria del multiplicador.

Entonces, este artículo, inspirado en los principios de la teoría del circuito monetario, busca integrar la teoría del multiplicador con la teoría del dinero endógeno en la que los bancos tienen el papel de otorgar crédito. Contrario a Moore, en este punto, el dinero endógeno no ha tirado a la lona al multiplicador. Más aún, en este artículo se argumenta que, en lugar de ello, es solamente en el marco del dinero endógeno combinado con la teoría del reflujo que el multiplicador alcanza su credibilidad. De manera que, este artículo está de acuerdo con la evaluación de Gnos (2008) en el sentido de que “la crítica de Moore al multiplicador está bien fundada pero no es el fin de la historia del multiplicador”. Este argumento, sin embargo, no es original, aunque había sido pasado por alto. El propósito de este trabajo es recuperar estos argumentos dentro de la historia post-Keynesiana, en la medida en que ellos

tienen importantes implicaciones de política y me parece, dan un contexto teórico apropiado para la política fiscal.

Existe alguna base para esta posición desde obvias fuentes. Por ejemplo, Richard Kahn defendió esta posición en su artículo original sobre el multiplicador. De acuerdo con el autor (1931: 174) la existencia del multiplicador descansa sobre la “cooperación del sistema bancario”. El mismo argumento fue elaborado por Trevithik (1994:78) quien sostenía que “una política monetaria acomodaticia es, en general, un prerrequisito para que el proceso del multiplicador tome vuelo.” Este argumento es también consistente con el análisis de Sawyer (2008) sobre Kalecki, cuando Sawyer argumenta que “En la situación en que los bancos no provean el crédito requerido entonces la inversión podría no proceder y los bancos tienen ese poder de cortar un intento de aumentar la inversión”. Así, sin la extensión del crédito bancario por el sistema bancario, el multiplicador, en las palabras de Kahn es “sin sentido” (1931:175)

La segunda parte de este trabajo resume los argumentos de Moore en contra del multiplicador; la tercera parte presenta elementos claves de la teoría del circuito monetario; y la cuarta, construye y desarrolla, sobre lo antes expuesto, una teoría del multiplicador que depende de la existencia de los bancos y del crédito bancario. Se argumentará siguiendo a Lavoie (1987: 88) que “el efecto del multiplicador no es automático”. De manera que el valor del multiplicador depende del comportamiento de los bancos. Antes de continuar, permítaseme ser claro sobre un punto: este artículo no busca discutir el tamaño del multiplicador, sino sobre las condiciones de su existencia.

Crítica post-keynesiana al análisis del multiplicador

En la *Teoría General*, Keynes rechaza la idea de que la demanda y la oferta de ahorro determinan la tasa de interés. Para Keynes, la tasa de interés era un fenómeno monetario determinado por la oferta y demanda de dinero. La igualdad entre el ahorro y la inversión estaba garantizada por el principio de la demanda efectiva. Al rechazar la causalidad ortodoxa entre ahorro e inversión, Keynes y los post-keynesianos han argumentado que la inversión crea el ahorro. Pero este argumento no es suficiente para explicar su igualdad. Mientras que la inversión y el ahorro están a cargo de diferentes agentes, ellos deben de alguna manera volverse iguales a través de algún proceso.

La crítica de Moore descansa principalmente en dos nociones. Primero, en un mundo no-ergódico con expectativas cambiantes del futuro, una posición apropiada para el sobrante no puede ser definida. Puesto que el multiplicador es esencialmente un mecanismo de equilibrio debe ser rechazado y el multiplicador Keynesiano es por lo tanto “fundamentalmente inconsistente” (Moore, 1988:312). Segundo, en tanto que el ahorro y la inversión son iguales en todo momento, existe una mera imagen contable de uno con el otro, la idea que cambios en el ingreso son necesarios para ponerlos en igualdad es así rechazada.

En lo que toca a la primera crítica, Moore (1994:133) argumentó que “el multiplicador Keynesiano cae porque él está intrínsecamente ligado al paradigma del análisis del equilibrio macroeconómico. Si, en un mundo no-ergódico, el equilibrio macroeconómico debe ser descartado, así entonces también debe hacerse con el multiplicador Keynesiano.” De acuerdo con muchas de las exposiciones del multiplicador, un aumento inicial en el gasto incrementará el ahorro al punto en que la inversión planeada y el ahorro planeado converjan a una posición final del resto, es decir al equilibrio. Amadeo (1987:567) entre otros, ha definido esta posición convencional: “Entonces, a través del

mecanismo del multiplicador, un cambio en el nivel de inversión produce un aumento de igual nivel en el ahorro. El multiplicador es esencialmente un mecanismo equilibrador”.

Por ejemplo, el diagrama en uso IS-LM, un aumento inicial en la inversión o en el gasto del gobierno cambiará la curva IS a la derecha. El cambio vertical mide el cambio en el gasto, ΔA , mientras que la distancia horizontal mide el efecto del multiplicador que es $\Delta Y = \alpha \Delta A$, en donde α es el multiplicador. El punto, sin embargo, es como se mueve de un punto de equilibrio a otro. Por supuesto, el tema de la exclusión (crowding-out) importa poco en el sentido de que solamente determina la permanencia en la posición final del sistema, que es si tenemos más o menos producto. Más aún, adoptar una curva LM horizontal no resuelve nada en este caso: nosotros simplemente tenemos el efecto pleno del multiplicador. En un análisis de equilibrio estático entonces, una vez que hay un incremento en el gasto, nosotros vamos de una posición de equilibrio a otra.

La crítica inicial planteada por Moore está precisamente dirigida a la noción de equilibrio. Moore (1988; 1994) fue uno de los primeros en alertar de la contradicción entre la naturaleza dominante de la incertidumbre y el multiplicador. El hecho es que en un mundo no-ergódico la posición final de equilibrio es inconcebible. Con la inversión dependiente del espíritu animal, los cambios en las expectativas de largo plazo afectarán los planes de inversión. En la medida en que se realice más o menos inversión, esta posición de equilibrio es alterada. Así, de acuerdo con Moore (1994:127), “Cada vez que las expectativas cambian, lo hace la posición de equilibrio macroeconómico. Pero en un mundo no-ergódico nuestras expectativas del incierto futuro cambian de manera continua. El resultado, en un mundo no ergódico es que es incluso imposible de concebir cualquier configuración de un

equilibrio macroeconómico estable al cual el sistema tiende. Por tanto, no puede haber multiplicador del ingreso Keynesiano”².

La segunda crítica está estrechamente relacionada con la primera. Si Moore y otros rechazan la idea del multiplicador como un mecanismo equilibrante entre el ahorro y la inversión, de qué otra manera estos pueden igualarse? Tradicionalmente, los post-Keynesianos han argumentado que la igualdad entre el ahorro y la inversión está explicada por el incremento en la demanda agregada y el ingreso, emprendida por un inicial aumento en el gasto (inversión) (Davidson, 1990; 1994). De manera que la teoría del multiplicador es simple: aumentos exógenos en el gasto, digamos inversión, incrementan en general del gasto de los hogares y empresas, a través de múltiples rondas de consumo, por un monto mayor que la inyección inicial. La convergencia está asegurada por una propensión marginal a consumir que es menor a la unidad. De manera que un incremento inicial en el gasto del gobierno o en la inversión aumentaría el consumo repetidamente hasta que el aumento del incremento del ahorro iguale el aumento inicial en el gasto. La inversión y el ahorro son iguales *ex post*. Para los post-Keynesianos, entonces, la inversión y el ahorro no son iguales *ex ante* y “deben ser llevados a la igualdad por medio de uno a otro (Cottrell, 1994:114).

Para Moore, sin embargo, esto no puede ser correcto. Más bien, ahorro e inversión son siempre iguales. Ahorro por definición es el mero equivalente contable de la inversión dado el principio contable de doble partida. Esta aproximación puede tomar dos caminos separados. De acuerdo con Moore (1988:3), “Sin importar la unidad de tiempo o el periodo de tiempo sobre el que sea medido, ‘el ahorro es igual a la inversión’ es una identidad

² Esta crítica ha sido contestada – por lo menos de forma tentativa – por Amadeo (1997), quien propone un equilibrio cambiante o un equilibrio de largo plazo. Conforme a cambios de expectativas que afectan a los niveles de inversión, “a estados diferentes de expectativas se corresponden diferentes niveles de inversión y, entonces, diferentes niveles de empleo de largo plazo” (Keynes, 1973a: 48). Así, Amadeo plantea que en un ambiente no ergódico, una posición de largo plazo (normal) de equilibrio existe para cada nivel de inversión y expectativas.

contable. Si la inversión es altamente volátil en el tiempo, entonces el ahorro lo es también. No existe un comportamiento independiente o una ‘función de ahorro’.” El argumento de Moore es que el ahorro no es un fenómeno conductual (como es asumido por Keynes, 1973a:64), sino “una identidad reflejando la inversión total” (Moore, 1988:15). Así, Moore no ve el ahorro como “posposición del consumo”, sino como una suma neta a la riqueza neta.

Otro posible argumento que refuerza la idea de que la inversión siempre es igual al ahorro está en la dirección de la estrecha definición del ahorro asociada con el comportamiento de los hogares. En *La Teoría General* de Keynes, él identificó el acto de ahorrar con el comportamiento de los hogares solamente. Por definir el ahorro como un ingreso que no es consumido, Keynes ignoró el ahorro hecho por las empresas en el proceso de producción.

Keynes (1973a:61) define como el “exceso de ingreso sobre el gasto en consumo...el gasto en consumo durante cualquier periodo debe significar que el valor de los bienes vendidos a los consumidores durante ese periodo”. La discusión del ahorro está entonces envuelta alrededor del comportamiento del consumidor, por tanto ignorando a las empresas. El problema por supuesto es que las empresas también son parte de las cuentas nacionales, y son parte activa de la dinámica del ahorro. Las empresas gastan y recogen ingresos, y sus “excesos de ingreso sobre su gasto” deben de ser contado dentro de la definición de ahorro.

Keynes, sin embargo, específicamente excluyó el consumo y el comportamiento ahorrista de a las empresas. Una posible razón de la omisión de Keynes de las ganancias del total del ahorro es porque él entiende los comportamientos de las empresas y de los

hogares como actos independientes. Entonces, los dos no pueden ser combinados. Para las empresas, el ahorro está identificado con las ganancias no distribuidas. En este caso, al final del día, existe un monto residual de ahorro que es igual al ahorro de los hogares y de las empresas.

De cualquier manera, la igualdad de la inversión y el ahorro se mantiene independientemente de la distinción entre el ahorro y la inversión actual o planeada (Gnos, 2008). A pesar de este argumento, como explicaré en las siguientes líneas, la necesaria igualdad entre ahorro e inversión no invalida *per se* el proceso del multiplicador. Para mí, el multiplicador no es un tema que acompañe a la inversión y al ahorro juntos, en la medida en que ellos son siempre, por definición, iguales uno con el otro. Más bien, es una teoría de cómo un gasto inicial, digamos por el Estado, puede crear un gasto adicional y los mecanismos que permiten que este proceso tenga lugar. Como veremos, el sistema bancario es un argumento clave en esta historia.

La Teoría del Circuito Monetario

La teoría del circuito monetario ha recibido una considerable atención en los últimos años, con algunos de los más esclarecedores desarrollos aparecidos en Deleplace y Nell (1996) y más recientemente en Rochon y Rossi (2003). Aunque existen diferencias entre las visiones circuitista y post-Keynesiana del crédito y del dinero, también existen un número importante de similitudes. Por ejemplo, ambas aproximaciones comporten el papel fundamental del crédito y de los bancos en el proceso de la producción, la naturaleza endógena del dinero y la naturaleza exógena de la tasa de interés. Cada uno de ellos cree en la importancia de la demanda efectiva y de las restricciones de la demanda en la economía, la incertidumbre (siempre con diferente énfasis), y la importancia de las instituciones.

He discutido en otra parte la teoría del circuito monetario (Rochon, 1999) y no se hará aquí una completa revisión (ver Lavoie, 1992). Sin embargo, efectuaré una presentación de lo que yo considero son argumentos relevantes, en lo que concierne al tema del multiplicador.

La teoría del circuito monetario enfatiza la irreversibilidad de las acciones y de los eventos –ambos en los mercados de bienes y de dinero- y las relaciones jerárquicas entre los diferentes grupos macro. El análisis secuencial del circuito monetario –que lo sitúa en contraste con aquellas teorías en las que todo está determinado simultáneamente- está ligado, de hecho, a la jerarquía inherente en la producción. La producción no puede iniciar antes de que las empresas tengan acceso al financiamiento con el que ellos emplean a los trabajadores y compran otros insumos de la producción; los bancos no pueden prestar sin una demanda previa de crédito bancario; los trabajadores no pueden gastar sin primero recibir un ingreso (de ahí la necesaria naturaleza *ex post* del ahorro); y el banco central debe primero fijar la tasa de interés a la cual está de acuerdo en ofrecer las necesarias reservas³. Cada agente⁴ tiene un papel específico que jugar en la gran esfera de la producción.

Esta secuencia inicia con las decisiones de producción e inversión de las empresas industriales ya sea en los sectores de bienes de consumo o de bienes de inversión. En virtud de que el ahorro es un residual (que es creado por la inversión), las empresas deben primero tomar prestado de los bancos para cubrir los costos de producción. En otras palabras, los planes de inversión para ser realizados y los salarios para ser pagados, las empresas deben obtener un financiamiento *inicial*, que usualmente es provisto por

³ En Rochon (1999), se plantea que aún si los bancos centrales no son *non-accomodating*, la oferta de crédito-dinero todavía está vista como horizontal. La falta de reservas empuja la curva a una tasa de interés nueva y mayor. (más detalles (Lavoie,1992).

⁴ Este análisis no excluye a los gobiernos y déficits.

los bancos.⁵ Si los bancos están de acuerdo en satisfacer la demanda por préstamos bancarios,⁶ abonan a la cuenta de las empresas, o les extienden una línea de crédito. El dinero como depósitos bancarios es entonces creado o bien cuando las cuentas bancarias son instantáneamente acreditadas, o bien cuando las empresas utilizan sus líneas de crédito con el objetivo de cubrir los costos de sus insumos.

Entonces, el dinero es creado de forma endógena mediante las actividades de deuda de los agentes privados en sus intentos de iniciar la producción. La “oferta de dinero”, en términos más convencionales, se expande y contrae con las necesidades de deuda de la economía. La endogeneidad de dinero tiene poco que ver con la incertidumbre, y más bien es un resultado directo de su propia naturaleza como deuda⁷.

Las economías capitalistas, entonces, no son economías de trueque, y son más que meras economías de dinero: son economías de deuda. La diferencia entre una economía de dinero y deuda debería ser obvia: la deuda, y no dinero por sí, es central a la discusión de las economías capitalistas y a la producción. Por lo tanto, la noción de deuda está en el corazón del proceso de producción. Esta lógica aplica a las empresas en todos los sectores de la economía: empresas de bienes de consumo y de bienes de inversión. La demanda por el crédito bancario tiene una relación directa con el nivel de sueldos, de empleo y de utilización de la capacidad, y el crecimiento de la capacidad productiva de las

⁵ Keynes argumenta que el “financiamiento requerido durante el intervalo entre las intenciones de invertir y su consecución es en gran parte provisto por especialistas, particularmente por los bancos” (Keynes 1973b: 219).

En el párrafo siguiente, Keynes plantea que el financiamiento es “enteramente provisto ... por los bancos.” Keynes también escribe: “es el papel del sistema de crédito proveer los fondos líquidos requeridos por todos los empresarios durante el periodo anterior de su gasto real, y entonces por los recipientes de este gasto durante el periodo antes de que han decidido emplearlo”(Keynes 1973b:285).

⁶ Debemos ser claros que los bancos no abastecen toda la demanda del crédito. Los bancos tienen pautas estrictas por las cuales evalúan la solvencia de prestatarios potenciales. Puede haber un “margen de prestatarios no satisfechos” (Keynes, 1971a: 327). La demanda de crédito que los bancos atienden es la demanda-solvente de crédito (Rochon, 1999; Lavoie, 1996).

⁷ Uno puede argumentar, por supuesto, que la incertidumbre afecta a la demanda de crédito bancario por parte de los agentes privados o a la decisión del banco de extender el crédito.

empresas a través del capital. El dinero así creado de forma endógena responde a las necesidades de la economía de reproducirse y crecer.

La creación de dinero también es la creación simultánea de ingresos. Como argumentan Godley y Cripps (1983:82), “El acto de la creación del dinero también es un acto de gasto y (entonces) de la creación de ingresos.” Las firmas demandan crédito para la creación de ingresos en el sector de bienes de consumo (como sueldos de trabajadores) y también en el sector de bienes de capital (la compra de estos es un ingreso para empresas que los producen). Esta misma lógica aplica al sector de bienes de capital. Esas empresas necesitan pedir crédito para cubrir gastos relacionados a la producción y a la compra de bienes de capital también. El punto de partida de la teoría del circuito monetario es entonces la deuda y la creación de ingresos.

El énfasis puesto en la naturaleza del dinero como deuda -y no sus papeles y funciones- sugiere que la creación de dinero implica la destrucción eventual del dinero. La deuda otorgada durante la producción tiene que ser pagada, o en caso contrario el deudor asume costos de interés innecesarios. Las empresas generan las utilidades suficientes cuando captan una porción de los ingresos de los hogares al vender sus bienes. Así, lo que inicialmente se inyecta al sistema eventualmente regresa a las empresas y a partir de ahí éstas pueden reembolsar su deuda inicial con el banco. El dinero fluye por el sistema, y cambia de manos, pero al final regresa a su punto de partida ⁸.

⁸ Por supuesto, encima de lo que los hogares gastan en bienes de consumo, las empresas también captan lo que hogares gastan en los mercados financieros (véase Graziani, 1990). Sin embargo, empresas no pueden captar los ahorros guardados por los hogares. Dicho de forma sencilla, las empresas no pueden reembolsar la totalidad de sus préstamos iniciales en la medida en que los hogares guarden una porción de sus ingresos.

El acento en la deuda es fuerte. Uno puede notar inmediatamente que si las empresas necesitan reembolsar sus préstamos originales, éstas no pueden usar las ganancias de sus ventas para expandir el ciclo. La lógica del mecanismo del reflujo es tal que no se puede negar -y es el mismo mecanismo de reflujo, como se verá en la sección que sigue- que está en el corazón de mi acercamiento del proceso del multiplicador.

Sin embargo, en un artículo reciente, (Pressman, 2000) objeta fuertemente el mecanismo de reflujo. Como el autor (2000: 971) señala, “el aspecto más perturbador del mecanismo del circuito es el proceso por lo cual el dinero se regresa a los bancos.” El argumento de Pressman descansa sobre la noción de que el crédito bancario no tiene que ser reembolsado “inmediatamente”; más bien, las empresas sencillamente pueden refinanciar su deuda. A este respecto, hay un “lapso de tiempo que permite la posibilidad de un mayor multiplicador.” El argumento de Pressman es importante. De hecho, si las empresas no fueran obligadas a reembolsar a bancos por sus préstamos iniciales, podrían usar las ganancias de la inyección inicial de dinero, digamos de la política fiscal, para continuar el ciclo productivo y así generar ingresos adicionales en el proceso. De tal forma que, una inyección inicial de dinero puede ser utilizado una y otra vez y generar un gran efecto multiplicador.

Pero tal acercamiento, yo creo, tiene fallas en cuanto a que no reconoce el papel de los bancos en el refinanciamiento de ciclos de producción continuos. Es poco realista argumentar que los bancos proveen un préstamo inicial y luego descuidan a sus clientes al dejarlos tomar su tiempo a reembolsar el préstamo inicial. Además, este arreglo también requeriría el aval de los bancos. En otras palabras, el acto mismo de refinanciar las deudas requiere el apoyo del banco. De tal manera, los bancos son agentes activos

quienes juegan un papel importante en la determinación de la extensión del efecto multiplicador.

El papel de la banca y el multiplicador de Keynes

Los post-Keynesianos dan a los bancos un papel fundamental en la creación endógena del dinero. Pero de forma extraña, una vez que el dinero se crea, una vez que el crédito bancario haya sido otorgado, una vez que el proceso productivo se haya iniciado, los bancos parecen desaparecer del análisis. Esta sección intenta integrar a los bancos en el análisis del multiplicador keynesiano y mostrar cómo la existencia del multiplicador depende de la “cooperación del sistema bancario”, como dice Kahn. Dado que los bancos son agentes activos en el proceso de creación de crédito y dinero, sus acciones influirán sobre el valor del multiplicador durante el ciclo de producción. Son las acciones de los bancos que dan sentido al multiplicador. Para analizar esto, necesitamos una teoría de la oferta crediticia. La cuestión fundamental es ¿qué afecta a esa oferta de crédito, y cómo se vincula con la teoría del multiplicador?

Iniciemos con un planteamiento banal: los bancos son firmas cuyos pasivos son aceptados como dinero. Eso les da un papel especial en la economía y, como veremos, en el análisis del multiplicador. Como se vio antes, y como argumentan los post - Keynesianos, la producción no puede ocurrir antes de asegurar el crédito. Si el multiplicador está vinculado con la producción y el consumo de bienes, entonces tiene que estar vinculado también al crédito. Sin embargo, en el análisis típico del multiplicador, una vez que se crea la producción y los ingresos, el consumo de bienes crea más producción e ingresos, dada la propensión marginal a consumir. Mientras los bancos intervienen al principio del proceso inicial, y son instrumentales en el financiamiento de la producción y en la creación de ingresos, desaparecen por completo en las rondas

subsecuentes de producción y creación de ingresos. En otras palabras, ¡ahora tenemos producción creando producción! Y eso contradice las teorías post-Keynesianos y circuitistas: únicamente el crédito bancario puede crear ingresos.

Sin embargo, la inclusión de bancos en este análisis tiene que realizarse tomando en cuenta el manejo de la oferta de fondos por parte de los bancos (Wolfson, 1996; y Rochon, 2006). De hecho, los bancos siempre son jugadores activos en el proceso de oferta de crédito y no prestan indistintamente. Solamente prestan a prestatarios solventes. Los horizontalistas siempre han enfatizado ese punto: mientras la oferta de préstamos está determinada por la demanda, solamente la demanda solvente será satisfecha. En este sentido, el horizontalismo es plenamente consistente con el “margen de clientes no satisfechos”. Mientras la oferta de dinero esta llevada por el crédito y determinada por la demanda, también la oferta está restringida por la voluntad de bancos de prestar.

Los bancos, igual a firmas y hogares, operan en un estado de incertidumbre pura en cuanto al futuro. Se preocupan de manera particular con la habilidad de las empresas de reembolsar su deuda en el futuro: en este sentido, la solvencia es sinónimo de la confianza del banco en la habilidad de sus clientes de cumplir con sus obligaciones contractuales. Lavoie (1996:284) escribe, “Por la incertidumbre y la complejidad de la toma de decisiones, los préstamos bancarios dependen del cumplimiento de varias normas y costumbres del prestatario.” Por supuesto, eso se encontra en el *Treatise on Money* de Keynes (1971b:212), en un apartado ya famoso:

Probablemente habrá una margen de prestatarios insatisfechos, el tamaño que puede expandir o contraerse, para que los bancos pueden influir sobre el volumen de la inversión al expandir o contraer el volumen de sus préstamos, sin que necesariamente haya un cambio en el nivel de la tasa bancaria, en el calendario de demanda de los

prestatarios, o en el volumen de préstamos no bancarios. Ese fenómeno es capaz, cuando existe, de tener gran importancia práctica.

Pero cómo es que la incertidumbre afecta a la oferta de crédito bancario y, más específicamente, cómo afecta eso al proceso del multiplicador?

Al tomar sus decisiones, los bancos típicamente enfrentan dos fuentes distintas de incertidumbre, las cuales pueden llamarse, respectivamente, la micro y macroincertidumbre (Rochon, 2006). La microincertidumbre se define como la ‘probabilidad’ (tal vez una pobre selección de palabras) que un prestatario del banco en *particular* no podrá pagar sus deudas como resultado de sus insuficientes ventas. El punto importante es que esta imposibilidad existe independientemente del ciclo de los negocios. La microincertidumbre está presente sin ningún vínculo con el nivel de demanda efectiva y, por lo tanto, del momento del ciclo de negocios. Por ejemplo, incluso si la demanda efectiva es fuerte y la economía está creciendo, es inevitable que algunas empresas, como resultado de mala gerencia o bajas ventas, no podrán enfrentar sus acuerdos contractuales con los bancos y entrarán en cese de pagos. Eso puede llamarse un mal préstamo. En este sentido, la responsabilidad debe ser compartida con el banco por no evaluar a los clientes de forma adecuada debido a la información asimétrica, la cual puede surgir por un número de razones. Puede ser que los bancos no tengan toda la información relevante de la empresa, o las habilidades de su gerencia o bien otros temas pertinentes. Si esa información es asimétrica o nada mas desconocida a ambas partes no es el tema ahora. Desde la perspectiva del banco, éste no puede siempre evaluar de manera correcta la potencia de una empresa para generar ganancias en el futuro. *Ex post* por supuesto, siempre es fácil identificar los malos préstamos; *ex ante*, el banco tiene que “apostar” -tomando el

término de Parguez – a pesar de sus mejores esfuerzos por evaluar el prestatario.

La macroincertidumbre, por el otro lado, se define como la posibilidad de que una firma no pueda reembolsar su deuda existente con el banco debido a las consecuencias del ciclo de negocios. Una caída general en la demanda efectiva (debido a una recesión o a la decisión de un banco central de subir las tasas de interés) tendrá un impacto sobre la habilidad de todas las empresas de cumplir sus obligaciones contractuales con los bancos. La macroincertidumbre afectará a todas las empresas de forma igual. Una desaceleración general en el ciclo creará riesgos a todas las empresas. Es el concepto de incertidumbre que los post-Keyesianos suelen señalar: ‘sencillamente no sabemos’ el rumbo futuro del ciclo y cómo afectará a las empresas. Mientras los post keynesianos han enfatizado la incertidumbre y la han incorporado en sus teorías de inversión y consumo, se ha hecho poco para incorporarla dentro de una teoría de la banca (Wolfson, 1996). Los bancos, igual que las empresas y los hogares, están conscientes del futuro, y cómo afectará a las empresas. Lo que hacen entonces es “apostar” sobre el futuro del ciclo de negocios y sobre el futuro de las tasas de interés.

Por ejemplo, un incremento en la tasa de interés puede tener efectos de microincertidumbre. Un alza en la tasa puede traducirse en mayores costos del servicio de deuda, y entonces afectar el flujo de efectivo del prestatario. Las empresas débiles posiblemente no sobrevivan este incremento en las tasas de interés. En la terminología minskiana, los prestatarios pueden transitar de posiciones de cobertura a especulativas, y finalmente a situaciones Ponzi. Yo creo que el principio del ‘acelerador financiero’ o el canal de la hoja de balance de los neokeynesianos es indicativo del ambiente de microincertidumbre de las empresas. Conforme

aumentan las tasas de interés, algunas empresas pueden enfrentar los problemas de flujo de efectivo.

Como resultado de la presencia de las dos incertidumbres, los bancos hacen dos apuestas. Los bancos primero tienen que apostar sobre el prestatario, y luego hacer otra apuesta sobre sus expectativas del ciclo de los negocios. Ambas apuestas están relacionadas en cierto sentido. Si una economía se desacelera, los ingresos y ganancias caen, y las empresas pueden entrar en cese de pago. Sin embargo, algunas empresas pueden entrar en cese de pago independientemente de la salud de la economía. Lavoie (1992:106) enfatiza esas dos fuentes de incertidumbre que enfrentan los bancos, y escribe que “la incertidumbre sobre el futuro, agregada a la falta de conocimiento relevante en cuanto a la competencia de la gerencia y a la rentabilidad del proyecto, obliga a los bancos a depender del desempeño del pasado, eso es, las ganancias generadas en el pasado por la empresa.”

Así, cuando enfrentan la incertidumbre los bancos o bien hacen más difícil el otorgamiento de préstamos, o sencillamente se niegan refinanciar la deuda existente. De manera que, el pesimismo sobre el nivel futuro de la demanda agregada, y sobre la habilidad de las empresas de reembolsar su deuda, llevará a que los bancos reduzcan la oferta de crédito. Los bancos típicamente aumentarían su criterio de solvencia mínima (los estándares de préstamo), eliminando un número de prestatarios potenciales en el proceso y creando restricciones al crédito: para asegurar que su nueva demanda de crédito se cumpla (o se refinance), los prestatarios deben asegurar que alcancen estas pautas nuevas y más estrictas.

A lo largo del ciclo, entonces, el criterio de solvencia puede variar porque los bancos serían sujetos a “brotes repentinos de optimismo y pesimismo”. Por ejemplo, al principio de un ciclo cuando los

espíritus animales están altos, los criterios de solvencia bajarán y los bancos buscarán clientes potenciales. Los bancos generalmente relajan sus prácticas de préstamo. Mientras crece la economía, los bancos pueden temer una desaceleración eventual, y pueden volverse más pesimistas sobre el futuro y aumentar el criterio mínimo requerido. También pueden temer que mientras la economía se calienta, el banco central puede aumentar las tasas de interés para desanimar la expansión económica. Entonces podríamos esperar que los bancos restrinjan sus condiciones de crédito en el apogeo de del ciclo de negocios, y que los relajen en sus momento más bajo.

El análisis es instrumental para entender el proceso de multiplicador. Si únicamente los bancos pueden financiar a la producción, entonces cada ronda de nueva de producción tiene que ser financiada por el crédito. Eso implica que cuando las empresas reembolsan sus préstamos y tendrán que asegurar un nuevo crédito. Hay que suponer entonces gastos iniciales financiados por el crédito bancario. Consistente con la teoría del circuito monetario, la deuda tomada durante el proceso de producción tiene que ser reembolsada. Para que este aumento en ingresos cree ingresos adicionales, el crédito nuevo tiene que estar asegurado, y eso depende del sistema bancario. Así, la ‘cooperación del sistema bancario’ es requerida. Si los bancos deciden no renovar el crédito, el gasto no puede seguir.

Por eso sugiero que el multiplicador no solamente dependa del sistema bancario, sino también que varíe a lo largo del ciclo. Durante períodos de optimismo, cuando los bancos están más ‘cooperativos’, cuando el crédito es más fácil de obtener, habrá un multiplicador mayor. Sin embargo, durante las contracciones económicas, cuando los bancos están con mayores reservas y el crédito es más difícil de obtener, el multiplicador será menor. Este análisis hace que la política fiscal sea aún más relevante. Sin un

estimulo fiscal, es mas difícil que los bancos salgan de la trampa de pesimismo. En este sentido, el papel de la política fiscal es asegurar que los bancos estén suficientemente optimistas para mantener la llave del crédito abierto. Al estimular la demanda agregada, la política fiscal asegurará que las empresas siempre estén consideradas como solventes.

Conclusiones

La teoría del circuito monetario depende del papel de los bancos en el proceso de producción. En este sentido, es fiel al argumento de Keynes que los bancos “tienen la llave” para incrementos en la producción. Este punto, sin embargo, se mantiene estático en el corto plazo, igual que en el largo plazo de sucesivos periodos de producción.

El análisis presentado aquí no es necesariamente una refutación del análisis post-Keynesiano, sino que busca integrar a los dos al plantear que el multiplicador no es un fenómeno automático. Éste puede mantenerse, si es que las inyecciones iniciales al circuito llevan a mayores ingresos privados suficientes para garantizar la renovación de compromisos de deuda y la extensión del crédito bancario para renovar la producción.

El análisis desarrollado aquí también contiene implicaciones importantes para la política económica. La política fiscal juega un papel importante en el análisis del multiplicador. Gastos fiscales se vuelven ingresos para varias empresas en la economía y también para trabajadores que luego compran bienes de consumo. Estos ingresos juegan un papel fundamental al mantener y fortalecer la solvencia de las empresas. Este papel es aún más importante durante momentos de negativos pronósticos económicos. Además, políticas monetarias que favorecen bajas tasas de interés que siempre son preferibles por sus efectos positivos sobre la

distribución del ingreso y efectos positivos sobre las balanzas y condiciones de flujo de efectivo de las empresas. En ambas situaciones, lo más importante siempre tienen que ser los efectos de la política fiscal y monetaria sobre la solvencia de las empresas.

En este sentido, el multiplicador keynesiano existe y surge durante varios periodos de producción. Así, no es ninguna sorpresa que Pressman (1995) encontrara evidencia de un gran multiplicador. Eso no se niega. Lo que se niega es que los gastos del gobierno necesaria o automáticamente, lleven a un proceso multiplicador. Tal razonamiento es engañoso. Lo que se necesita es el argumento adicional de que los bancos tienen que estar dispuestos y listos para prestar, siempre y cuando sus expectativas a futuro sean positivas.

De forma parecida, el análisis aquí efectuado puede ayudar a explicar por qué el valor del multiplicador puede cambiar a lo largo del ciclo de negocios. De hecho, cuando los bancos se vuelven pesimistas, restringen su crédito, y así a algunas empresas la posibilidad de renovar sus planes de producción. De manera que el efecto de la política fiscal puede ser ambiguo. Esto es consistente con la teoría post-keynesiano: durante periodos de producción deprimida, la política fiscal debe ser expansiva, mientras que durante periodos de crecimiento fuerte, la política fiscal debe ser restringida. Por supuesto, se necesita más discusión sobre la mezcla apropiada entre la política fiscal y monetaria. Pero el análisis aquí debería llevar a una conclusión importante: si los bancos de hecho “tienen la llave” para un crecimiento más fuerte, como lo deja claro Keynes en sus argumentos sobre el motivo financiero, entonces es necesario crear el ambiente macroeconómico apropiado y tomar medidas para reducir la macroincertidumbre más significativa.

En este sentido, la política fiscal puede ser vista como un complemento a las ganancias de las empresas por permitirles inflar sus ingresos y compensar el atesoramiento de los hogares. Entonces, la política fiscal se utiliza especialmente para ayudar a las empresas a reembolsar sus deudas iniciales.

Referencias

- Amadeo, E. (1987) “Multiplier Analysis,” *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (editores), London: Macmillan.
- Cottrell, A. (1994) “Endogenous Money and the multiplier,” *Journal of Post Keynesian Economics*, 17 (10), Otoño, 111-110.
- Davidson, P. (1990) “*Money and Employment: The Collected Writings of Paul Davidson 1*”, London: Macmillan.
- Davidson, P. (1994) “*Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies in the Twenty-First Century*”, Aldershot: Edward Elgar.
- Gnos, C. y Rochon, L.-P. (Ed.) (2008) *The Keynesian Multiplier*, New York: Routledge
- Gnos, C. (2008) “The multiplier, the principle of effective demand and the finance motive: a single coherent framework” en Gnos, C. y Rochon L.-P., (Ed.) *The Keynesian Multiplier*, New York: Routledge
- Godley, W. y F. Cripps (1983) *Macroeconomics*, Londres: Fontana.
- Graziani, A. (1990), “The Theory of the Monetary Circuit”, *Économies et Sociétés. Monnaie et Production*, Julio, 24, 7–36.
- Kahn, R. (1931) “The relation of home investment to unemployment”, *Economic Journal*, Junio, 173-198.
- Keynes, J.M. (1971) *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. 2: The Economic Consequences of the Peace*, D. Moggridge (ed.), Londres: Macmillan and St Martin’s Press.
- Keynes, J.M. (1971b) *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. 5: A Treatise on Money. The Pure Theory of Money*, D. Moggridge (ed.), Londres: Macmillan and St Martin’s Press.

- Keynes, J.M. (1973a) *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. 7: The General Theory of Employment, Money and Interest*, D. Moggridge (ed.), Londres: Macmillan and St Martin's Press.
- Keynes, J.M. (1973b) *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. 14: The General Theory and After – Defence and Development*, D. Moggridge (ed.), Londres: Macmillan and St Martin's Press.
- Hicks, J. (1980-81) "IS-LM: An Explanation," *Journal of Post-Keynesian Economics*, 3 (2), 139-154.
- Lavoie, M. (1987) "Monnaie et production: une synthèse de la théorie du circuit", *Économies et Sociétés*, Septembre, 9, 65–101.
- Lavoie, M. (1992) "Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis", Aldershot : Edward Elgar.
- Lavoie, M. (1996) "The endogenous supply of credit-money, liquidity preference and the principle of increasing risk : horizontalism versus the loable funds approach", *Scottish Journal of Political Economy*, 43 (3), 275-300.
- Moore, B. (1988) "Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money", Cambridge: Cambridge University Press.
- Moore, B. (1994) "The Demise of the Keynesian Multiplier: A Reply to Cottrell," *Journal of Post Keynesian Economics*, 17 (10), Fall, 121-134.
- Pressman, S. (2000) "A Note of Money and the Circuit Approach," *Journal of Economic Issues*, 34 (4), Diciembre, 969-973.
- Robinson, J. (1956), *The Accumulation of Capital*, London: Macmillan.
- Rochon, L.-P. (1999) *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*", Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L.-P. (1999a) "The Creation and Circulation of Endogenous Money: A Circuit Dynamique Approach," *Journal of Economic Issues*, 33 (1), 1-21.

- Rochon, L.-P. (2000) “The Creation and Circulation of Endogenous Money: A Reply to Pressman,” *Journal of Economic Issues*, 34 (4), Diciembre, 973-979.
- Rochon, L.-P. y S. Rossi (2003) *Studies in Modern Theories of Money*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Rochon, L.-P. (2006), “Endogenous Money, Central Banks and the Banking System: Basil Moore and the Supply of Money”, en M. Setterfield (ed), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, pp. 220-243.
- Sawyer, M. (2008) “Kalecki and the multiplier”, en Gnos, Claude y Louis-Philippe Rochon, (Ed.) *The Keynesian Multiplier*, New York: Routledge
- Trevithick, J. (1994) “The monetary prerequisites for the multiplier: an adumbration of the crowding-out hypothesis”, *Cambridge Journal of Economics*, Febrero, 18 (1), 77-90
- Wolfson, M.H. (1996), “A Post Keynesian Theory of Credit Rationing”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Primavera, 18 (3), 443–70.

Fecha de entrega: abril 2009

Fecha de aprobación: Julio 2009