

RACIONAMIENTO DE CRÉDITO EN UN MARCO DE DINERO PASIVO Y PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ DE LOS BANCOS.

**UNA EXPLICACIÓN DEL COMPORTAMIENTO DE LA BANCA
PRIVADA EN ARGENTINA DURANTE LA ÚLTIMA DÉCADA.**

AUTORES:

RODRIGO LÓPEZ Y PABLO MARESO

Documento de Trabajo N° 55 – Marzo de 2014



DIRECTOR

GUILLERMO WIERZBA

INVESTIGADORES

FABIÁN AMICO

MARTÍN BURGOS ZEBALLOS

JUAN MATÍAS DE LUCCHI

JORGE GAGGERO

RODRIGO LÓPEZ

ESTANISLAO MALIC

PABLO MARESO

ANDREA MEDINA

MARÍA ANDREA URTURI

MARÍA SOL RIVAS

INVESTIGADORES INVITADOS

CLAUDIO CASPARRINO

NORBERTO CROVETTO

ALEJANDRO GAGGERO

GUILLERMO HANG

CONSEJO ACADÉMICO

CECILIA CARMEN FERNANDEZ BUGNA

ROBERTO FRENKEL

ALFREDO T. GARCÍA

ROBERTO RIGHI

Las opiniones vertidas en el trabajo no necesariamente coinciden con las de las entidades patrocinantes del Centro.

Para comentarios, favor dirigirse a: informacion@cefid-ar.org.ar

Muchas veces se advierte que es imposible el tratamiento científico de las cuestiones monetarias porque el mundo de la banca es intelectualmente incapaz de comprender sus propios problemas. Si esto es cierto, el orden de la sociedad, que ellos representan, se desplomará. Pero yo no lo creo. Lo que nos ha faltado es un análisis claro de los hechos reales, no la habilidad para entender los análisis de que disponemos.

John Maynard Keynes

Indice

1- Introducción.....	7
Sección 1. Abordaje teórico para el estudio del racionamiento del crédito a partir de la preferencia por la liquidez de los bancos.....	14
2- El mito histórico y teórico del banco como intermediario neutral.....	14
3- La creación de dinero como característica esencial de la actividad bancaria.....	15
3.1- Información asimétrica, riesgos y creación de dinero bancario.....	15
3.1.1- Los bancos como administradores de información.....	16
3.1.2- Los bancos como administradores del riesgo.....	18
3.1.3- Los bancos como creadores de medios de pago y de depósitos.....	20
4- La teoría del dinero pasivo y la teoría de la preferencia por la liquidez bancaria en la tradición post-keynesiana.....	24
4.1- El dinero pasivo en Julio H.G. Olivera.....	24
4.2- La visión post-keynesiana: horizontalistas y estructuralistas.....	29
4.2.1- La visión horizontalista.....	29
4.2.2- La visión estructuralista.....	30
5- Comportamiento de los bancos: racionamiento del crédito y preferencia por la liquidez.....	31
5.1- Racionamiento del crédito.....	31
5.2- La preferencia por la liquidez en Keynes.....	42
5.3- Preferencia por la liquidez de los bancos.....	51
5.4- Reconciliación entre el dinero pasivo o endógeno y la teoría de la preferencia por la liquidez.....	55
Sección 2. El racionamiento del crédito bancario a las empresas en la Argentina durante la última década. Una explicación alternativa.....	70
6- El comportamiento de la banca privada en la última década.....	70
6.1- Hechos estilizados.....	70
6.2- Planteo del problema: la estructura financiera desequilibrada.....	75
7- Una interpretación de los hechos estilizados compatible con el marco teórico presentado.....	81
7.1- La formación de activos externos y su impacto sobre la tasa pasiva esperada....	83
7.2- “¿Cómo hacen estos tipos?”.....	87
7.3- Rentabilidades diferentes.....	89
7.4- Percepción de iliquidez y orientación del crédito.....	92
7.5- Una hipótesis acerca de las causas del comportamiento de la banca privada....	96
8- Conclusiones.....	98
9- Bibliografía.....	103

1- Introducción

A pesar que los bancos son las principales instituciones por las cuales las economías monetarias de producción conceden sus créditos, su actividad no ha sido debatida en profundidad. Randall Wray (1992) dio cuenta de este notable desinterés de la teoría económica que suele ver a los bancos como “cajas negras” ignorándose lo que hay dentro de ellas.¹

Tal abandono teórico parece una consecuencia necesaria del tratamiento teórico sobre el dinero en general. En el *corpus* de la teoría clásica y neoclásica, el dinero entraña un “velo monetario” que es preciso correr para elucidar con claridad las leyes de la economía, la cual sería eminentemente la economía real.² Expresiones como “neutralidad monetaria”, popularizadas por el *monetarismo* y sus variantes desde mediados del siglo XX, dejan poco margen para interrogarse por los agentes que intervienen en la creación de los medios de pago. Incluso, buena parte de la heterodoxia otorga un lugar pasivo a la actividad bancaria.

Los bancos y el sistema bancario en general no constituyen para tales perspectivas un campo teórico relevante. No habría en ellos una diferenciación suficiente para distinguirlos del accionar propio del resto de los agentes que integran los mercados. De hecho, su existencia es anecdótica desde el momento que serían meros intermediarios entre los oferentes de crédito y los demandantes, entre ahorristas e inversores. Incluso, para algunos autores post-keynesianos, los bancos serían apenas una “correa de transmisión”.

Sin embargo, las decisiones de los bancos respecto a cómo llevar sus negocios no parece ser inocua para la economía en su conjunto. Investigaciones recientes señalan que, si bien el crédito al consumo significa un aporte a la demanda agregada y a la rentabilidad agregada, por otro lado, aumenta el riesgo de crédito agregado y “genera una forma distintiva y desestabilizadora de “apalancamiento” para el capital agregado” (dos Santos, 2013; p. 151).

Este sesgo en la dirección del crédito se trata de una tendencia a nivel mundial, potenciada por la creciente liberalización y concentración de la industria bancaria. La mayor rentabilidad relativa que podrían obtener los bancos operando sobre los préstamos al consumo por sobre el crédito a la producción dotaría al proceso de una

¹ Podríamos transformar levemente la metáfora si decimos que son cajas negras como la de los aviones, las cuales solo parecen cobrar interés tras protagonizar alguna catástrofe.

² Salvando algunas excepciones, como ser algunos pasajes en Adam Smith y los autores anti-bullionistas y los de la *banking school* en lo que Marx llamó “los grandes torneos de economía política” librados a lo largo de la primera mitad del siglo XIX en Inglaterra en torno al dinero y el crédito.

tendencia irreversible, si no se instrumentan los estímulos microeconómicos adecuados³.

El presente trabajo busca comprender las motivaciones que están por detrás del comportamiento observado en la banca privada en la Argentina, en cuanto a la composición de los préstamos otorgados durante la última década. A partir de la exposición de algunos hechos estilizados de la actividad bancaria se evidencia una pérdida de dinamismo de los préstamos a las empresas en relación al crecimiento observado del crédito para las familias. El comportamiento contrario de la banca pública y la banca cooperativa requiere una explicación que no recaiga sobre una supuesta falta de demanda solvente por parte de las empresas. Los indicadores sobre calidad de cartera y rentabilidad de estas entidades permite inferir que las mismas no mantienen una política de otorgamiento más laxa en cuanto a los requisitos solicitados a los potenciales deudores, ni tampoco que esos desembolsos terminen derivando en pérdidas patrimoniales. Contrariamente, suponen una ganancia para estos bancos.

En un esquema donde se asume que el proceso de creación de dinero se genera de forma endógena a través del acomodamiento del Banco Central a la demanda de reservas de los bancos, ¿cuál es el motivo por el cual los banqueros privados desistirían persistentemente de hacer negocios aparentemente rentables?

Para responder esta pregunta, el presente trabajo se basa en algunas ideas clásicas del *corpus* teórico de John Keynes, en menor o mayor grado desestimadas incluso por las tantas vertientes que dicen continuar su legado, como la síntesis neoclásica, la neo-keynesiana y algunas vertientes del post-keynesianismo. Los conceptos en torno a la incertidumbre y la preferencia por la liquidez son fundamentales en el legado teórico de Keynes para comprender el funcionamiento de los mercados en la determinación de la tasa de interés y sus implicancias para el desenvolvimiento del sistema económico. De allí se deduce cómo es creado el dinero en la economía, cuál es el comportamiento de los bancos, su relación con la autoridad monetaria y las condiciones en las que estos agentes pueden influir en la producción y distribución del excedente.

Como se intentará demostrar, lo observado en los hechos estilizados no responde a una mayor capacidad de algunas instituciones para evaluar la conveniencia mercantil

³ Según Paulo dos Santos: "Puede ocurrir que la rentabilidad relativa resultante de prestar a muchas empresas sea sencillamente demasiado baja" (op. cit, p. 151)

de otorgar determinados préstamos, sino que tiene que ver con el rol que juega la preferencia por la liquidez de los bancos y la existencia de rentabilidades diferentes entre los distintos tipos de préstamos que configuran, parafraseando a Marcelo Diamand, una *estructura financiera desequilibrada* en el sistema bancario argentino.

El trabajo está estructurado en dos secciones. La sección 1 está dedicada al desarrollo teórico-conceptual que sirve de fundamento para la sección 2. Esta última despliega el análisis empírico, cerrando con las conclusiones del trabajo y propuestas de política.

A la presente introducción le sigue una referencia al mito de la creación de los bancos: mas allá de descartar su falsedad histórica, lo importante en la deconstrucción de ese mito es dilucidar que entraña una falsedad teórica, al introducir subrepticamente la idea de los fondos prestables en la actividad bancaria. Se discute esta idea aportando una explicación alternativa desde la tradición cartalista-keynesiana⁴.

En el apartado siguiente se presenta la discusión conceptual sobre qué tienen de esencial los bancos que los distingue del resto de las instituciones financieras. Se repasan las ideas corrientes en la literatura bancaria convencional de los bancos como administradores eficientes de información y de riesgos. Tales perspectivas son incapaces de dar cuenta de las características esenciales de las instituciones bancarias: tomar depósitos y crear medios de pago.

No se trata de brindar una definición taxativa, sino de poner en el centro de la reflexión teórica qué implica que una institución tome depósitos y cree medios de pago. El mecanismo de creación de dinero bancario, predominante en las economías monetarias de producción, conduce a presentar el debate entre dos visiones post-keynesianas sobre la teoría del dinero pasivo o endógeno. Tras la presentación del concepto de dinero pasivo de Julio Olivera, se exponen las dos corrientes post-keynesianas de dinero endógeno, la horizontalista y la estructuralista. El presente trabajo recurre a esta última por incluir la teoría de Keynes de la preferencia por la liquidez.

Siendo el racionamiento del crédito el tema de la presente investigación, se ofrece un apartado para su tratamiento. A diferencia de otras categorías de la economía política, donde puede haber consensos cerrados o grandes disputas abiertas, algunos términos

⁴ Se llama cartalista por el concepto de dinero cartal de G. F. Knapp (1895). En realidad son ideas que se conocían desde hace tiempo, al menos desde las andanzas de John Law a principios del siglo XVIII, los debates monetarios y bancarios de la primera parte del siglo XIX en Inglaterra, la experiencia y justificación de emisión de dinero fiduciario en Perú bajo el protectorado del Gral. San Martín en 1821, o las ideas del cordobés Mariano Fraguero allá por la década del cuarenta del siglo XIX. Y si seguimos a Schumpeter, encontraremos rastros de estas ideas en escritores tan desprestigiados por la economía clásica inglesa como los escolásticos latinos. Sin duda Knapp y Keynes aportaron precisión, sistematización y difusión, desde la segunda década del siglo XX.

no reciben la atención epistemológica adecuada y discurren en un uso coloquial, presumiendo inocencia. Siguiendo el consejo althusseriano “ninguna lectura es inocente, digamos de cuál somos culpables”, nos vemos obligados a presentar una breve historia del concepto de racionamiento, cómo ha variado a lo largo de las décadas según distintas corrientes teóricas. El lector verá que el término racionamiento dista mucho de ser un término neutro, idéntico, que denotaría un hecho a explicar. Se ganará mucho si advertimos que las diferencias teóricas no aparecen recién en la explicación de las causas del racionamiento, sino que ya están en la propia definición del mismo, es decir, cuándo se puede hablar de racionamiento.

El trabajo ofrece una explicación del racionamiento novedosa en dos sentidos: primero, porque se lo plantea no a nivel individual, sino grupal (créditos al consumo y créditos a la producción); y segundo, porque explicará el racionamiento a partir de la preferencia por la liquidez de los bancos.

Dada la importancia que cobra en esta investigación la preferencia por la liquidez, en el siguiente apartado se presenta de forma sucinta la exposición tal cual la hace su creador, John Keynes, en la Teoría General (1936). Este ejercicio pedagógico parecería innecesario, sino fuera por el temor a las interpretaciones vagas e imprecisas que rodean a este concepto.

A continuación, se aplica la teoría de la preferencia por la liquidez a la actividad bancaria. Se parte del supuesto bastante realista de que los bancos son agentes económicos activos, que toman decisiones valiéndose de una racionalidad instrumental económica con fines de lucro (Weber), tal como el resto de los agentes del sistema económico en una economía capitalista. Como tales, se los dota con la racionalidad y exposición a escenarios de incertidumbre, como al resto de los agentes, sobre todo aquellos que han de operar en mercados monetarios. Allí, la preferencia por la liquidez cobra un valor central. En este apartado se reflexiona sobre el accionar de tal principio en agentes que tienen la particularidad de crear dinero y tomar depósitos.

Como corolario de las secciones previas, emerge una aparente incompatibilidad entre la teoría del dinero pasivo y la teoría de la preferencia por la liquidez. Si el dinero ingresa al sistema a partir de la demanda efectiva, esto es, a partir de la demanda de clientes considerados como merecedores de crédito, los bancos deberían limitarse a satisfacer pasivamente esa demanda. En esta sección se exponen distintas respuestas que dieron algunos autores post-keynesianos a este problema.

Básicamente, se rescata la centralidad de los bancos para intervenir en la determinación de la tasa de interés a largo plazo, la cual escapa a las posibilidades de la autoridad monetaria. Otra vez, la solución viene por incorporar la incertidumbre que enfrentan los agentes, no para reducirla a problemas de “asimetrías de información”, sino para modelizar el comportamiento de los agentes desde sus limitaciones irreductibles, y cómo las afrontan con sus expectativas. Curiosamente, la modelización más acorde con el accionar de los agentes en el mercado no parece ser la profesada por la academia ortodoxa en asociación lícita con los poderes económicos, especialmente el financiero. La versión más fidedigna no parece ser la de los agentes con expectativas racionales e información perfecta en un escenario de equilibrio parcial microeconómico, sino la de agentes razonables con expectativas inciertas en un esquema de desequilibrio macroeconómico. Desde el Breve tratado de reforma monetaria (1923) de Keynes, hasta su Tratado sobre el dinero (1930), ya hay elementos en este sentido.

Las teorías de la banca, el dinero pasivo, el racionamiento del crédito y la preferencia por la liquidez, constituyen los fundamentos teóricos para abordar la racionalidad del comportamiento de la banca privada argentina en la última década. Más concretamente, para poder dar respuesta a las causas que motivaron, a partir del año 2007, un proceso de racionamiento de una porción del crédito destinada al financiamiento de las actividades productivas que pasa a ser atendido por el BNA y el banco Credicoop.⁵ Dicho abordaje empírico se despliega en la sección siguiente.

La Sección 2 comienza identificando los principales hechos estilizados del sector bancario en la Argentina en cuanto a la orientación de los préstamos. Para ello, se abre el sector en función del carácter de la propiedad, siguiendo la tradicional presentación de la información provista por el BCRA en el Informe sobre Bancos: bancos privados nacionales, bancos privados extranjeros, bancos públicos y bancos cooperativos. Por el peso del Banco Nación en el sistema, y por sus particularidades con respecto al resto de la banca pública, también se lo incluye de forma separada. Los resultados muestran un comportamiento diferenciado a partir del segundo semestre de 2007 entre, los bancos privados por un lado, y el BNA y la banca cooperativa por el otro.

⁵ En la perspectiva de la demanda efectiva, en principio no habría inconveniente que los bancos dejen de financiar a las empresas y el sistema se apoye en el financiamiento de las familias. Para esta perspectiva, siempre que se sostenga el consumo, la demanda efectiva será el impulso que necesitan las empresas para invertir. Pero ello implica al menos consecuencias distributivas, las cuales pueden no ser inocuas respecto a la demanda efectiva y por ende al nivel de actividad.

Los hechos observados no parecen satisfacer algunas explicaciones corrientes, entre las que se cuentan: una supuesta mayor laxitud en el otorgamiento de créditos; el otorgamiento de préstamos por debajo de una rentabilidad mínima; o diferencias importantes en los costos promedio de los pasivos. La refutación de dichas hipótesis plantea la pregunta que guía la presente investigación. En un esquema de dinero endógeno, si hay percepción de solvencia y rentabilidad, nada debería impedir que un banco otorgue allí un préstamo, desde el momento que no se desempeña en un escenario de escasez. Es decir, no hay rivalidad entre créditos, como sostendría en cambio la teoría de los fondos prestables.

Aquí entra en juego la hipótesis del presente trabajo, invocando el principio de la preferencia por la liquidez aplicado a los bancos. La liquidez no ha de tomarse solamente como la posibilidad de acceso a medios de pago, sino que este acceso debe ser a bajo costo de realización. Este último elemento es frecuentemente olvidado y se torna fundamental para evaluar de forma completa y concreta la liquidez.

Los bancos asumen un riesgo al mantenerse ilíquidos y por lo tanto buscan acomodar su hoja de balance a los efectos de minimizar la pérdida esperada ante una eventual necesidad de contar con reservas bancarias. Esos riesgos pueden ser de diversa índole, desde económicos hasta de reputación. Recurrir al mercado interbancario puede conllevar costos en base al riesgo de interés (no saber a qué tasa se terminarán financiando), mientras que recurrir al Banco Central puede traer aparejado una pérdida de reputación -tan cara en la actividad bancaria-, cuando no un temor a la intromisión de la autoridad monetaria en las entrañas contables del banco.

El trabajo desarrolla la hipótesis de la incidencia de un incremento en la percepción de iliquidez a partir del segundo semestre de 2007 que derivó en un redireccionamiento del crédito hacia los préstamos a las familias por parte de la banca privada. No se escapa el hecho que tal fecha coincide con el inicio de la crisis financiera internacional que trajo consecuencias evidentes para la economía argentina. A partir de ese momento, se destaca el reinicio de un proceso de fuga de capitales (Gaggero, Kupelian, Zelada, 2010) que se detiene con la adopción de medidas tendientes a restringir la adquisición de divisas con fines de atesoramiento. Sin embargo, la presión sobre el mercado cambiario se trasladó posteriormente al mercado ilegal, a través del incremento del precio del dólar en el mercado paralelo.

Cómo fuera manifestado, esa presión cambiaria en el comportamiento de la actividad bancaria no es objeto de este trabajo. Pero siguiendo la hipótesis de la preferencia por

la liquidez, puede esperarse que la expectativa de devaluación a mediano plazo haya operado sobre la preferencia por la liquidez de los bancos elevando las tasas activas de los préstamos a niveles incompatibles en muchos casos con el retorno normal de la actividad productiva. Contrariamente, las financiaciones al consumo, en base a ingresos fijos asegurados de los asalariados (y cuentapropistas probos) -que no han de medirse con ninguna tasa de ganancia mínima, sino con los anhelos de inclusión a cualquier precio a los fetiches mercantiles del *efecto demostración* postergados por décadas-, pudieron afrontar elevados costos financieros de tarjetas de crédito y préstamos personales.

Al final del trabajo se presentan algunas conclusiones que sintetizan las ideas principales aquí vertidas y se exponen alternativas de política tendientes a contrarrestar la actual estructura financiera desequilibrada del sistema bancario argentino.

Sección 1. Abordaje teórico para el estudio del racionamiento del crédito a partir de la preferencia por la liquidez de los bancos

2- El mito histórico y teórico del banco como intermediario neutral

En la literatura, el análisis del sector bancario no ha sido desarrollado con la especialización que puede advertirse en otros campos de la teoría económica. En parte se debe a que en la mayoría de las corrientes de pensamiento, los bancos ocupan un lugar anecdótico, como meros agentes intermediarios entre el ahorro y la inversión (cualquiera que sea su causalidad). Como señalamos en la introducción, el “velo monetario” de los clásicos fue extendido para cubrir la actividad de los bancos, incluso en las economías contemporáneas fuertemente bancarizadas. Dicha operatoria, si bien es considerada fundamental para el funcionamiento del sistema, parece tornarse irrelevante a nivel teórico, pues lo que está en disputa son los motores de la economía y no su “cadena de transmisión”.

La manera anecdótica de la teoría económica para (no) abordar la problemática del comportamiento bancario, cuenta con un relato igualmente anecdótico. Se supone que en Italia, posiblemente en Florencia, en algún momento al final de la edad media y principios del Renacimiento, un orfebre comenzó a recibir la custodia de los metales preciosos por parte de particulares. Al ver que no era necesario mantener el total de la suma en custodia, este personaje se habría sentado en un *banco* de una *plaza* y habría comenzado a prestar estos tesoros. Los certificados otorgados al portador habrían comenzado a circular como medios de pago dando lugar al dinero bancario. Dicha versión no resiste el menor análisis histórico, los bancos son instituciones harto anteriores. Hay registros en la Mesopotamia, Babilonia, Egipto; y si la historia universal es la historia europea, también pueden encontrarse bancos en las antiguas civilizaciones de Grecia y Roma.

De hecho, el relato histórico verdadero es menos pintoresco y picaresco que el del italiano en el banco de la plaza⁶. Los bancos de la antigüedad estaban estrechamente ligados a la religión y al Estado. Los templos funcionaban como depósitos de distintas mercancías, incluso antes de que existiera el dinero. Una vez aparecido el dinero, la

⁶ De hecho, el mito del banquero italiano no explica siquiera el origen de la palabra banco. No proviene del italiano ni era para sentarse, sino que se deriva etimológicamente del vocablo germánico *bank*, que era la mesa donde trabajaban los cambistas.

función de los templos era recibirlo como depósitos en custodia por parte de los esclavos que aspiraban comprar su libertad (Weber, 1964).

En lo que respecta a los préstamos, casi con exclusividad iban dirigidos para financiar a los Estados. Los bancos mismos eran instituciones públicas, siendo raros los bancos privados, los cuales recién cobrarán ímpetu en los albores del capitalismo (aunque siempre tutelados por el Estado, hasta que la diferenciación funcional dio lugar a los sistemas de los bancos centrales).

El mito del banquero italiano sentado en la plaza naturaliza no solo la idea de que los bancos nacieron como instituciones privadas de la pujante burguesía que se abría camino en la sociedad civil, sino también naturaliza la concepción teórica de que los bancos primero reciben los depósitos y luego otorgan los préstamos (una versión bancaria de la ley de Say, esto es que la oferta crea su propia demanda). Esta versión bancaria del ahorro como precondition para la inversión se la conoce como la *teoría de los fondos prestables*: para que el banco otorgue créditos primero debería hacerse de fondos. Dichos recursos constituyen una cantidad finita, son siempre escasos, y como tales, deben ser administrados de forma eficiente. En tal concepción, los bancos pueden ser vistos, a lo sumo, como agentes que administrarían de forma más eficiente los recursos escasos, canalizando los ahorros hacia la inversión (aunque hoy en día las más de las veces lo hagan hacia el consumo).

En esta visión, los bancos serían instituciones que contarían con capacidades especiales para manejar información, o bien, para gestionar los riesgos implicados en la actividad crediticia. Pero en realidad, tal *expertise* también se encuentra en otro tipo de instituciones financieras. La pregunta sería ¿qué tienen los bancos de especiales? ¿Qué prácticas, saberes y procederes son características esenciales de los bancos?

3- La creación de medios de pago como característica esencial de la actividad bancaria

3.1- Información asimétrica, riesgos y creación de dinero bancario

El sistema financiero cuenta con diversas instituciones, todas ellas se dedican, de diferentes maneras, a celebrar contratos con el resto de los agentes del sistema, asumiendo los riesgos inherentes a su negocio de intermediación financiera. Pero los

bancos tienen algunas características que ameritan distinguirlos del resto de las instituciones financieras: otorgan préstamos, reciben depósitos y crean medios de pago. Cualquier enfoque que se preste a dar una explicación del comportamiento bancario debe primero responder sobre estas características que definen por excelencia a la actividad.

A diferencia de otras instituciones financieras, una parte de los pasivos del banco (los depósitos a la vista) cumplen el papel de medios de pago, ya que pueden ser utilizados por sus titulares para cancelar obligaciones con cargo a esas cuentas. Esta cualidad deriva de la normativa que les permite generar esta clase de depósitos y del rol que les asigna la sociedad en las economías modernas. Creer que la cantidad de medios de pago es responsabilidad exclusiva de los bancos centrales es ignorar: primero, que los bancos centrales son una invención bastante reciente (Weber, 1964), segundo, -y principalmente- que la emisión de billetes y monedas es una fracción menor de la cantidad de dinero que circula en las economías bancarias (Keynes, 1930).

Sin embargo, el enfoque dominante es el ortodoxo (Gurley y Shaw, 1955; Allen y Santomero, 1996), que se circunscribe a ver a la actividad bancaria como un proceso de asignación de recursos entre agentes superavitarios y deficitarios, lo que Kregel (1992) denomina “versión del banco comercial canónico”. El banco, en su práctica de recibir depósitos del público y otorgar créditos, debería lidiar con información asimétrica y distintos tipos de riesgo. Para ello, los bancos estarían mejor preparados que el resto de los agentes, ya sea por la escala con la que operan, la diversificación o el conocimiento que adquieren (Zendron, 2006)

3.1.1- Los bancos como administradores de información

El enfoque de la actividad bancaria como una actividad de intermediación financiera basada en la administración de información asimétrica ha sido desarrollado principalmente por la corriente neo-keynesiana, a partir de los trabajos de Stiglitz y Weiss (1981), y Diamond (1984), entre otros. Esta visión explica la existencia de los depósitos como una delegación del ahorrista hacia el banco, quien estaría en mejores condiciones de tomar decisiones. Los bancos saben a quién prestarle, en qué condiciones y cómo asegurarse el cobro de la suma adeudada.

Por otro lado, los depósitos significan un beneficio también al ahorrista pues le otorga una flexibilidad para retirar la suma prestada que no tendría si el préstamo lo hubiera hecho por fuera del sistema bancario. Por ejemplo, se vería obligado a esperar la maduración de la inversión por parte del sujeto de crédito, o bien, podría estar expuesto a no cobrar nunca, en caso de bancarrota del mismo. Por ello, la relación del crédito es beneficiosa para ambas partes. Como señala Weber (1944): “Racionalmente ambas economías se prometen probabilidades más favorables (cualquiera que sea su clase) de las que en la actualidad se ofrecen sin que medie ese cambio”.

Lo que hubiera sido una relación entre un ahorrista y un inversor, de alguna manera queda tercerizada en manos de los bancos, los cuales a cambio se apropian de un beneficio que extraen de los préstamos. En esa suerte de intermediación delegada, lo que el ahorrista también delega es la captación del interés que paga el deudor. El ahorrista acepta recibir una suma fija a costa de desentenderse totalmente de las potestades y actividades emanadas del acto de otorgar créditos. El banco asume las responsabilidades de la gestión, y con ellas independiza lo que recibe el ahorrista de lo que paga el deudor. En la jerga bancaria, la tasa de interés se escinde en dos, una tasa pasiva y otra tasa activa.

En realidad, este *spread* (margen) del banco no representa una simple separación entre ambas tasas, pues lo que se ha escindido también es la vinculación de un flujo particular de ahorro con otro particular de crédito. El banco trabaja en escala, ya no hay tal *matching* entre prestamista y prestatario. Se trata de dos carteras que obedecen a dos mercados distintos, donde el mismo banco por una ventanilla es demanda, y por otra ventanilla es oferta (Wierzba y López, 2011).

Los préstamos de los bancos son activos que tienen la característica de no ser comercializables, o tienen una comercialización muy restringida (Zendron, 2006). Es decir, tienen poca liquidez. Los bancos se especializan en producir información relevante sobre estos activos “intensivos en información”. Esa información fue generada por el banco, y en buena medida, sólo adquiere validez al interior del mismo banco. En la medida que el banco trabaja más cerca del cliente, la información allí generada difícilmente pueda ser valuada en el mercado para transferirse con éxito. Así, buena parte de la actividad bancaria produce un activo que sólo se valida, técnica y económicamente, al interior del banco, siendo prácticamente irrealizable su transferencia en el mercado. Una excepción, con sus consecuentes problemas, constituyen los productos derivados de los préstamos bancarios, que tuvieron su cuota

de responsabilidad en la propagación de la última crisis financiera internacional (Bleger, 2009). Los bancos buscan profundizar la relación con sus clientes ofreciendo los distintos servicios que les permite la banca universal, tensando una relación que cada vez más se aleja de la mítica situación de competencia perfecta. Por ejemplo, la búsqueda de clientes corporativos (grandes empresas) asegura al banco pasar a tener como clientes a todo la nómina de empleados de la misma, a los cuales se buscará conservar entregando diversos servicios, como tarjetas de crédito, usualmente acompañadas con bonificaciones o descuentos comerciales⁷. En definitiva, se despliega toda una estrategia persuasiva de barreras a la salida para consolidar una clientela, no cautiva pero cautivada, que hace difícil pensar el sector con el enfoque de la competencia perfecta. Mucho menos cliente por cliente.⁸ Los bancos no salen a alta mar, pescan en su pecera.

3.1.2- Los bancos como administradores del riesgo

La actividad bancaria descrita implica que los bancos deben administrar riesgos de diversa índole. Como dijimos, toda actividad financiera implica riesgos, pero la actividad bancaria es intrínsecamente riesgosa por su particular constitución (Zendron, 2006). El pasivo del banco (depósitos) puede ser retirado en cualquier momento, mientras que su activo principal (créditos) es mayormente ilíquido. El activo es ilíquido y el pasivo es líquido.

Este desbalance de liquidez entre el activo y el pasivo se acentúa por un descalce en el balance por la diferencia de plazos. El pasivo bancario, compuesto de depósitos a la vista, puede ser liquidado en cualquier momento, mientras que los préstamos bancarios se pactan por un plazo mayor. Los pasivos son de plazo más corto, y los activos de plazo más largo. En buena medida, los bancos administran estas diferencias apoyándose en la escala de operaciones. Cuanto más clientes tenga el banco, más se atomiza y distribuye (hasta casi diluirse), el descalce de plazo entre activo y pasivo. Como la mandíbula siempre completa de los tiburones, por cada depósito que pierde el banco ante los retiros de un cliente, atrás viene otro a renovarlos.

Siguiendo la tradición de Keynes (1930, 1936), Hyman Minsky (1975, 1986, 1992) dio cuenta de la fragilidad a la que están expuestos los bancos al especular con el descalce de balance. Los riesgos que corren son de distinta clase, cada uno con sus

⁷ Debemos esta observación a Estanislao Malic.

⁸ Incluso las publicidades televisivas de la banca, a diferencia de otras mercancías, más que un medio para tentar nuevos clientes son un mecanismo para tentar y consolidar a los propios clientes ya existentes.

características y tiempos de maduración. Es importante reconocer que dichos riesgos se generan como consecuencia de cada una de las particulares características intrínsecas a la actividad bancaria antes señalada. Por tanto, los riesgos pueden provenir del activo: riesgo de crédito; del pasivo: riesgo de iliquidez; del descalce entre el activo y el pasivo: riesgo de interés, o del mercado: riesgo del mercado.

El riesgo de crédito es el más obvio de la actividad, es decir, tener que afrontar una situación en la que el deudor no pague. Buena parte de la literatura bancaria ortodoxa ha discurrido sobre este tipo de riesgo. Pero dado que (y a pesar que), se trata de un prerrequisito inherente a toda práctica crediticia, esa misma generalidad degrada su potencia explicativa. La mora, la incobrabilidad, son componentes habituales en las finanzas. Pueden ocurrir más allá de la información (y de las intenciones) del prestamista y el prestatario. Además, está lejos de circunscribirse a la actividad bancaria, cubriendo todo tipo de acción de prestar⁹.

El riesgo de interés tiene lugar desde el momento que el activo y el pasivo trabajan con distintos plazos. Como fuera señalado, los depósitos trabajan rotando en un plazo más corto, mientras que los activos lo hacen a un plazo mayor. Entonces, en caso de subir las tasas de interés, el pasivo ajustará más rápido que el activo, encareciendo los costos mientras aun no se han actualizado los ingresos. Si bien la tasa activa y la pasiva se actualizan de forma simultánea, el *spread* implícito disminuye porque los contratos del activo y del pasivo se actualizan a distinta velocidad.

También los bancos enfrentan un riesgo de mercado, por ejemplo, ante la posibilidad de que caigan los precios de los activos negociables de sus balances; y enfrentan un riesgo operacional, relacionado a fallas internas. Pero al igual que el riesgo de crédito, se trata de riesgos que incurren todas las instituciones financieras. En cambio, el riesgo propiamente bancario es el riesgo de iliquidez.

Así como el banco experimenta un riesgo del lado del activo -el riesgo de crédito-, también experimenta otro riesgo del lado del pasivo, no menos importante y característico de la actividad bancaria: el riesgo de iliquidez, básicamente, el riesgo de que los depositantes retiren sus depósitos. En realidad, no hace falta llegar al caso extremo de una corrida, o de retiros masivos. El riesgo de iliquidez puede emerger de un sutil desbalance entre la liquidez del activo y del pasivo.

⁹ Un libro puede ser no devuelto. En el mundo del hampa, el eufemismo policial "ajuste de cuentas" invoca una deuda, que puede ser pecuniaria, material o simplemente moral.

Ya hemos señalado la característica de contar con pasivos de corto plazo mientras los activos gozan de plazos mayores. En caso que el titular de una cuenta lo desee, el banco tiene la obligación de convertir los depósitos a la vista en moneda de forma inmediata. Incluso, no hace falta que el titular quiera retirar los billetes. Ese sería el caso en que se toma al sistema bancario como un todo, pero en el mundo real hay más de un banco: basta con que el titular realice una transferencia a otra entidad bancaria para que el banco experimente un retiro de depósitos.

La falta de liquidez puede ser repentina, y es particularmente riesgosa para los bancos. Como señalara Keynes (1930), en caso de una retirada de depósitos, los bancos pueden verse obligados a malvender sus activos, transformando una crisis de liquidez en una crisis de solvencia (Minsky, 1992).

Para enfrentar tal riesgo, el banco realiza distintas estimaciones y estrategias, pero irremediablemente debe lidiar con la incertidumbre. Para reducir su nivel de incertidumbre, el banco debe disponer de liquidez, la cual -como veremos más adelante-, no sólo implica disponibilidad, sino disponibilidad a bajo costo. Recurrir al sistema interbancario, o a los redescuentos del Banco Central, no es gratuito, implican costos económicos y de reputación. Como señala Sayers (1956, p. 233):

Ahora bien, el que la plena comprensión de las funciones de la banca central haga que todos los activos puedan traspasarse en última instancia al banco central no quiere decir que todos los activos sean "líquidos". El aspecto relativo a evitar pérdidas tiene que tenerse presente, así como el de traspasabilidad de la liquidez

Para comprender la racionalidad de los bancos, es preciso tener en cuenta que enfrentan estos distintos tipos de riesgos que afectan su comportamiento, sobre todo el riesgo de iliquidez.

3.1.3- Los bancos como creadores de medios de pago y de depósitos

Como dijimos, dentro del sistema financiero, la actividad de intermediación no es exclusiva de los bancos. La característica esencial de los bancos es crear dinero y recibir depósitos.

La tradición post-keynesiana ha señalado el camino inverso al de la ortodoxia bancaria en lo que respecta a la causalidad entre reservas, depósitos y créditos. Para los post-keynesianos, los bancos al otorgar créditos crean los depósitos y determinan la variación de las reservas.

Desde que los depósitos a la vista pasaron a ser considerados dinero con igual poder de cancelación que los billetes y monedas, la creación de dinero quedó en su mayor parte bajo la órbita de los bancos.

Para comprender por qué sólo los bancos¹⁰ tienen el privilegio de crear dinero, es necesario reparar en su condición particular de ser tomador de depósitos y otorgante de créditos. Se necesitan ambas acciones para poder crear medios de pago. El entusiasmo por explicar el proceso resaltando el momento fundacional del otorgamiento de préstamos ha llevado a extravíos conceptuales sobre la existencia de los depósitos. Las financieras y el prestamista informal también conceden créditos, pero no crean dinero. Las mutuales captan ahorros, pero no crean dinero. ¿Por qué en algunos casos se crea dinero y en otros no?

Para crear dinero se necesita que la institución esté habilitada por la autoridad monetaria para tomar depósitos de los particulares. Esto no quiere decir que los recursos de los depósitos sean la precondition para otorgar el préstamo, más bien el mecanismo es el inverso. A diferencia del resto de las instituciones financieras, los bancos pueden emitir obligaciones contra sí mismos que son automáticamente aceptados como medio de pago.

Cuando el banco otorga un préstamo no necesita sacar los recursos de los depósitos vigentes. Toda concesión de crédito es realizada mediante el registro de un depósito a la vista en nombre de los sujetos de crédito. Así, el dinero bancario es creado mediante una operación contable (De Lucchi, 2012).

De todos modos, en el Tratado sobre el dinero, Keynes aclara sobre este punto. En el apartado “La función dual de los banqueros” señala el efecto diferente de los depósitos de ahorro y de los depósitos de efectivo. Con los depósitos de ahorro “el banco actúa apenas como un intermediario para transferir el capital de préstamo”, mientras que con los depósitos de efectivo, el banco actúa tanto como un proveedor de dinero para sus depositantes, y también como un proveedor de recursos para sus clientes tomadores

¹⁰ También quedan incluidas las cajas de crédito cooperativas, desde el momento que la legislación vigente les permite tomar depósitos a la vista y conceder créditos. En la República Argentina actualmente existe en funcionamiento una única caja de crédito cooperativa, con un volumen de operación muy pequeño como para influir en la creación de dinero en el sistema financiero argentino.

de crédito. Por tanto, el banquero moderno realiza dos servicios distintos. Provee un sustituto de dinero estatal actuando como una casa de *clearing*, y transfiere pagos corrientes hacia atrás y hacia delante entre sus distintos clientes por medio de un libro de entradas en los créditos y débitos. No obstante agrega:

Pero también actúa como un intermediario con respecto a un tipo particular de préstamo, recibiendo depósitos del público que él emplea en la adquisición de acciones, o en hacer préstamos a la industria y el comercio mayormente para hallar demanda para el capital de trabajo.

Esta dualidad de la función es la clave de muchas dificultades en las teorías del dinero y del crédito modernas, y fuente de algunas serias confusiones de pensamiento.

Para explicar esta confusión que no permite advertir la diferencia, Keynes hace uso de la taxonomía monetaria que presenta en el primer capítulo del Tratado, categorizando los tipos de dinero. Así, señala que cuando imperaba el dinero mercancía, no había conexión íntima entre la oferta de unidades de dinero y un tipo particular de crédito. El problema aparece cuando se impone el dinero representativo (aquel que surge como deuda del Estado que puede usarse por sí sola para cancelar obligaciones, por tanto ser dinero propiamente dicho). Para producir dinero representativo no se necesitan recursos reales, por tanto, cuando el público mantiene más unidades de dinero representativo, aquellos que emiten el dinero tienen una suma de dinero disponible para prestar por igual valor de los recursos reales que el público esté dispuesto a renunciar, como precio a pagar por la conveniencia de mantener una mayor cantidad de efectivo.

Siguiendo a Keynes, el siguiente paso tiene lugar cuando aquellos que emitieron el dinero representativo (en la forma de dinero bancario) lo combinan con la función de actuar como intermediarios para capital de préstamo, y, además, agrupan los recursos obtenidos por este medio con aquellos que obtuvieron como proveedores de dinero representativo, y luego procedieron a prestar como un fondo único la mezcla obtenida por estas dos operaciones distintas.

Keynes admite que tiempo atrás era más sencillo distinguir entre depósitos de ahorro y depósitos de efectivo. Al comienzo, los depósitos bancarios eran predominantemente

depósitos de ahorro, mientras que las notas de banco cumplían los propósitos de las cuentas corrientes de la actualidad¹¹.

Baiocco y Cañellas, profesores de la Universidad de Buenos Aires, enseñaban en 1953 que la expresión inglesa "*loans makes deposits*" (los prestamos crean depósitos) era cierta, pero sólo en un sentido relativo. Para ver el efecto final había que diferenciar los depósitos primarios o directos, conformados por las reservas y disponibilidades de la colectividad que afluyen a los bancos, mientras que los depósitos secundarios, derivados o "creados" son los que resultan de las acreditaciones de acuerdos de crédito hechos por los bancos a las clientelas. Cañellas (1967) advierte, igual que Keynes, la diferencia entre la función de intermediario y la de creador de moneda:

De esta diferencia en los orígenes resultan también dos aspectos económicos bien diferenciados: en los depósitos directos la banca es solo intermediaria y actúa en función de custodia del dinero; que circula con iguales efectos que la moneda fiduciaria, aunque con diferentes instrumentos" (Cañellas 1967, p. 71)

Cañellas reconoce que en la medida que en las economías modernas se imponen los depósitos de cuenta corriente, la función predominante será la de crear moneda. Pero otra vez, ello dependerá de que las operaciones no salgan de las cuentas corrientes recíprocas del sistema bancario.

Los bancos evidentemente crean moneda, el dinero bancario; pero esa creación no es permanente ni ilimitada. Ponen transitoriamente un poder adquisitivo a disposición de las clases activas, pero los medios de pago así creados al terminar su ciclo vuelven al banco por autoliquidación" (Cañellas 1967, p.68).

Estas disquisiciones sobre la creación de dinero bancario están íntimamente relacionadas con las discusiones sobre el orden de causalidad entre el ahorro y la inversión. El dinero pasivo o endógeno, dependerá de la concepción que se tenga del funcionamiento del sistema bancario en las economías monetarias de producción.

¹¹ Keynes recuerda que en Inglaterra la reforma bancaria de 1844 suprimió las notas de banco, y con ella la distinción de ambos tipos de operaciones.

4- La teoría del dinero pasivo y la teoría de la preferencia por la liquidez bancaria en la tradición post-keynesiana

La idea keynesiana de la inversión anticipándose al ahorro presentada en la Teoría General (1936) fue resistida por los defensores de la ortodoxia de los fondos prestables. Al año siguiente, Keynes publicó un artículo llamado “La teoría ex-ante de la tasa de interés” en el cual agregó un nuevo motivo para la demanda de dinero, el motivo financiamiento. Allí Keynes aclara la diferencia entre el proceso de financiamiento (*finance*) y el proceso de fondeo (*funding*). El proceso de financiamiento tiene lugar en el intervalo entre el planeamiento y la ejecución de la inversión, es la etapa de compra de los activos para iniciar el proceso productivo. En cambio, el proceso de fondeo se refiere a “la canalización de una parte del ahorro agregado para compatibilizarlo con los flujos de caja de la inversión realizada”. El financiamiento para comenzar una inversión en una economía monetaria no necesita ahorro previo, proviene del crédito bancario. Keynes hace referencia a este financiamiento en tanto fondo renovable creado por los bancos. La inversión puede contraerse por la falta de liquidez, no por la falta de ahorro.

Los bancos emiten su propio pasivo que sirve como medio de pago. Los depósitos, por tanto el dinero bancario, o sea, la mayor parte del dinero de las economías modernas, pasa a ser una variable endógena, lo cual implica que la cantidad de dinero en la economía es endógena.

4.1- El dinero pasivo en Julio H.G. Olivera

Como señalara Julio H. G. Olivera (1966), la mayor parte de la teoría económica siguiendo a Ricardo, Walras, Keynes, Patinkin, Friedman (expresiones de la economía clásica, neoclásica, keynesiana, síntesis, y monetarista) se basó en una teoría del dinero activo, es decir, que el dinero entra como dato en el modelo. Olivera usa la expresión dinero activo y dinero pasivo, para referirse a dinero exógeno y dinero endógeno.

La cantidad de dinero puede ser introducida en el sistema de equilibrio general como dato, cuyo valor es independiente del sistema, o como incógnita, subordinada a las condiciones del equilibrio económico. Podemos distinguir estas posibilidades con los nombres de dinero activo y dinero pasivo, respectivamente.

La terminología de Olivera en principio viene a significar lo mismo que la popularizada por las corrientes modernas. El dinero activo es un dato, una variable independiente, por tanto es exógeno, y el dinero pasivo es una incógnita, una variable dependiente, por tanto es endógeno. El sentido es el mismo. Pero “activo/pasivo” brindan más información que “exógeno/endógeno”. Este último binomio sólo se refiere a la independencia o dependencia de una variable. En cambio, los vocablos de Olivera no solo dan cuenta del sentido en la relación funcional, sino que también agregan información cualitativa. Dotan de acción a la exogeneidad, y de pasividad a la endogeneidad. La perspectiva está depositada en la agencia, más que en una mera relación funcional. En términos epistemológicos, la expresión “dinero pasivo” constituye un término teórico más complejo que “dinero endógeno”. El dinero endógeno yuxtapone conceptos teóricos con conceptos lógico-matemáticos, en cambio, dinero pasivo mantiene ambas expresiones en el orden de una variable teórica.

Además, las expresiones activo y pasivo constituyen adjetivos del sustantivo dinero. El sustantivo puede pasar de activo a pasivo y viceversa, en cambio las expresiones dinero endógeno y dinero exógeno se usan como definiciones enfrentadas. Olivera parece necesitar dejar abierta la puerta para que el dinero pueda pasar de activo a pasivo según las circunstancias.

De todos modos, más allá de las especulaciones en la definición nominal, como definición taxativa, el dinero pasivo o endógeno remite a la misma idea. Y en cierto punto, es amorfa en términos teóricos. El concepto de dinero endógeno en sí mismo puede encontrarse en distintos *corpus* teóricos de los más variados, tanto en la heterodoxia como en la ortodoxia. De hecho, hoy día difícilmente se pueda encontrar un autor que sostenga lo contrario. Por tanto, el concepto y la forma de llamarlo no dicen mucho si no se explora cómo entra en el modelo y cuáles son sus implicancias. Se debería tener en cuenta si se trata de una herramienta teórica, o de un concepto que remite a la empírea. Y en todo caso, cuál es la relación entre teoría y empírea. ¿Se ha de cumplir siempre en las economías monetarias de producción o su alcance está temporalmente acotado? Allí, las posiciones teóricas diferirán.

El dinero pasivo en Olivera remite a una posibilidad teórica, sustentada en experiencias históricas determinadas, como ser durante la vigencia del patrón oro o “la política monetaria norteamericana desde la Segunda Guerra Mundial hasta el acuerdo de 1951 entre la Reserva Federal y la Tesorería” (Olivera, 1968; p. 2). Olivera trabaja con un modelo de equilibrio general, en el cual el dinero se vuelve endógeno al

determinarse de forma exógena el precio de una mercancía patrón. La primera situación que señala es la del “patrón mercancía”, como puede ser un metal precioso, por ejemplo, durante el patrón oro. Para este caso, como antecedente de dinero endógeno, Olivera cita a Carlos Marx:

El análisis monetario de C. Marx basado en el supuesto de que existe un patrón metálico, trata claramente a la cantidad de dinero como variable endógena (El capital, libro primero, capítulo III, párrafo II b).

Una “segunda situación” es la que llama “patrón trabajo”, identificándola en aquellas economías donde el salario nominal se vuelve la variable determinante de la cantidad de dinero. En ese caso cita a John Hicks (1955):

...el mundo en que vivimos es uno en que el sistema monetario se ha vuelto relativamente elástico de tal modo que puede acomodarse a cambios en los salarios, más bien que a la inversa.

Finalmente, dentro del “género de sistemas con dinero pasivo”, Olivera identifica una “tercera especie”, que denomina “patrón crédito”, definido de la siguiente manera: “En esta hipótesis la tasa de interés monetaria es exógena, y la cantidad de dinero, endógena”. Para este caso, Olivera introduce al sistema bancario:

...el caso se presenta, verbigracia, cuando el sistema bancario prescribe la tasa de interés sobre préstamos, en tanto que la cantidad de dinero se determina por el funcionamiento del mercado.

Como antecedente, en este caso Olivera cita a la Thomas Tooke (1844), la *banking school* y a Knut Wicksell (1898).

Olivera señala con asombro que no existen modelos explícitos del sistema económico formulados bajo esta hipótesis (dinero pasivo o endógeno), lo que considera una

“laguna analítica, que será preciso llenar con miras a un concepto más adecuado y realista de los procesos monetarios”.

Ese realismo, Olivera lo encontró en la necesidad de explicar los procesos inflacionarios que caracterizaban a las economías latinoamericanas desde mediados de siglo XX. Así, el dinero pasivo surgió como necesidad teórica de compatibilizar la “inflación estructural” con una teoría del dinero. En el debate con los monetaristas, la posición estructuralista latinoamericana encontró en Olivera sustentos para rebatir la causación entre el nivel de precios y la oferta monetaria.

Para Olivera, el dinero activo no siempre está separado del dinero pasivo por una línea de demarcación neta.

Frecuentemente se presentan combinados en los hechos. Si los precios son inflexibles hacia abajo, el nivel de precios fija un mínimo a la cantidad de dinero. Debajo de ese límite pasivo el equilibrio económico no es posible. Pero en cantidades mayores, dada la flexibilidad ascendente de los precios, el dinero se torna activo.

Hay espacio para la inflación propiamente monetaria, por tanto Olivera plantea un “modelo mixto, que incluya las dos formas de comportamiento del dinero, el que se acerque en mayor grado a los procesos de la realidad”.

Un par de años después¹², al investigar la relación entre el dinero pasivo y el crecimiento, Olivera (1971) vuelve a sugerir la posibilidad abierta de la existencia de dinero activo y pasivo en la realidad, aunque se incline las más de las veces por esta última:

...con mayor o menor amplitud según las circunstancias, la cantidad de dinero se comporta como variable de ajuste. En lugar de adaptarse los precios y salarios a la oferta monetaria –según la teoría tradicional. Con frecuencia es la cantidad de dinero la que debe adecuarse a los movimientos de precios y salarios.

¹² Olivera da cuenta de comunicaciones presentadas por él en sesiones públicas del Colegio de Graduados en Ciencias Económicas, Buenos Aires, 1968.

La economía contemporánea es, en gran parte, lo que puede calificarse como un sistema de dinero pasivo.

Olivera concluye que “dista mucho, pues, de ser indiferente la elección entre el supuesto de dinero activo y el de dinero pasivo”.

En su último trabajo sobre la materia (Olivera, 1982), se ocupó de llevar el enfoque del dinero pasivo al plano internacional, prescribiendo una “hegemonía monetaria” de un único país capaz de fijar tanto su oferta monetaria interna como su tipo de cambio, y de hacerlo de forma estable, confirmando la “supremacía y poder” de dicho país. La masa de liquidez internacional pasa a ser una variable endógena cuya adaptación a las necesidades de las transacciones se procura de forma deliberada mediante los DEGs (Derechos Especiales de Giro), las cuotas del FMI y otros activos de reserva. En ello, Olivera advierte “relaciones internacionales de dependencia económica”, en base a la posición hegemónica del país que monopoliza la emisión del instrumento de pago internacional por sobre los países que emiten moneda fiduciaria solo de alcance nacional.

Los post-keynesianos que trabajan con la hipótesis de dinero endógeno, excluyen la posibilidad de que el dinero se pueda comportar de otra manera. Además, no compartirían conceptos y supuestos presentes en los trabajos de Olivera, como el análisis de “equilibrio general”, la “existencia continua de ocupación plena”, las “funciones de producción”, “las funciones de utilidad”, “la ley de Walras”, y los “factores retribuidos conforme al principio de la productividad marginal”.

De todos modos, la definición de dinero pasivo de Olivera es independiente de estos conceptos. No requiere de ellos sino que el autor explora el comportamiento del dinero pasivo tanto en escenarios neoclásicos como keynesianos, siguiendo un interés teórico. De alguna manera, estas pruebas teóricas de la compatibilidad del dinero pasivo en distintos *corpus* teóricos, en principio incompatibles, constituyeron un adelanto de Olivera a la hegemonía que tiene el dinero endógeno en los teóricos monetarios de todas las corrientes teóricas en las últimas décadas.

4.2- La visión post-keynesiana: horizontalistas y estructuralistas

Dentro de la literatura post-keynesiana hay dos corrientes de dinero endógeno que otorgan distinta importancia a los bancos como agentes fundamentales del proceso de creación de dinero. Para un exhaustivo tratamiento de las corrientes puede seguirse a De Lucchi (2012). En esta ocasión, sólo señalaremos los lineamientos fundamentales y su relación con los temas del presente trabajo, es decir, aquello que permita ayudar a esclarecer las motivaciones que están por detrás del comportamiento observado de los bancos privados.

4.2.1- La visión horizontalista

La corriente horizontalista fue desarrollada por autores como Kaldor (1982), Moore (1988) y Lavoie (1992). Dicha literatura considera que los bancos crean dinero porque cuentan con suficiente libertad para acomodarse a la demanda de créditos. Para ello, el Banco Central cumple una función primordial al proveer toda la liquidez requerida, pues la autoridad monetaria privilegia en todo momento la seguridad del sistema. Entonces, en el caso que los bancos necesiten aumentar sus reservas, el Banco Central dispondrá tales recursos a través de redescuentos, o de operaciones de mercado abierto, manteniendo fija la tasa de interés. En ese sentido, se dice que es una visión “acomodacionista” pues el Banco Central acomoda toda la demanda de reservas a la tasa de interés dada.

Este acceso a liquidez a una tasa fija permite a los bancos realizar todos los préstamos que le sean demandados, siempre y cuando el solicitante sea considerado solvente por el banco. En esta situación, la oferta de crédito bancario sería horizontal a la tasa de interés fijada por el Banco Central, de allí la denominación “horizontalistas”. Toda demanda de crédito sería pasivamente acomodada por los bancos.

El dinero pasa a ser endógeno, pues los bancos lo crean pasivamente ante el pedido de la demanda. Todo proyecto considerado solvente será pasible de recibir un crédito.

A pesar de adscribir a una teoría de dinero endógeno, la corriente horizontalista no dedica un tratamiento especial a los bancos. Estos crean dinero, pero de forma pasiva. Las instituciones bancarias vuelven a ocupar un lugar de intermediarios, esta vez entre el Banco Central y los tomadores de crédito. Dicha corriente no está interesada en elucidar la racionalidad de los bancos privados, los cuales son reducidos una vez más a meros intermediarios que crean dinero pasivamente ante los pedidos de la demanda

considerada solvente. No hay lugar para problemas de liquidez o de racionamiento del crédito. La literatura horizontalista poco aporta para un análisis del comportamiento de los bancos como agentes activos del sistema financiero.

4.2.2- La visión estructuralista

Otra posición dentro de la literatura post-keynesiana de dinero endógeno es la llamada “estructuralista”, conformada por autores como Minsky, Kregel y Wray. Para dicha corriente, los bancos cobran mayor autonomía respecto del Banco Central y del público. La autoridad monetaria puede no acomodarse a las demandas por reservas, llevando a cabo una política restrictiva a través de los redescuentos y de las operaciones de mercado abierto. Por el otro lado, los bancos tampoco esperan que el público se decida sobre los depósitos. Para los estructuralistas, los bancos no actúan pasivamente, sino que cuentan con grados de libertad para tomar decisiones que repercutirán en el sistema económico. De allí que tal enfoque ofrezca mayores oportunidades para el estudio del comportamiento de las instituciones bancarias.

Cabe tener presente que si bien los bancos crean depósitos a través de los préstamos, nadie pide préstamos para mantenerlos depositados. Los depósitos son creados para ser gastados o transferidos a otros agentes, los cuales pueden pertenecer a otro banco. Entonces, sólo una parte de los depósitos creados a partir de los préstamos son retenidos en el banco que otorgó el préstamo (Tobin, 1998), apenas en la proporción según su participación en el sistema bancario y de su tamaño respecto a los demás bancos. Ante este problema, Keynes en el Tratado sobre el dinero (1930) señala que cada banco debería otorgar nuevos préstamos para crear depósitos al ritmo suficiente hasta equilibrar los depósitos transferidos y los depósitos recibidos de otros bancos.

Recapitulando, para los horizontalistas, la variable relevante es la demanda de empréstitos la cual siempre va a ser acompañada por el Banco Central, mientras que los bancos juegan un rol pasivo. En cambio, para los estructuralistas, el volumen de crédito y de depósitos no depende exclusivamente de las decisiones de los clientes, y tampoco puede descontarse el apoyo del Banco Central. En cambio, es fundamental el comportamiento activo de los bancos, los cuales buscan optimizar ambos lados de su hoja de balance.

5- Comportamiento de los bancos: racionamiento del crédito y preferencia por la liquidez

5.1- Racionamiento del crédito

Es una realidad evidente que los bancos no otorgan préstamos a todo aquel que lo solicite. Sin embargo, el uso coloquial del término racionamiento puede dar lugar a confusiones. Igual recaudo se aconseja en su uso teórico, pues diversas corrientes no sólo difieren en la explicación del fenómeno sino en la definición del mismo. Incluso pueden usar otra terminología. Los autores de la “doctrina de la disponibilidad”¹³ de la década del cincuenta hablaban de un “desequilibrio” en el mercado de crédito; desde la década del sesenta, los autores neo-keynesianos preferían hablar de “equilibrio con racionamiento”; mientras que desde los años setentas, algunos autores post-keynesianos consideraron más apropiado decir “restricción de racionamiento”.

En la actividad bancaria, diversas situaciones configuran el no otorgamiento de un crédito a clientes que lo solicitan, sin embargo, ello no implica racionamiento del crédito en los términos de la literatura de teoría bancaria. Siguiendo a Freixas y Rochet (1997), no es suficiente que la demanda de crédito supere a la oferta de crédito para hablar de racionamiento. Por ejemplo, no habrá racionamiento si el motivo por el cual el préstamo denegado se debe a que la garantía del prestatario es insuficiente (Balternsperge, 1976). Tampoco se considerará racionamiento si el no otorgamiento del crédito se debe a que el prestatario desea un préstamo de mayor importe a un tipo de interés dado (el crédito no es un bien perfectamente divisible, por tanto el mayor riesgo configura un tipo de interés como una función no lineal). Lo mismo ocurre cuando los rendimientos son decrecientes a escala, el banco presta una cantidad máxima a un tipo de interés dado (Freimer y Gordon, 1965) sin que ello implique racionamiento. También quedan afuera de la definición de racionamiento cuando algunas clases de prestatarios están excluidos totalmente del mercado de crédito, por no tener flujos de caja futuros suficientes o garantías para respaldar sus créditos. Estos casos constituyen “*redlining*”, una exclusión por línea roja, es decir, se aplica un filtro para evaluar si los clientes potenciales califican para ser tomadores de crédito. Para estos autores, tal exclusión es una práctica habitual de la actividad bancaria, pero no implica racionamiento de crédito, aunque dicha expresión se utilice de modo coloquial. No obstante, tal definición puede estar pasando por alto un racionamiento,

¹³ La doctrina de la disponibilidad se explica más adelante en el trabajo.

pues el banco siempre podrá objetar, de forma unilateral e inapelable, que el cliente no califica para el crédito.

Para llegar a una definición más ajustada del problema del racionamiento, comenzaremos con una primera definición, muy amplia, para luego complejizarla según las distintas corrientes teóricas. En esta definición sucinta, diremos que hay racionamiento de crédito cuando al tipo de interés dado, existen demandantes que no pueden obtener el financiamiento que solicitan, y esa situación persiste aunque se produzca un incremento en la tasa de interés. Es decir, hay demandantes que serán excluidos aunque estén dispuestos a pagar el precio de mercado, o incluso más. El mercado de crédito “no se vacía”. Para hablar de racionamiento, el potencial cliente tiene que efectivizar un pedido de crédito al banco, y este tiene que negárselo. No se trata de una necesidad operacional, sino que hace al elemento conceptual. De no ser así, el racionamiento se confundiría con el vaciamiento de mercado. Si fuera que el demandante desiste de su pedido porque el precio le parece elevado, no se trataría de racionamiento sino de un mercado que se ha vaciado.

En ausencia de regulaciones, la situación de racionamiento no sería corriente en la mayoría de los mercados de bienes (aunque sí en el mercado de trabajo¹⁴), pues no tendría sentido económico excluir a alguien que viene a comprar y está dispuesto a pagar el precio acordado. En cambio, veremos que el mercado de crédito tiene particularidades que hacen del racionamiento una práctica habitual.

Década del cincuenta: racionamiento por doctrina de la disponibilidad

Durante la década del cincuenta, la economía de posguerra había configurado una serie de intervenciones del Estado y regulaciones que alcanzaban también al sector bancario. En esos años, a través de autores como Roosa (1951), Smith (1956), Scott (1957) y Kareken (1957, 1959) se desarrolló la “doctrina de la disponibilidad” como teoría de la oferta de crédito bancaria¹⁵, que derivó en una teoría sobre el racionamiento (Rodríguez Brito, 1995). Según la teoría de la disponibilidad, la venta de bonos del gobierno incrementaba el rendimiento de los bonos induciendo a los bancos

¹⁴ En el mercado de trabajo, en vez de racionar la demanda se raciona la oferta. No es casual que el enfoque teórico neo-keynesiano en torno a las “fallas de mercado” se haya desarrollado en el mercado de trabajo y en el mercado de crédito, dos mercados constitutivos del sistema capitalista.

¹⁵ Según la teoría de la disponibilidad, el gasto real podía ser manejado a través de pequeñas oscilaciones de los tipos de interés de los bonos del gobierno mediante operaciones de mercado abierto. Aunque el gasto fuera inelástico con respecto a los tipos de interés, el control era eficaz ya que operaba a través de la disminución de los fondos en poder de los bancos, en vez de hacerlo con un incremento del coste de dichos fondos. Esta teoría se basaba en la unión entre las variaciones de los tipos de interés de los bonos gubernamentales y la disponibilidad de crédito para el sector privado (Rodríguez Brito).

a reorganizar sus carteras en provecho de estos y en detrimento de los préstamos al sector privado. Siguiendo a Rodríguez Brito “Así, la denominada teoría de la disponibilidad, aunque no era estrictamente una teoría del racionamiento del crédito bancario, permitía explicar la aparición de éste bajo determinadas condiciones de rigidez de los tipos de interés”.

La existencia de límites a los tipos de interés que los bancos podían aplicar, tanto en sus operaciones activas como pasivas, daba lugar al racionamiento del crédito. Las restricciones institucionales disponían los tipos de interés activos. Si estos eran inferiores a los que vaciarían el mercado, aparecía un exceso de demanda de crédito que no podía ser eliminado.

Según Jafee (1971), la doctrina de la disponibilidad explicaba el racionamiento ante una necesidad descriptiva, atendiendo a factores institucionales que volvían imperfectos a los mercados, y sus autores apenas diferían en la velocidad de ajuste del tipo de interés:

La naturaleza de la discusión del racionamiento del crédito a comienzos de los años cincuenta era, fundamentalmente, institucional y descriptiva. Se centraba en las imperfecciones de los mercados crediticios. Durante este período se podrían distinguir tres visiones alternativas sobre el racionamiento del crédito:

- 1) El tipo de interés de los préstamos se ajusta lentamente y el racionamiento es importante. En esta línea de argumentación se sitúan autores como Roosa (1951) y Scott (1957).
- 2) El tipo de interés se ajusta rápidamente y el racionamiento del crédito no es importante. (W. Smith, 1956).
- 3) El tipo de interés es fijo sólo a corto plazo y por lo tanto el racionamiento es un fenómeno de corto plazo. Argumento defendido por Samuelson (1952).

El fundamento del racionamiento no parecía desprenderse de una lógica propia del mercado bancario, sino la reacción estipulada para todo mercado que experimenta una regulación estatal. Cuando dichas restricciones se fueron levantando, y el racionamiento seguía vigente, hubo que ensayar nuevas respuestas al fenómeno.

Desregulación financiera, riesgo y racionamiento

Durante la década del sesenta los mercados se fueron liberalizando. La regulación de la actividad financiera de la posguerra fue dejando lugar a la desregulación del sistema financiero en la mayoría de los países desarrollados, la cual se profundizaría en las décadas siguientes (Eatwell y Taylor, 2006).

La elevación de la inflación en los años sesenta desvió fondos prestables desde los bancos hacia los mercados financieros, en los cuales las empresas colocaban directamente sus pasivos. La dificultad para competir con los tipos de interés activos dio lugar a una reducción del tipo de interés real pagado por los prestatarios, que aumentaban así su demanda de crédito. Esta menor oferta y mayor demanda redundó en racionamiento.

La liberalización de los mercados financieros en la mayoría de los países desarrollados debilitó la explicación del racionamiento basado en la regulación gubernamental sobre la tasa de interés. La explicación tendió a buscarse en el comportamiento racional de los bancos, los cuales pasaban a maximizar sus beneficios. A pesar del racionamiento impuesto por los gobiernos, los mismos bancos racionaban para maximizar el beneficio. El “desequilibrio” pasó a considerarse “equilibrio con racionamiento”.

El cambio de enfoque fue radical. A diferencia de la doctrina de la disponibilidad, que operaba bajo un esquema clásico de oferta y demanda con precio máximo, como si se tratara del mercado de las naranjas, algunos autores fueron levantando supuestos del modelo de competencia perfecta neoclásico. Básicamente, las características de los demandantes no son irrelevantes, siendo fundamental para el banco la calidad de sus clientes respecto a su capacidad y voluntad de honrar sus compromisos.

Década del sesenta: racionamiento por relación clientelar

Algunos autores de este período son Hodgman (1959, 1960, 1961), Freimer y Gordon (1965), Jaffee y Modigliani (1969), Alchian (1969). Entre ellos, Hodgman fue el primero en criticar la doctrina de la disponibilidad, al postular que el motivo por el cual el banco no elevaba los tipos de interés de los préstamos, aún con exceso de demanda, era debido al riesgo de crédito.

En estos modelos, el banco busca conservar a sus clientes de mejor calidad otorgándoles tasas inferiores al nivel que vacía el mercado. Por su parte, los clientes tienen un incentivo para cumplir con su banco y no perder su trato de privilegio, afianzando lazos de fidelidad. Para ello, se podía plantear una negociación entre los depósitos de las empresas y las facilidades del crédito a recibir. En cambio, el resto de la clientela se expondrá a racionamiento del crédito. Gráficamente, el racionamiento

podía representarse con una curva de oferta que alcanzaba un máximo a cierta tasa de interés, y luego se “doblaba para atrás” evitando el encuentro con la demanda. Es decir, a mayores tasas el banco prefería racionar el crédito privilegiando la relación con sus mejores clientes.

Freimer y Gordon (1965) se valieron de la curva de oferta de Hogdman para desarrollar una teoría del racionamiento del crédito por falta de rentabilidad. Sostenían que el tamaño del préstamo demandado por un prestatario individual podía exceder el del préstamo ofertado por un banco a cualquier tipo de interés. Esta situación, según ha señalado Freixas y Rochet, no debería ser considerada como una de racionamiento del crédito.

Jaffee y Modigliani (1969) sostuvieron que los bancos maximizan sus beneficios racionando el crédito, porque al banco le es imposible discriminar precios debido a razones institucionales o administrativas. Demostraron que dicha imposibilidad de discriminar por precios llevaba a una discriminación por cantidades: los clientes con demanda más elástica serían racionados.

El modelo de Jaffee y Modigliani se fundamentaba en el hecho de que los bancos estratifican a las empresas en grupos a partir de factores objetivos, como la participación en el sector y el tamaño de la empresa. El banco fija un único tipo de interés para cada grupo, aunque las empresas que lo integren puedan ser diferenciadas con respecto al riesgo de sus proyectos y a la cantidad demandada de préstamos. Los bancos racionan a las empresas pertenecientes a determinados grupos que, según su percepción, se proponen llevar a cabo proyectos de inversión con un nivel de riesgo más alto.

Por su parte, para Alchian, el racionamiento provenía del hecho que los bancos y sus clientes preferían un ajuste por cantidades antes que un ajuste vía tasa de interés. Los precios contienen una información incorporada cuya utilidad disminuye si se producen variaciones repetidas e inesperadas en los mismos. Siguiendo ese argumento, los bancos y sus clientes preferirían firmar contratos con tipos de interés estables durante plazos más largos, para no lidiar con las fluctuaciones de un tipo de interés de referencia.

Siguiendo a Rodríguez Brito, a pesar que en las últimas décadas el incremento en la volatilidad de los tipos de interés ha impuesto los contratos a tasa variable para eliminar el riesgo de interés de las operaciones, “la variabilidad de los tipos de interés de los créditos es menor que la correspondiente volatilidad de los tipos de interés monetarios, lo que explica que tras una restricción crediticia pueda existir un exceso de demanda de crédito que tarde en desaparecer”.

Década del setenta: racionamiento por operaciones no homogéneas

Durante la década del setenta se desarrolló una perspectiva microeconómica en base a los trabajos de Lindbeck (1962), Jaffee (1971), Koskela (1976 y 1979) y Baltensperger (1978). Estos autores brindaron una explicación de cómo era posible que los bancos pudieran estar maximizando sus beneficios al racionar el crédito. El argumento principal consistía en que en el mercado de crédito las operaciones no eran homogéneas, por tanto las características de los prestatarios eran fundamentales para el banco.

Los mercados de crédito no pueden tratarse como un simple mercado de naranjas. A diferencia de una mercancía cualquiera, en el mercado de crédito la operación de compra venta no se concreta en un único paso temporal, sino que está mediada en dos momentos. El prestamista entrega un monto al prestatario, el cual, por medio de una promesa de pago, se compromete a devolverlo en un segundo momento. La concreción de la operación está diferida en el tiempo. Por ello, las características de los demandantes no son irrelevantes. En el mercado de crédito es fundamental para el banco la calidad de los deudores, es decir, la certidumbre de que honrarán sus compromisos, la cual tendrá asociada determinados costos de administración. En un mercado de una mercancía cualquiera que se paga sin financiamiento, la calidad del comprador se resuelve de forma instantánea en la compra venta. En cambio, en el mercado de crédito ello se revela al final.

Década del ochenta: racionamiento neo-keynesiano por información asimétrica

Autores neo-keynesianos como Keeton (1979), Stiglitz y Weiss (1981), Allen (1983), Jaffee y Russell (1984), Nakamura (1984), Bester (1985), Blinder (1987), Riley (1987), Besanko y Thakor (1987), Bester y Hellwig (1987) parten de un enfoque microeconómico para dar cuenta del racionamiento del crédito en base a problemas de

información asimétrica por los cuales el banco no puede distinguir entre los potenciales clientes¹⁶.

El incremento del riesgo lleva al banco a cobrar una tasa de interés mayor, pero sigue sin poder identificar a los clientes, los cuales se les presentan todos idénticos en términos de la solvencia percibida por el banco. A su vez, la elevación de la tasa de interés puede atraer prestatarios de mayor riesgo. El banco debe elegir entre incrementar aún más la tasa de interés debido a estos prestatarios de alto riesgo, pero debido a la asimetría de información, está incapacitado para distinguir los “buenos” deudores (de bajo riesgo) de los “malos” deudores (de alto riesgo). La solución que el banco encuentra para maximizar su beneficio bajo estas condiciones es racionar el crédito.

Stiglitz y Weiss han señalado que la tasa de interés afecta la fragilidad financiera del tomador del crédito, y por tanto su posibilidad de honrar los compromisos contraídos. El argumento se basa en la “asimetría de información”, que da lugar al “riesgo moral” (existente en Keynes)¹⁷ y la “selección adversa”. El aumento de la tasa de interés no sólo aumenta el retorno de los créditos que son pagados, sino que al mismo tiempo disminuye la probabilidad de que efectivamente terminen siendo créditos pagados. Esto es así porque el tomador debe contraer mayores riesgos (riesgo moral), y los agentes más conservadores desisten de tomar empréstitos (selección adversa). El resultado para el banco es: créditos con mayor retorno, pero con menor probabilidad de ser cobrados.

El racionamiento de crédito vendría a mitigar estos problemas de “asimetría de información”. Bajo este enfoque, el banco debe poner una tasa de interés de manera que sea suficientemente alta para proporcionar buenos retornos, pero a la vez sea lo suficientemente baja para evitar las situaciones de *default*.

Este racionamiento neo-keynesiano es un racionamiento salomónico, corta al niño por la mitad. Puede ser racional y prudencial para el banco, pero es arbitrario a la hora de

¹⁶ Luego surgieron autores que plantearon una variante respecto al momento que operaba la información asimétrica. Los primeros la plantearon ex-ante el contrato, y otros la plantearon ex-post contrato. Entre estos últimos están Diamond (1984), Gale y Hellwig (1985), Williamson (1986 y 1987) y Bernanke y Gertler (1989). En este caso, para el banco es costoso conseguir información de la empresa mientras esta lleva a cabo el proyecto de inversión.

¹⁷ A favor del término keynesiano del neologismo “neo-keynesiano” en la Teoría General hay una temprana referencia al “riesgo moral”. Precisamente Keynes la utiliza para hablar de riesgo de crédito y los “métodos de la organización bancaria y financiera existente”. Dice Keynes: “Esto tiene una importancia especial si la estimación del riesgo moral es apreciable; porque cuando el riesgo se debe a que el prestamista dude de la honradez del solicitante, no hay nada en la mente de este último, quien no intenta proceder de mala fe, para equilibrar el cargo mayor que resulta”, op. cit., p. 207.

decidir cuál de los clientes queda excluido. Tampoco garantiza que la elección del cliente haya sido la correcta para el banco.

Década del noventa: racionamiento post-keynesiano por incertidumbre

Como hemos visto, el racionamiento se fue estructurando en torno al riesgo de crédito. De allí la preocupación por la moral del prestatario, ya sea que se los pueda diferenciar o deban pagar justos por pecadores. Cabría señalar que, además de la compra a crédito, o una compra donde el pago se realice en un momento posterior a la enajenación del bien, el temor por la calidad del cliente podría estar presente también en el alquiler de un bien, o en la prestación de un servicio, siempre y cuando se cancele el pago al final, por ejemplo: irse de un restaurante sin pagar, bajarse de un taxi sin pagar, o huir con una bicicleta alquilada. Claro que todas estas acciones de “paga Dios”, como el *default* de un crédito, no son inocuas para la reputación del que las comete. Por tanto, cuesta pensar que la racionalidad de los bancos se arma principalmente en base a la sospecha generalizada, no sólo de la poca calidad moral, sino de la irracionalidad de los clientes que aparentemente no internalizan los costos de sanciones al quedar en descubierto ante el damnificado.

Los post-keynesianos como Wolfson también incorporan el riesgo de crédito, pero de una manera distinta al enfoque neo-keynesiano. El nivel microeconómico con asimetrías de información es reemplazado por el macroeconómico con asimetrías de expectativas. Además, el problema neo-keynesiano de no poder distinguir clientes merecedores de crédito y clientes no merecedores, es cambiado de cuajo. Para los post-keynesianos, no sólo el banco no puede conocer la solvencia de un candidato a recibir un préstamo sino que tampoco la puede conocer el propio candidato. Ambos están expuestos a la incertidumbre del futuro y deberán hacerse de expectativas sobre el mismo, las cuales, claro está, pueden diferir.

A diferencia de los neo-keynesianos, donde todos son culpables hasta que no se demuestre lo contrario, para los post-keynesianos la moral del prestatario es irrelevante. Por más buena intención que este tenga, los avatares del ciclo económico pueden dar por tierra con todos sus pergaminos.

A diferencia de los neo-keynesianos, el enfoque post-keynesiano de autores como Dow (1996), Dymski (1996), Wolfson (1996), Rochon (1999), no se basa en los microfundamentos neoclásicos, ni invoca información imperfecta o asimétrica.

Retomando la tradición de Keynes, los post-keynesianos hacen hincapié en la demanda efectiva, siguiendo una metodología holística en un marco donde la incertidumbre juega un papel central. No se trata de que algunos agentes saben algo que el otro no sabe (asimetría de información), sino que todos los agentes se enfrentan ante la necesidad de tomar decisiones en base a escenarios futuros que le son inciertos, como ser el rendimiento esperado de sus activos. En este marco, la explicación del racionamiento se debe buscar en las “expectativas asimétricas”. Las expectativas asimétricas significan que el deudor y el acreedor evalúan el futuro de forma diferente, por tanto tendrán diferentes estimaciones sobre la incertidumbre de que los préstamos puedan ser repagados (Wolfson, 1996). Las distintas expectativas entre el banco y los clientes harían que los bancos no acomoden pasivamente la demanda por crédito.

A diferencia de los autores que explican el racionamiento graficando una curva de oferta que se da vuelta al pasar un umbral de tasa de interés (desde la doctrina de la disponibilidad a los neo-keynesianos), Wolfson ni siquiera grafica la curva de oferta. En su lugar, escinde la demanda total de crédito en dos curvas, una es la demanda efectiva y la otra es la demanda nocional. La demanda efectiva la constituyen aquellos que son considerados por el banco como merecedores de crédito, mientras que la demanda nocional la conforman todos los demandantes. Estos últimos están dispuestos a pagar la tasa de interés que pida el banco, sin embargo algunos pueden ser excluidos. El racionamiento se debe a que el banco tiene una expectativa sobre el escenario macroeconómico al momento de la devolución del crédito que puede diferir de la que tienen los demandantes ncionales. Para estos, el futuro sería promisorio para sus negocios, aceptan el tipo de interés y solicitan el crédito pero el banco puede rechazarlos.

La diferencia entre la demanda nocional y la efectiva emerge porque la demanda por préstamos es diferente a la mayoría de las otras demandas por bienes y servicios en la economía. En este caso, para comprar un préstamo es necesario obtener el consentimiento del prestamista. Desde la perspectiva de los bancos, solo una parte de la demanda total (nacional) será considerada *credithworthy* (efectiva). Para una tasa de interés dada, la diferencia entre la demanda nocional y la demanda efectiva refleja el racionamiento de crédito existente. Ese racionamiento puede ser el resultado de que el banco considera que el flujo de fondos de su potencial cliente será insuficiente para repagar el préstamo, o bien que ese préstamo es demasiado riesgoso, en el sentido

que el grado de confianza en su habilidad para predecir los flujos de caja futuros es bajo.

La curva de demanda nocional tiene menos pendiente que la de demanda efectiva, evidenciando una menor reacción a la variación de tasas de interés. Por ello, a medida que el banco vaya subiendo el interés del crédito, la cantidad racionada será mayor. Ante el aumento del interés, ambas cantidades demandadas -nocional y efectiva-, se reducen, pero la cantidad de la demanda nocional lo hace en menor cuantía. Dado que la diferencia de ambas curvas es la cantidad racionada, la suba de tasa provoca un aumento del racionamiento.

Como desafío, los post-keynesianos debían dar cuenta del racionamiento de crédito sin renunciar a la teoría de dinero endógeno. En principio, parecería que no habría posibilidad de racionamiento del crédito bajo un enfoque de dinero endógeno. Como señala Wolfson (1996):

A primera vista, los dos conceptos de dinero endógeno y racionamiento del crédito parecen incompatibles. Si los bancos crean dinero acomodando las demandas de crédito de los prestatarios del banco, ¿cómo pueden los bancos también negarse a acomodar estas demandas racionando el crédito?

La respuesta es simplemente que los bancos acomodan toda la demanda merecedora de crédito, y racionan todas esas demandas no consideradas merecedoras de crédito.

En la versión horizontalista del dinero endógeno, el racionamiento cobra un matiz particular. En principio, no parece ser un tema de interés para tales autores desde el momento que solo atenderán a la demanda efectiva. Pero en realidad, cabe destacar que tal condición de merecimiento del crédito no es un atributo del cliente, sino una percepción hecha por el banco, por tanto, el racionamiento está presente de forma muy definida. Todo crédito existente ya es resultado de un racionamiento previo, y la demanda excedente no es tal porque no es demanda solvente para el banco. No se presta a todo aquel que lo demande, sino que se raciona según la percepción del banco.

Dicha caracterización del racionamiento es un tanto elemental, y no tiene mayores consecuencias teóricas. Tiene el mismo poder explicativo que la teoría ortodoxa sobre el desempleo voluntario. Tanto en la teoría de la ocupación como en la teoría bancaria, la gracia es poder explicar las situaciones involuntarias. El desafío consiste en explicar el racionamiento de una demanda que pudiendo ser merecedora de crédito y estar

dispuesta a pagar la tasa de mercado, sin embargo, aun así, por alguna razón, es excluida por los bancos. A continuación, presentamos otra explicación que excede el riesgo de crédito, y se centra en el riesgo de liquidez.

Racionamiento post-keynesiano por preferencia por la liquidez

Puede pensarse un caso particular de racionamiento donde el problema no está en la imposibilidad de conocer al cliente (Stiglitz y Weiss, 1981), o en la incertidumbre sobre la posibilidad de repago del cliente (Wolfson, 1996), sino en la preferencia por la liquidez de los bancos. Tanto Stiglitz y Weiss como Wolfson, plantean el racionamiento para responder al riesgo de crédito, es decir, tratar de cubrirse ante la posibilidad que un cliente que en principio para ellos es solvente, termine no pagando el crédito. Como vimos, Stiglitz y Weiss plantean el problema en el ámbito microeconómico, enfrentando una falta de información por parte del banco para distinguir la verdadera capacidad de los clientes de honrar sus compromisos. Wolfson también se preocupa por el repago del crédito, pero desde una perspectiva macroeconómica. El cliente de Wolfson puede ser merecedor de crédito y transparente, pero lo que le interesa al banco es hacerse una idea sobre el escenario macroeconómico futuro donde se resolverá el resultado del contrato. Este escenario excede los atributos de solvencia del potencial cliente y el conocimiento de los mismos que tenga el banco. La expectativa del banco sobre el futuro macroeconómico puede diferir de la expectativa del cliente. Por ejemplo, el banco puede juzgar que las condiciones macroeconómicas pueden poner en duda las posibilidades de que el cliente honre sus deudas. En ambos casos, el problema es el riesgo de crédito.

Pero no hace falta situar el racionamiento de crédito exclusivamente ante el problema del riesgo de crédito. Otros tipos de riesgo, como el riesgo de liquidez pueden dar lugar a racionamiento. Por tanto, un aumento (reducción) de la preferencia por la liquidez de los bancos provoca la disminución (aumento) de los criterios para concesión de crédito. Se trata de una variante dentro del enfoque post-keynesiano. El énfasis del comportamiento del banco sigue estando en las expectativas. Ante expectativas pesimistas, el banco tiende a aumentar la incertidumbre percibida en cuanto al retorno previsto, y ante ello puede no satisfacerle su posición de liquidez. El banco raciona crédito para no incrementar su percepción de iliquidez. Ante un incremento de su preferencia por la liquidez, los bancos contraen el otorgamiento del crédito. Cabe aclarar que todas estas decisiones se basan en percepciones, por tanto

cualquier evento que modifique esta confianza de los bancos puede dar lugar a cambios bruscos en la elección de portafolio y en la disposición de los bancos a otorgar créditos.

La literatura revisada sobre racionamiento no se ocupa del racionamiento por grupos, sino por clientes, sin distinguir a las familias de las empresas. Los distintos argumentos esgrimidos de cada una de las corrientes tratan el racionamiento en sentido amplio. No hay en ellos una preocupación por el racionamiento entre agregados, pasando por alto la forma concreta en que opera la empresa bancaria¹⁸. Pero si hay algo que hacen los bancos es diferenciar sus productos, trabajando por “carteras”, “segmentos”, “líneas”. Tal ordenamiento no se limita a una prudencia contable, sino que se funda en la estrategia empresarial de la firma bancaria. Los bancos son los primeros en hacer pública su oferta de productos distinguiendo los que van dirigidos a “las familias” de los que van dirigidos a “las empresas”.¹⁹ Concretamente, yendo a los intereses del presente trabajo, la bibliografía teórica sobre racionamiento no distingue entre agrupamientos como ser el crédito al consumo y el crédito a la producción. A lo sumo, se deja como un problema empírico, del estilo “financiamiento a las pymes”, pero no suele responderse al problema teórico asociado. ¿Qué argumentos, con base a alguna teoría del racionamiento, pueden invocarse para dar cuenta de los hechos estilizados como ser el sesgo crediticio hacia las familias en detrimento de las empresas?

Dado que la respuesta ensayada en el presente trabajo hace uso de la preferencia por la liquidez de Keynes, y que se trata de un concepto resistido -incluso al interior del keynesianismo-, creemos conveniente ofrecer una exposición del mismo, siguiendo los argumentos de su autor en la Teoría General.

5.2- La preferencia por la liquidez en Keynes

El comportamiento de los bancos, en cuanto su elección de activos y pasivos, puede ser comprendido a partir del principio de la preferencia por la liquidez, un concepto

¹⁸ El reciente trabajo de Paulo dos Santos publicado en los Ensayos Económicos del BCRA arriesga una explicación en las conclusiones, en base a los mayores costos de operación del crédito a las empresas, el cual requiere profundizar en conocimientos particulares de cada una de las firmas, mientras que las líneas destinadas al consumo operan de forma masiva, con el manejo de bases estadísticas: “Dar cabida a su demanda de crédito impone a los bancos altos costos relacionados con la recopilación, gestión y transmisión del conocimiento “blando” e idiosincrático que estos préstamos requieren. En cambio, los créditos hipotecarios y para el consumo se prestan para el uso de procesos de gran escala, basados en inferencias e intensivos en recursos informáticos que utilizan la información “dura”, que es la que en general reduce los costos de adquisición, gestión y transmisión del conocimiento en las organizaciones grandes” (dos Santos, 2013; p. 182).

¹⁹ Desde luego, las aperturas se ramifican según el perfil y estrategia del banco. Por ejemplo, distinguiendo dentro del préstamo al consumo una “línea joven”, o dentro del préstamo a las empresas, una “línea pyme”.

keynesiano que incluso no goza de la aprobación de algunos autores post-keynesianos. Nicholas Kaldor, uno de los fundadores de la corriente horizontalista del dinero endógeno consideraba la preferencia por la liquidez como un “arenque rojo”, es decir, un artificio de distracción. En cambio, otros autores keynesianos la consideran una pieza central en la obra de Keynes. Para Juniper (2005), el rol de la preferencia por la liquidez en la Teoría General permite unir las nociones de paridad de tasas cubiertas y descubiertas; y a un nivel más general, sirve para ver cómo varía la relación entre los precios *spot* y futuro de todos los activos, financieros y no financieros.

En la Teoría General (1936), Keynes introduce la teoría de la preferencia por la liquidez en el capítulo 13, titulado “La teoría general de la tasa de interés”²⁰. Allí Keynes distingue que las preferencias psicológicas de tiempo de un individuo requieren dos clases de decisiones. La primera tiene que ver con la preferencia temporal, la propensión a consumir, que define cuánto de su ingreso un individuo consumirá y cuanto guardará “en alguna forma de poder adquisitivo de consumo futuro. Pero una vez tomada esta decisión, le espera otra, es decir, en que forma conservará el poder adquisitivo de consumo futuro que ha reservado, ya sea de su ingreso corriente o de ahorros previos” (Keynes, 1936; p.164).

Allí introduce la preferencia por la liquidez. El volumen de recursos puede ser guardado en forma de poder adquisitivo líquido, inmediato (dinero), o puede desprenderse de ese poder adquisitivo inmediato por un período de tiempo específico, “dejando a la situación futura del mercado la fijación de las condiciones en que puede, si es necesario, convertir el poder adquisitivo diferido sobre bienes específicos en inmediato sobre bienes en general”.

Para Keynes, el error de las teorías ortodoxas sobre la tasa de interés estriba en pretender derivar dicha tasa de la primera decisión: consumir o ahorrar; olvidando la segunda: cómo se aplazará ese consumo. El error consiste en poner el foco en la decisión de cuándo consumir, en vez de bajo qué formas se guardará el poder adquisitivo para consumir en el futuro. El interés no puede provenir de la decisión de ahorrar, “no puede ser la recompensa al ahorro o a la espera como tales”, ya que si se

²⁰ Recordemos que el título completo del libro que se conoce como “La teoría general” a secas, es: “La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”, por lo que Keynes en el capítulo 13 viene a cumplir con lo prometido en el título. Algo parecido pasa con “Los principios de economía” de Ricardo, obviándose la otra mitad del libro que versa sobre tributación. Pero a diferencia de la teoría general, el recorte del título en Ricardo no conlleva cambios sustanciales a su teoría acerca del funcionamiento de la economía capitalista. En cambio, en el libro de Keynes, “el interés y el dinero” son justamente las variables que, a juicio del autor, incidirán en la ocupación.

atesora en efectivo no hay ganancia de interés.²¹ En cambio, la tasa de interés “es la recompensa por privarse de liquidez durante un período determinado”.²² El capítulo cierra con una expresión conocida, que va en el mismo sentido:

El hábito de desdeñar la relación de la tasa de interés con el atesoramiento puede explicar en parte por qué el interés ha sido generalmente considerado como la recompensa por no gastar, cuando en realidad es la recompensa por no atesorar” (Keynes 1936, p.173).

Al aclarar que la tasa de interés no es el “precio” que iguala la inversión con “la buena disposición para abstenerse del consumo presente”, sino que es el precio que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último, entonces Keynes deduce que la cantidad de dinero es el otro factor que, junto con la preferencia por la liquidez, determina la tasa real de interés. En ese momento, Keynes indica la forma en que la cantidad de dinero ingresa en la economía, dando una definición de la preferencia por la liquidez desde un enfoque de dinero exógeno: “La preferencia por la liquidez es una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando se conozca la tasa de interés” (Keynes, 1936; p.167).

Ya sabemos qué es para Keynes la preferencia por la liquidez, pero aun falta algo fundamental, y es explicar por qué ha de existir preferencia por la liquidez. Aquí entra otro elemento fundamental en el análisis keynesiano, muchas veces mal interpretado, (ya sea por sus malos usos, abusos o desusos) y es la incertidumbre. La condición necesaria para la existencia de preferencia por la liquidez por el dinero como medio de conservar riqueza “es la existencia de *incertidumbre* respecto al futuro de la tasa de interés, es decir, respecto al complejo de tasas para plazos variables que regirá en fechas futuras” (Keynes, 1936; p.167).

Keynes presenta tres clases de preferencia por la liquidez, que “dependen” de los tres motivos popularizados como “demanda de dinero”²³: 1) el motivo transacción, es decir,

²¹ Silvio Gesell decía algo parecido -de manera más campechana-: “las vizcachas también ahorran”.

²² Keynes da una definición más formal de la tasa de interés como: “la inversa de la proporción que hay entre una suma de dinero y lo que se puede obtener por desprenderse del control del dinero a cambio de una deuda durante un período determinado de tiempo” (Keynes, 1936; p. 166)

²³ Aquí Keynes puede haber dado lugar a que se confunda la preferencia por la liquidez con la demanda de dinero. En realidad, el texto es claro, dice que las tres clases de preferencia por la liquidez “dependen” de tres motivos de demanda de dinero, por tanto están asociados, pero no son los mismos conceptos. La preferencia por la liquidez no tiene que expresarse únicamente a través del dinero, puede satisfacerse la liquidez en otros activos distintos al dinero y

la necesidad de efectivo para operaciones corrientes (en el capítulo 15 este motivo lo va a abrir en dos, el “motivo gasto de consumo” y el “motivo negocios”); 2) el motivo precaución, definido como el deseo de seguridad respecto al futuro; y 3) el motivo especulación, que entraña el deseo de conseguir una ganancia por acertar el futuro mejor que el mercado.

El motivo transacción y el precaución dependerán de la “baratura y la seguridad de los métodos para obtener efectivo cuando se necesite, por medio de alguna forma de préstamo temporal”, porque, -siguiendo a Keynes-, “no hay necesidad de conservar efectivo ocioso para cerrar los intervalos si se puede obtener sin dificultad en el momento oportuno”. En cambio, para el motivo especulación considera un examen aparte. Los motivos transacción y precaución responden a la actividad económica y el nivel de los ingresos monetarios, mientras que en el motivo especulación la relación se invierte. El motivo especulación impacta sobre el sistema económico. Las operaciones en el mercado de capitales modifican los precios de títulos y deudas de diversos vencimientos, modificando las tasas de interés, las cuales terminan incidiendo en el sector real de la economía.²⁴ Keynes dice que “si esto no fuera así, las operaciones de mercado abierto serían impracticables”.

Respecto al motivo especulación, Keynes ya lo había utilizado en el Tratado sobre el Dinero (1930) donde introdujo las dos opiniones entre “toros” (alcistas, optimistas²⁵) y “osos” (bajistas, pesimistas). Las diferentes personas estimarán de manera diferente las probabilidades de la tasa de interés futuras. Los que difieran de la opinión predominante en el mercado, podrán tener un motivo para conservar recursos líquidos para obtener una ganancia en el futuro, en caso de acertar. Si alguien piensa que las

que le siguen en grados de liquidez. Cuando Keynes señala que Gesell “no había advertido que el dinero no es el único bien que tiene la propiedad de llevar consigo una prima de liquidez, sino que difería solamente en grado de muchos más...” op. cit, p. 356. Keynes reconoce de Gesell las razones de por qué la tasa monetaria de interés no puede ser negativa, sin señalar por qué es positiva. Según Keynes, “Esto se debe a que se le escapó la noción de preferencia por la liquidez. Habría elaborado sólo la mitad de la teoría de la tasa de interés”. Keynes agrega que Gesell no había advertido que el dinero no es el único bien que tiene la propiedad de llevar consigo una prima de liquidez, sino que difería solamente en grado de muchos más, entre los que nombra el dinero bancario, las deudas a la vista, las divisas, joyas, metales preciosos. En realidad, para ser justos con Gesell, toda su obra gira en torno a lo que Keynes llamó “preferencia por la liquidez”, ya que la gracia de atesorar dinero no está en su bajo costo de almacenamiento sino en su ventaja respecto a las mercancías. El bajo costo de almacenamiento es una condición para atesorar, no su motivación, la cual radica en el poder que puede ejercer su propietario sobre los propietarios de mercancías. Además, Gesell nunca ignoró a los sustitutos del dinero que rivalizan con él, desde el trueque a las letras. De hecho, digamos de paso, que para Gesell, ellos son justamente los determinantes de la tasa monetaria de interés, marcando su máximo y su mínimo.²⁴ Entre las tantas objeciones que pueden tener algunos post-keynesianos con Keynes en este mecanismo encontramos: la preferencia por la liquidez, que la tasa de interés de largo plazo no sea fijada por la autoridad monetaria, y la incidencia de la tasa de interés en el nivel de actividad.

²⁵ Sería más correcto seguir a Keynes con las expresiones “alcistas” y “bajistas”, pues el optimista o pesimista puede dar lugar a confusión. No se trata del uso moderno, de un atributo personal, de ser adverso o no al riesgo, ni de una necesaria referencia a la economía en su conjunto. Simplemente, el optimismo o pesimismo se refiere a la expectativa de un precio de un activo en el futuro. Unos piensan que bajará el precio, otros que subirá. Así, un agente puede ser pesimista (en el sentido del Tratado sobre el dinero) respecto al precio de una acción, y al mismo tiempo ser optimista (en el sentido coloquial) por considerar que es una excelente oportunidad personal para comprar, y ser también pesimista (en el sentido su expectativa macroeconómica) respecto de la marcha de la economía en su conjunto.

tasas de interés estarán más altas de lo que piensa el mercado, tiene un motivo para conservar liquidez. Mientras que el que piense exactamente al revés, tendrá un motivo para pedir dinero prestado a corto plazo, con el fin de comprar deudas a más largo plazo.

Ante la incertidumbre de la tasa de interés futura, la expectativa matemática de ganancia debe ser suficiente para compensar el riesgo de desengaño. Esta idea ya estaba presente en el Breve tratado de reforma monetaria (1923), donde Keynes presenta un diferencial de intereses entre países. Aquí, cabe retomar algunas de las advertencias de Keynes sobre la utilización de estos diferenciales que incluyen las tasas de interés, la expectativa de devaluación y el riesgo. Preguntándose sobre la preferencia por conservar dinero en una plaza internacional o en otra, sostiene que si las otras variables no reciben cambios, la cuestión se reduce a “la tasa de interés que se paga sobre el dinero “de corto plazo”, es decir, sobre dinero prestado o depositado por períodos breves en los dos mercados que se comparan” (1923, p. 136).

Pero en algunos casos, cuando la percepción del riesgo, ya sea financiero o político, sobre un país es alta, esto se vuelve imprudente, por el nivel de tasa que habría que compensar, y en definitiva, impracticable para todo cálculo. Las negritas son nuestras, dice Keynes:

Si no se tomaran en cuenta los problemas financieros, el factor de la tasa de interés sobre los préstamos de corto plazo sería el dominante.

Pero en otros lugares las diversas incertidumbres de los riesgos financieros y políticos que ha dejado detrás de ella la guerra, introducen un nuevo elemento que en ocasiones trasciende con mucho al factor de las tasas de interés relativas. La posibilidad de problemas financieros y de perturbaciones políticas, y la probabilidad claramente perceptible de una moratoria ante la aparición de cualquier dificultad, o de una aplicación súbita de controles de cambios que interferirían con los movimientos de capitales hacia afuera de los países, e incluso a veces la contingencia de una drástica desmonetización, todos estos factores disuaden a banqueros a mantener importantes saldos flotantes en ciertas plazas extranjeras, aunque el riesgo cambiario propiamente dicho se haya eliminado. **Tales riesgos impiden que los negocios se basen, como debería ser, en un cálculo matemático de la tasa de interés; su posible magnitud obstruye los pequeños márgenes que pueden ganarse con las diferencias entre tasas de interés más una comisión bancaria normal; y, al ser incalculables, pueden incluso desanimar a los banqueros conservadores de entrar en el negocio en gran escala con cualquier tasa de interés razonable** (Keynes, 1923; p. 138).

Estas prescripciones de Keynes deberían advertir sobre las limitaciones de los cálculos en base a diferenciales de paridad de tasas CIP (cubierta) o UIP (descubierta)²⁶ a la hora de pretender obtener de ellos recomendaciones de política, sin contemplar su pertinencia en base a la situación particular que puede estar atravesando un determinado país.

De hecho, Keynes asocia este tipo de cálculos a los “banqueros profesionales”. En el capítulo 13, pero del Tratado sobre el dinero (1930), llamado “El “*modus operandi*” del tipo de interés bancario”, Keynes también hace una referencia al diferencial de intereses entre países. Se pregunta sobre la incidencia del tipo de interés en el sistema económico, en lo que llama “la política del tipo bancario de interés”, e identifica tres posiciones “según los distintos escritores conceden grados distintos de importancia”. Una posición considera al tipo bancario de interés como forma de regular la cantidad de dinero bancario, teoría cuantitativa mediante. Una segunda posición es la que predomina entre los banqueros profesionales”, que considera la política del tipo de interés como “medio de proteger las reservas de oro del país, regulando el volumen de préstamo exterior”. La posición que hace foco en el interés como política para aumentar las reservas internacionales atrayendo capitales del exterior se resume en la siguiente frase: “Se trata, en definitiva, de elevar el tipo de interés en relación con el que prevalece en otros centros financieros internacionales y hacer que nuestra posición en el mercado internacional se torne favorable actuando sobre los préstamos internacionales de corto plazo” (Keynes, 1930; p.173).

Keynes se manifestó en contra de estas dos posiciones, la del efecto sobre el nivel de precios de los teóricos cuantitativistas, y la de usar la tasa de interés para tonificar las reservas internacionales tentando capitales mediante el diferencial de intereses, propia de los banqueros profesionales. En su lugar, propone una tercera línea de pensamiento, que en su opinión es la que “más se aproxima a la esencia del asunto”, y es que “el tipo bancario de interés afecta al volumen de inversión o a alguna clase de inversiones” (Keynes, 1930; p.174)

Para ver cómo la tasa de interés afecta al volumen de inversión, es necesario volver a la Teoría General y avanzar en la teoría de la preferencia por la liquidez.

²⁶ UIP y CIP por *uncovered* y *covered interest parity*. Muchas veces se observa una derivación mal especificada de la ecuación de paridad de tasas. Algunos analistas suelen olvidar un término, el múltiplo entre la tasa de devaluación esperada y la tasa de interés internacional. Esta omisión acostumbra a permitirse suele permitirse porque el valor suele ser despreciable (el múltiplo de dos números que no llegan a la unidad es algo aun más pequeño). Pero cuando estamos analizando un país que experimenta una alta depreciación de su moneda, tal ecuación simplificada de paridad de tasas no se cumple, y su uso conllevaría a una subestimación de la tasa de interés requerida.

Hasta ahora hemos explicado la preferencia por la liquidez en base a la forma en que se desea conservar la riqueza (capítulo 13), y los motivos por los cuales las personas podrían preferir tener liquidez (capítulo 15). Ahora es necesario agregar la explicación teórica del rol de la preferencia por la liquidez en la tasa monetaria de interés, pues como arranca el capítulo 17,

Parece ser, pues, que la tasa monetaria de interés juega papel peculiar en la fijación de un límite al volumen de ocupación, desde el momento que marca el nivel que debe alcanzar la eficiencia marginal de un bien de capital durable para que se vuelva a producir (Keynes 1936, p.221).

En este capítulo, Keynes se pregunta ¿por qué si todos los activos son plausibles de tener su propia tasa de interés medida en términos de sí mismos (da como ejemplo una tasa-trigo de interés del tanto % anual), la tasa predominante con la cual se rigen, miden y efectúan todos los cálculos y se llevan a cabo todas las operaciones, es siempre la tasa del mismo activo: el dinero?

¿Dónde está, entonces, la peculiaridad de la tasa monetaria de interés que le da la importancia práctica predominante que se le atribuye en los capítulos precedentes?
¿Por qué han de estar el volumen de la producción y ocupación más íntimamente ligados con la tasa monetaria de interés que con la tasa-trigo o con la tasa-casa?
(Keynes, 1936; p. 224)

Para responder por qué la tasa monetaria es –en la expresión de Keynes- “la que lleva la batuta”, desarrolla su teoría de portafolio²⁷. Todos los activos tienen tres atributos en diferente grado: 1) el rendimiento, 2) el costo de mantenimiento 3) el premio de liquidez. Para cada agente, los activos poseen un rendimiento implícito, atribuido por el agente, que si bien no es monetario, conlleva un premio de seguridad al permitir disponer del activo en cualquier momento. Este valor no es fijo, sino que varía con la idea que se tenga sobre el futuro. Por tanto conlleva una importante carga subjetiva que obliga a reconocer al agente en tanto tal, es decir, tomador de decisiones,

²⁷ En Keynes (1936) la elección entre dinero y activos es tajante. En cambio en Tobin (1958) hay lugar para una diversificación, el agente puede tener una combinación de ambos activos, en función de su aversión al riesgo.

portador de agencia. Cabe aclarar que el premio de liquidez tampoco es resultado de un activo aislado, sino que se deduce de la totalidad de la cartera, en función de los compromisos que haya que enfrentar.

Hay activos que tienen un alto rendimiento, como puede ser una máquina, pero pueden tener un alto costo de mantenimiento, y ser difíciles de revender en el mercado. Otros activos pueden tener otras combinaciones de estos tres atributos. Pero sólo en el dinero se da una combinación especial. Si bien su rendimiento es nulo, su costo de almacenamiento es despreciable, y su premio de liquidez es sustancial²⁸. Es más, como se verá, lo que importa es la diferencia entre la prima de liquidez y el costo del almacenamiento. En el caso del dinero esa diferencia es la máxima posible. Estos atributos difícilmente se puedan encontrar en estos grados en otro activo.

En función de estos atributos, Keynes señala tres propiedades esenciales del dinero: una baja elasticidad de producción (no hay relación entre el valor creado y su costo de producción); una baja elasticidad de sustitución entre activos líquidos e ilíquidos (el dinero es difícilmente sustituible por otro activo, su peculiaridad es que sólo sirve como valor de cambio); un alto premio de liquidez, que es reflejado en el hecho que el retorno del dinero no cae rápidamente a medida que se incrementa la oferta de dinero, debido primariamente a su bajo costo de conservación.

Las tasas de interés, en dinero o en mercancías, surgen en la comparación de la cotización *spot* y la cotización a futuro de los activos. Aquí la incertidumbre juega un rol esencial para entender la preponderancia de la tasa de interés monetaria como tasa patrón, por sobre el resto de las tasas propias de los otros activos. Los bajos costos de almacenamiento del dinero aseguran que no contrarrestarán el efecto de las previsiones sobre el valor probable del dinero en fechas futuras. La preferencia por el dinero se debe a que las ventajas de la liquidez (“reales o supuestas”) no tienen contrapeso en lo que respecta a alzas de costos de almacenamiento en el transcurso del tiempo.

La importancia de la tasa monetaria de interés surge por la combinación de la baja elasticidad de producción, la baja elasticidad de sustitución y el premio de liquidez. Debido a la liquidez, la tasa puede ser insensible a un cambio en la proporción que la cantidad de dinero guarda con otras formas de riqueza medidas en dinero. Esto

²⁸ Cuando el dinero era una mercancía, esta diferenciación del dinero respecto a los otros activos no era tal. Este va aumentando sus atributos cuando se vuelve moneda, es decir, reviste acuñación. La autoridad monetaria podía representar un valor distinto al del metal que lo portaba. El siguiente paso es cuando la moneda deja de ser de metal para pasar a ser papel fiduciario, y se consagra cuando apenas son asientos contables como dinero bancario. Más aun hoy día, que nuestro dinero es eminentemente electrónico.

implica que la demanda puede dirigirse predominantemente al dinero. Cuando esto ocurre, no puede emplearse trabajo en la producción de dinero, por su baja elasticidad de producción. Finalmente, no hay forma de atenuar todo esto debido a que la baja elasticidad de sustitución nace del hecho que ningún otro activo podrá desempeñar el papel del dinero tan bien como él. Así es como:

...la tasa monetaria de interés, al dar la pauta a todas las demás tasas-mercancías de interés refrena la inversión para producirlas, sin que sea capaz de estimular la necesaria para producir dinero, que, por hipótesis, no puede ser producido (Keynes, 1936; p 234).

A partir de allí, Keynes revisará su idea de “tasa natural” presentada en el Tratado sobre el dinero, pues siempre habría una tasa natural en el sentido que el sistema estará en equilibrio con cierto nivel de ocupación. Pero sólo una tasa se corresponderá con una ocupación plena. Esa tasa la llama “tasa neutral”. El propio Keynes se encarga de aclarar -como si hiciera falta a esa altura del libro-, que no tiene relación con la idea de dinero neutral²⁹.

Como señala Zendron (2006), este enfoque no implica agentes maximizadores, más bien todo lo contrario. Por definición, la presencia de preferencia por la liquidez, en las condiciones señaladas, da cuenta de un agente consciente de su incertidumbre, a tal punto que está dispuesto a pagar un costo con el objetivo de, llegado el caso, poder cambiar de decisión. Como aclara Tobin (1958), cuando Keynes en la Teoría General habla de incertidumbre en el mercado, no se refiere a una duda subjetiva en la mente del inversor individual, sino al hecho de que no hay acuerdo entre los inversores sobre el futuro de la tasa de interés.³⁰

A los pocos años de ser presentada la teoría de la preferencia por la liquidez, aparecieron trabajos apoyándola empíricamente en autores como Kalecki (1941) y Tobin (1947).

²⁹ Dado que también Keynes la llama “tasa óptima”, podemos aclarar -como si hiciera falta a esta altura del trabajo-, que tampoco tiene relación con la escuela neoclásica.

³⁰ En dicho trabajo, Tobin se refiere a ello como la inelasticidad de las expectativas de la tasa de interés más que de una incertidumbre sobre las tasas de interés. Por eso considera que la corrección de Kaldor (1939) a la preferencia por la liquidez de Keynes “es más verbal que conceptual”.

5.3- Preferencia por la liquidez de los bancos

Para Keynes, el comportamiento en base a la preferencia por la liquidez se debe a la existencia de incertidumbre. En ese marco, el dinero otorga la posibilidad de revertir rápidamente una decisión. La tenencia de activos líquidos en un portafolio da cuenta del grado de desconfianza que el agente tiene sobre sus expectativas sobre el futuro. A mayor desconfianza, buscará tener una mayor proporción de activos líquidos con el fin de poder venderlos de forma rápida y sin costo.

Aquí cabe recordar la aclaración de Sayers en *La banca moderna* (1956) sobre los dos atributos de la “liquidez”: el activo debe ser “traspasable”, pero sin pérdida. Un activo puede venderse rápidamente en el mercado, pero la cantidad de efectivo que pueda obtenerse por esa operación depende del precio del mercado en ese momento. El caso de un activo con mucho riesgo, como puede ser una acción, su “traspasabilidad” es perfecta en la bolsa de valores, pero, como señala Sayers, “es probable que un banquero las califique como ilíquidas”.³¹

En este aspecto, los bancos son semejantes a los demás agentes. La relación entre los bancos y el público puede verse como el encuentro de sus respectivas preferencias por la liquidez. Keynes (1937) toma de Herbert Bab la idea de que la tasa de interés está determinada por la interacción del deseo del público de volverse más o menos líquido y de la disposición del sistema bancario a volverse más o menos ilíquido³².

Ellos componen su portafolio de manera de conciliar rentabilidad y liquidez, teniendo en vista su percepción del riesgo y su preferencia por la liquidez. El propio Keynes en el capítulo 25 del Tratado sobre el dinero, ya identifica ese dilema enfrentado por los bancos.

La preferencia por la liquidez es una respuesta natural de precaución de una firma cuyos resultados son inciertos. La actividad bancaria, a su vez, está sujeta a diversos riesgos y a la incertidumbre. Los bancos, por ejemplo, deben enfrentar el riesgo de crédito, o sea, el riesgo de que el tomador no honre sus compromisos financieros. Para hacer frente a sus obligaciones, en parte compuesta por depósitos a la vista, los bancos entonces valorizan la liquidez de los activos.

³¹ Sayers (1956, 226)

³² Keynes la considera una manera luminosa de expresar la teoría de la liquidez de la tasa de interés, sobre todo para el motivo *finance*.

Vale notar que, a pesar que los depósitos a la vista son un medio de pago equiparable al dinero legal, los bancos no pueden simplemente crear depósitos para cumplir sus obligaciones. Para transferir recursos para terceros, en especial para otros bancos y para el Banco Central, los bancos necesitan de base monetaria, y la responsabilidad de creación de la misma está reservada a la autoridad monetaria. Así, el mantenimiento de posiciones más líquidas permite al banco tener margen para lidiar con eventuales situaciones de *default*. En otras palabras, los bancos poseen preferencia por la liquidez y la elección de su portafolio está condicionada a ella.

Siguiendo la propuesta de Keynes en Tratado sobre el dinero, los bancos pueden mantener una serie de activos en su balance, además de los empréstitos bancarios. El banco capta depósitos a la vista y distribuye sus recursos entre las siguientes aplicaciones, en orden creciente de retorno y decreciente de liquidez: letras de cambio, préstamos a la vista, inversiones y adelantos. La elección de la composición de la cartera depende de las expectativas en cuanto a los retiros a ser efectuados por los clientes y las expectativas de rendimiento de los activos. La anticipación de la necesidad de liquidar activos para cubrir la diferencia entre estas dos magnitudes afecta a la propia elección de los activos. En la terminología de Keynes de La Teoría General, los premios de liquidez atribuidos por los bancos son altos, porque los depósitos a la vista son obligaciones de corto plazo y llevan a los bancos a asumir un riesgo significativo. En el activo de los bancos, por tanto, es de esperar que una parte de los recursos sea destinada para inversiones o préstamos a la vista en detrimento de una mayor participación de adelantos.

La preferencia por la liquidez de los bancos, en general, tiende a ser satisfecha por la adquisición de otros activos líquidos que no son dinero. La participación de las llamadas reservas bancarias tiende a ser mantenida relativamente estable, sin ser objeto de decisión estratégica (Zendron, 2006).

Keynes (1930) asociaba el aumento de la demanda por reservas solamente a situaciones atípicas o extremas de incertidumbre. Según el autor, los bancos poseen una relación deseada y relativamente estable entre reservas y pasivo exigible en el corto plazo.

En sus análisis empíricos, Keynes observó que las reservas eran mantenidas a niveles relativamente constantes a lo largo del tiempo. La proporción de reservas deseadas depende de la conveniencia de mantenerlas y de las leyes y convenciones vigentes. Lo que permite esta posibilidad es la existencia de substitutos próximos para las

reservas. En vez de retener papel moneda o depósitos en el Banco Central, los bancos optan por préstamos a la vista, activos de gran liquidez que poseen la ventaja de ser remunerados. Por tanto, las reservas tienden a mantenerse en el mínimo posible. La expectativa es que los movimientos en la proporción de reservas deseadas ocurran gradualmente. Para Keynes, el ciclo económico no afecta significativamente esta proporción, pues los bancos procuran no arriesgar manteniendo un nivel prudente de reservas. Por otro lado, ellos tampoco pierden oportunidades de lucro manteniendo reservas, no remuneradas, ociosas.

Excepto por los períodos atípicos³³, los bancos prefieren protegerse contra riesgos a través del mantenimiento de activos líquidos que cumplen la función análoga de las reservas, pero poseen la ventaja de rendir intereses. La demanda por liquidez tiende a ser satisfecha por títulos negociados en mercados secundarios, y no por reservas bancarias.

Cabe señalar que el objetivo del banco al escoger su portafolio es conciliar lucro y liquidez y que, en equilibrio, la suma de las remuneraciones monetarias y del valor atribuido a la liquidez debe ser igual para todos los activos. La situación de equilibrio es definida por Carvalho (1999):

Para un nivel dado de expectativas, la preferencia de liquidez de los bancos determinará el perfil deseado de los activos que adquirieron y sus precios, esto es, la tasa de retorno que cada tipo de activo debe ofrecer para compensar su grado de iliquidez.

O sea, en equilibrio, las tasas propias de interés de los activos bancarios son idénticas y la cantidad demandada de los activos es igual a su oferta.

En este contexto, el retorno de los empréstitos depende esencialmente de la rentabilidad esperada de los mismos, visto que ellos no ofrecen liquidez. En contraste, los activos más líquidos serán más demandados por el retorno dado por el premio de

³³ Kjeld Philip (1949) realizó una estimación de la preferencia por la liquidez de los bancos privados en Dinamarca durante la ocupación alemana. Observó que los nazis financiaban el gasto a través del Banco Central danés. Estos préstamos generaron un incremento de los ingresos que volvían a los bancos privados en forma de depósito. Los bancos tenían mucha liquidez, pero no encontraban donde colocarla. Las empresas ya contaban con financiamiento (y regía un férreo control de precios), y los bancos no querían seguir comprando bonos porque la elevación de sus precios podría ser seguida por una abrupta caída que afectara toda su tenencia de bonos. Por ello, los bancos prefirieron conservar este exceso de liquidez depositando los fondos como reservas líquidas no remuneradas en el Banco Central.

liquidez. Esto es, por la protección que ofrecen contra la incertidumbre y por la reducción del riesgo intrínseco de la actividad bancaria, así como por la posibilidad de mantener alternativas abiertas para momentos futuros.

La elección entre activos más o menos líquidos, cuando los bancos son puestos a hacer esta elección de acuerdo con el principio de la preferencia por la liquidez, depende de las expectativas y del grado de confianza atribuido a estas expectativas.

Un avance en el análisis de la preferencia por la liquidez en la administración de balances en el mundo financiero lo constituye la obra de Hyman Minsky (1975, 1986, 1992) quien, partiendo del análisis de activos de Keynes, lo generalizó para explicar el financiamiento de esos activos, es decir, incluyendo los pasivos. Existe la posibilidad de que algunas instituciones sean arrastradas a una lógica de apalancamiento insostenible dando lugar a “fragilidad financiera”.

Según Minsky, a medida que cae la preferencia por la liquidez del banco, este pasa a tener prácticas cada vez más agresivas. A partir de determinado momento, el banco puede quedar envuelto en un financiamiento que Minsky llama “Ponzi”, en el cual los ingresos iniciales son insuficientes para el pago de intereses.

Minsky concluye que el sistema bancario enfrentará, más tarde o más temprano, una reversión de su trayectoria. En esta situación, aumenta la percepción de incertidumbre, y cae el grado de confianza en las proyecciones realizadas, lo que lleva a los bancos a rever sus posiciones. La elevación de la preferencia por la liquidez reduce el número de nuevos empréstitos, considerando inclusive la renovación de los créditos anteriores.

Siguiendo la tradición de Keynes, estas convenciones no poseen base sólida, sino que están sujetas a movimientos bruscos. Un evento fortuito y poco significativo puede afectar la confianza de los bancos, desencadenando grandes fluctuaciones en la elección de portafolio, y en particular, en la disposición de los bancos a conceder préstamos.

El énfasis de Minsky para explicar el comportamiento bancario está puesto en la preferencia por la liquidez de los bancos, la cual aumenta el retorno esperado de los activos más líquidos, al elevar su premio de liquidez. Otra posibilidad es que el comportamiento se deba a un cambio en las expectativas. El banco puede considerar perspectivas menos optimistas sobre el escenario donde se desenvolverán sus

préstamos. Ello a su vez aumenta la incertidumbre sobre sus retornos, afectando su comportamiento.

Por último, cabe señalar que respecto a la composición de portafolio, el crédito bancario difiere de los demás activos financieros. Los activos no comercializables, como los préstamos bancarios, permanecen en el activo durante toda su vigencia. Estas características del crédito bancario, no hacen más que magnificar el impacto de la reversión de las expectativas sobre nuevos préstamos. El banco, ante un nuevo escenario percibido, puede evaluar que la participación de los créditos en el activo es excesiva. Pero para llevarla a su nivel deseado no puede actuar sobre los activos existentes, sino que debe ajustar sobre los nuevos préstamos a otorgar. La forma de recomponer el activo en su portafolio recae exclusivamente en la decisión sobre nuevos créditos, sobre los que cae todo el ajuste, al menos en el corto plazo, hasta que vayan cayendo los activos vigentes y no sean renovados. Obviamente, cuando las expectativas son optimistas, se aplica el mecanismo inverso. En ese caso, aumentar la composición del activo pasará por otorgar nuevos créditos.

5.4- Reconciliación entre el dinero pasivo o endógeno y la teoría de la preferencia por la liquidez

La versión horizontalista es crítica del concepto de preferencia por la liquidez. Kaldor (1982) señaló que Keynes estaba equivocado en haber escogido la preferencia por la liquidez como centro de su ataque a los clásicos; Lavoie (1985) indicó que “los post-keynesianos no la acatan más”; y Rochon (1997) que “la preferencia por la liquidez de Keynes es irrelevante”.

En cambio, otros autores de la tradición post-keynesiana buscaron dar una explicación que hiciera posible integrar, en un mismo enfoque, la teoría del dinero endógeno con la teoría de la preferencia por la liquidez. Tal intención se ve reflejada en los títulos de algunos de sus trabajos, donde se habla de “tratamiento no dualístico” (Chick y Dow, 2002), “reconciliación” (Brown, 2003), “defendiendo la preferencia por la liquidez” (Juniper, 2005), “interpretación constructiva del debate” (Fontana, 2002), “reconciliación” (Le Heron, 2006), “un modelo consistente” (Le Heron), “abandonarla o unirse a ella?” (Bibow).

Estos autores dieron distintas explicaciones para mostrar la validez de utilizar la teoría del dinero endógeno junto con la teoría de la preferencia por la liquidez. Chick y Dow

(2002) sostienen que es posible una “síntesis” entre ambos conceptos, y que todo se debió más que nada a una mala interpretación de los libros de texto (manuales). Para estos autores, los puntos no tan claros en la Teoría General se debieron a un motivo didáctico. Para resaltar la preferencia por la liquidez, Keynes sacrificó el enfoque de dinero endógeno que había mostrado en obras anteriores. En Keynes, la tasa de interés no sólo era alterada a través de la tasa con la que el Banco de Inglaterra estaba dispuesto a descontar, sino también con operaciones de mercado abierto. Según las autoras, esta visión fue simplificada en una curva de oferta vertical que expresaba un “dualismo entre la tasa de interés y la oferta de dinero que no existe en la práctica”. La teoría del dinero endógeno se reveló como un replanteo radical a esta versión de libro de texto. Pero el dualismo se mantuvo, la curva vertical de oferta de dinero se volvió horizontal, sólo invirtieron los roles: la autoridad monetaria fijaba la tasa de interés y la cantidad de dinero era determinada por la demanda efectiva (tomadores de crédito considerados por los bancos como solventes). Si el Banco Central maneja la tasa de interés, entonces no la determina el público, la preferencia por la liquidez es desechada del análisis.

Para los estructuralistas, si bien la política monetaria es efectiva en el corto plazo, es burlada por el sistema bancario en el largo plazo, donde la preferencia por la liquidez tiene un rol que jugar. Chick y Dow, ven otro error en los libros de texto, los cuales plantean a la preferencia por la liquidez como una “demanda de dinero” entendida como una elección entre activos seguros (dinero) y otros cuyo valor varía con la tasa de interés (bonos)³⁴. En cambio, en la visión de Keynes, la preferencia por la liquidez se determinaba por la posibilidad de pérdidas o ganancias de capital.

En esta visión, los bancos no son prestamistas pasivos, sino que juegan un papel activo junto con los prestatarios en el proceso de oferta de dinero, balanceando sus necesidades de ganancia y liquidez. Efectivamente, como hemos visto, los bancos pueden manipular la liquidez de sus portafolios, sustituyendo adelantos e inversiones, de acuerdo a sus necesidades de liquidez y ganancia.

Los bancos pueden escoger de un amplio rango de activos con diferentes grados de liquidez. Por tanto, la restricción no es absoluta, su naturaleza no es cuantitativa sino de un costo potencial, pues todos los activos pueden ser realizados a algún precio.

Los bancos, al igual que el resto de los agentes de la economía, siempre pueden comprar un activo. Así como las empresas pueden decidir financiarse tomando un

³⁴ La curva LM de Hicks (1937) va en ese sentido.

crédito o emitiendo valores (bonos, acciones), los bancos pueden participar en esa contrapartida: tienen la opción de comprar valores en vez de dar créditos. Entonces, para “compatibilizar” el dinero endógeno con la preferencia por la liquidez, se debe tener en cuenta que los bancos al otorgar créditos crean dinero, y este nuevo dinero afecta el precio de los valores a través de la preferencia por la liquidez.

En pos de reconciliar la teoría del dinero endógeno con la preferencia por la liquidez, otros autores también muestran disconformidad con la manera en que están presentadas las ideas en la Teoría General (1936), prefiriendo rescatar los aportes de Keynes en El Tratado sobre el dinero (1930). Según, Brown (2003), la Teoría General incurre en errores, como suponer que los activos son homogéneos en términos de la incertidumbre entre liquidez y capital; el presentar una oferta de dinero exógena; y el tomar fenómenos separables como “demanda de dinero”. Para Brown, “la incompatibilidad entre el dinero endógeno y la preferencia por la liquidez no está en las respectivas teorías, sino en su presentación formal de equilibrio parcial”.

Brown señala que en el capítulo 15 de la Teoría General, Keynes hace uso del enfoque marshalliano de equilibrio parcial, lo cual ha sido fuente de confusiones a la hora de interpretar el significado de la preferencia por la liquidez y sus implicancias sobre los mercado de valores. Como señala Brown, Keynes se puso a explicar el precio de una cosa (los bonos, o recíprocamente el rendimiento de los bonos) a través de funciones de oferta y demanda de otra cosa, el dinero. Aquí pasa por alto los otros activos cercanos al dinero en grados liquidez decreciente³⁵. Brown critica la presentación de un “mercado de dinero” en la Teoría General:

Keynes inventó un mercado de dinero que no es tal, un verdadero mercado de dinero en el mundo real es el de divisas, el del mercado de cambio, donde el dinero compra dinero, en cambio el mercado de crédito el dinero compra promesa de pagar dinero. Por tanto, el mercado de dinero es una heurística sin correspondencia con el fenómeno del mundo real. La invención del mercado de dinero ha causado una incontable cantidad de confusión.

Por eso, para alcanzar una síntesis analítica del dinero endógeno con la preferencia por la liquidez, Bibow también prefiere retomar los aportes de Keynes del Tratado

³⁵ Esto es relativo. Como vimos, en la propia Teoría General, Keynes le reclama injustamente a Silvio Gesell el ocuparse exclusivamente por el dinero, sin tener en cuenta que detrás de él hay otros activos que le siguen en grados de liquidez.

sobre el dinero. Allí Keynes recurre a la jerga del propio mercado financiero, con la que hablan los agentes, en términos de “toros” y “osos” para significar a los inversores según sean alcistas o bajistas. Como vimos, es lo que en la Teoría General sería el motivo especulación de la preferencia por la liquidez.

Los horizontalistas, al hacer de la tasa de interés una variable exógena, administrada por el Banco Central, no dan lugar a las actividades especulativas en la determinación de las tasas de interés de corto plazo. Mientras que el problema del riesgo de crédito, si bien irreductible a toda actividad crediticia, es abordado suponiendo que los bancos eligen a los tomadores de crédito que ellos consideran solventes, o al menos homogéneos a tal respecto.

En la realidad, la “quintaescencia de la preferencia por la liquidez” está en la posibilidad de que los precios de los valores pueden tener movimientos bruscos debido a comportamientos psicológicos³⁶ e institucionales en torno a la dominancia entre la posición de los toros y los osos. Según Bibow, Keynes debió haber puesto más énfasis en aclarar que un cambio en la preferencia por la liquidez tiene consecuencias distintas, según haya sido provocado por el motivo transacción o por el motivo especulación. Como indica Keynes, en el primer caso, podría causar un cambio en la participación del volumen transado en el mercado secundario para activos financieros, mientras que un cambio debido al motivo especulativo provocaría necesariamente una revaluación del precio de los activos. Por lo tanto, el alza en la preferencia por la liquidez debido al motivo transacción puede ser neutral con respecto a los precios de los activos y sus rendimientos (tal como señalan los horizontalistas); pero si se trata de motivo especulación, el cambio en los precios de los activos está garantizado.

Para “llenar el vacío” entre la teoría del dinero endógeno y la preferencia por la liquidez, Bibow recurre al Tratado sobre el dinero (1930), pero también al “motivo financiamiento” (Keynes 1937). Como dijimos, el exceso del factor oso, entendido como tendencia bajista o pesimismo, ocupa el lugar de la preferencia por la liquidez. Tanto el público como los bancos toman decisiones de portafolio formándose expectativas de los precios futuros de los valores, las cuales pueden ser de naturaleza toro u oso, y variar en grados. Entre los toros y los osos se da un balance de “atracciones relativas”. Los bancos facilitan los cambios de opinión de las diversas opiniones (“dos miradas”) proveyendo créditos a los toros, los cuales le compran a los

³⁶ En realidad, “psicológicos” no en el sentido individualista, sino social. Keynes hace referencia a la “psicología de masas” y al carácter de ser una “convención”.

osos. Como indica Bibow, los bancos mismos pueden quizá, estar en desacuerdo con el público y quitar una cantidad de valores del mercado (a determinado precio). La cantidad de dinero en existencia a cada momento siempre depende de las decisiones de portafolio de los bancos.

El rol de los bancos no es abordado en la Teoría General. Allí todo parece transcurrir entre los habituales agentes macroeconómicos: el gobierno, los inversores, los trabajadores y los consumidores. Pero en el Tratado sobre el dinero los bancos ocupan un lugar protagónico. Ellos manejan activamente sus hojas de balance. Decidiendo la forma de sus préstamos, o la división de sus recursos en diferentes formas de inversiones disponibles, balancean las consideraciones de beneficios como consideraciones sobre la liquidez. En un mundo incierto, este trabajo de balanceo representa “un problema de nunca acabar” desde que la fuerza de varias consideraciones está continuamente variando a lo largo del tiempo con circunstancias cambiantes.

Dice Keynes:

...lo que los banqueros están decidiendo de ordinario no es cuánto prestarán en el agregado –esto es mayormente fijado para ellos por el estado de sus reservas- pero sí en qué formas prestarán- en qué proporciones dividirán sus recursos entre diferentes tipos de inversiones que están abiertas para ellos.

Para Bibow, la visión de dinero endógeno de los horizontalistas no puede ser total. Aunque los bancos acomoden la demanda de créditos hechas por sus clientes, esto a lo sumo hará endógeno un componente de toda la hoja de balance. Siguiendo a Keynes, Bibow argumenta que los bancos tratarán de compensar estos movimientos endógenos empleando sus recursos en direcciones alternativas. A lo que cabe agregar que, según Keynes, los bancos no sólo se fijan en su rentabilidad, sino también en cuidar su reputación.

Fontana recurre a otro argumento para explicar la preferencia por la liquidez en un enfoque de dinero endógeno. En su opinión, el problema es la “versión estándar del dinero endógeno”, en la cual la demanda de créditos se origina mayormente por las empresas, mientras que los depósitos creados por estos préstamos, son eventualmente sostenidos por los asalariados. Fontana identifica una simplificación en

el reflujo de Kaldor-Trevithick (1988). Según este mecanismo, los depósitos gastados en el mercado de bienes y los gastados en el mercado financiero (acciones), retornan a las empresas, y a partir de allí pueden ser usados para repagar las deudas iniciales. Esta idea del reflujo es usada por los horizontalistas para explicar cómo el exceso de depósitos por los asalariados es extinguido por el circuito monetario (Lavoie 1999).

En cambio, los estructuralistas como Arestis (1988) y Arestis y Howells (1996), argumentan que el mecanismo del reflujo no extingue automáticamente todos los nuevos depósitos creados. Los asalariados ahorran una parte de esos depósitos, ya sea por precaución o por motivo especulación. Ante cambios en la tasa de interés, los asalariados también pueden tomar decisiones de portafolio, distribuyendo sus depósitos entre acciones y balances líquidos.

Una reconciliación que ensaya Fontana entre el enfoque de los horizontalistas y el de los estructuralistas es recurrir un enfoque temporal. Según este autor, la diferencia entre los horizontalistas y los estructuralistas está en “la particular suposición que hacen sobre el estado de expectativas general de los agentes económicos”. Los horizontalistas se apoyarían en un enfoque de período único, las expectativas de todos los agentes involucrados en el proceso de oferta de dinero están dadas y son constantes. En cambio, los estructuralistas se basarían en un enfoque continuo, en el cual las expectativas de los agentes pueden cambiar sobre la marcha, según los resultados. El ambiente es más complejo y dinámico, se resuelve en más de un período. Por ese argumento, Fontana plantea que los estructuralistas, a diferencia de los horizontalistas, pueden incluir la preferencia por la liquidez. De hecho, la propuesta de Fontana es que ambos enfoques no son antagónicos, se pueden integrar, desde el momento que “siempre se necesita empezar por un enfoque de período único y luego seguir con el análisis”.

Le Heron también se propone “reconciliar en un modelo” la teoría de la preferencia por la liquidez y el dinero endógeno. Para ello, recurrirá a una tasa de interés de corto plazo *ex ante* exógena (Keynes 1937), una tasa de interés de largo plazo endógena (Keynes 1936), y el comportamiento del sistema bancario a través de un análisis de sus flujos y *stocks*. Si bien para la versión horizontalista del dinero endógeno no hay lugar para el comportamiento bancario y la preferencia por la liquidez, para otros post-keynesianos, los bancos privados pueden imponer racionamiento independientemente del comportamiento del Banco Central.

Le Heron admite que la oferta de dinero no puede ser mayor a la demanda de dinero, pero sí puede ser menor, y de esa manera restringir la demanda. Los bancos crean dinero en un ambiente de incertidumbre. La preferencia por la liquidez de los bancos influencia la tasa de interés de largo plazo, y la curva de tasas de interés se vuelve endógena.

Los bancos no sólo modifican la cantidad (flujo) del financiamiento, sino también su estructura (*stock*). Basándose en el enfoque de Minsky de riesgos del prestamista y del prestatario, la acción de los bancos vuelve endógena la tasa de interés de largo plazo. Los bancos, cuando dan un financiamiento, asumen que hay un riesgo de préstamo que incluye riesgo de *default*, de liquidez y de mercado. Para evitar estas crisis de liquidez y de solvencia, los bancos manejan su incertidumbre eligiendo el tipo de financiamiento de acuerdo a un arbitraje entre rendimiento y riesgo. Buscan una hoja de balance que les permita una fácil reversibilidad de sus decisiones al menor costo. Por lo general, lo consiguen con el financiamiento de corto plazo.

Para Le Heron, algunos autores que se oponen a la preferencia por la liquidez es porque en realidad malinterpretaron su significado, confundiendo reversibilidad (la capacidad para dar vuelta una decisión en cualquier momento) con liquidez (al menor costo)³⁷.

Finalmente, plantea una integración de los enfoques horizontalistas y estructuralistas si se admite que la influencia de los bancos no es la misma a lo largo del ciclo económico, siendo horizontalista en los momentos más tranquilos y estructuralista en los momentos de mayor dinamismo.

En otro trabajo, Le Heron admite que en la Teoría General el Banco Central es una *deus ex machina* que crea y controla el dinero sin un análisis especial de los bancos. Por su parte, los horizontalistas también reducen la actividad bancaria a una “correa de transmisión”. En cambio, para los estructuralistas, los bancos deben administrar sus balances a través de la preferencia por la liquidez para lidiar con la incertidumbre propia de su actividad. Sus pasivos monetarios son líquidos comparado con sus activos “congelados”. El banco enfrenta lo que llaman el “problema de la transformación bancaria” (Le Heron, p.3), esto es, los activos no se movilizan lo suficientemente rápido, o esta movilización es generada a un alto costo y no genera la suficiente contrapartida. El límite entre una crisis de liquidez y de solvencia se puede

³⁷ En otro texto dirá que toma tal concepto de Peter L. Bernstein (1998).

volver difuso. Por ello, el banco tratará de arbitrar un portafolio considerado óptimo entre sus activos, préstamos, acciones y ahorros de largo plazo.

Es cierto que el Banco Central fija la tasa de interés de corto plazo, pero la preferencia por la liquidez de los bancos determina la tasa básica de los bancos (tasas de corto, medio y largo plazo). Le Heron formaliza la tasa de interés bancaria a partir del “costo de producción de dinero más un premio de riesgo”. El costo incluye a los costos operativos (salarios, inversión), los pagos de costos por pasivos monetarios y el costo de dinero de alto poder determinado por el Banco Central, y una tasa de margen correspondiente a los beneficios normales del banco. Para estos autores, tanto el costo operativo como el margen son relativamente constantes. En cambio, la prima de riesgo no lo es, porque es fruto de la preferencia por la liquidez de los bancos para cubrir el riesgo de crédito. Los bancos deben hacerse una idea sobre la evolución de la economía (crecimiento y empleo), la inflación futura, el nivel futuro de la tasa de interés de corto plazo, la evolución de los mercados financieros y los precios de los activos, y las tasas de interés de largo plazo extranjeras (presente y futura).

Los bancos pueden elegir no otorgar un préstamo a una empresa, pero sí financiarla comprando bonos o acciones. A mayor riesgo de crédito, los bancos en vez de los préstamos prefieren otros activos como bonos, que pueden dar un beneficio mayor y son más líquidos. Los bancos sólo financian proyectos que ellos consideran rentables, pero su juicio es variable. En los bonos el riesgo de las empresas está incluido, en cambio en los préstamos tiene que ser objeto de muchas deliberaciones. Sayers señala que los bancos prefieren a tal punto la liquidez que entre sus carteras los préstamos preferidos por los banqueros son los “préstamos autolíquidos”. Es decir, aquellos que se estima seguro que el deudor podrá pagar, porque hay pruebas fehacientes en documentos comerciales de que está comprometido en una operación comercial genuina cuyo término le proveerá del dinero necesario para saldar la deuda.

Los bancos preferirán el corto plazo al largo plazo, pues en este último se corre el riesgo de suba de tasas de interés de largo plazo, lo cual implica un descenso mucho mayor en los precios de mercado de los valores que la que podría originar una elevación en las tasas de corto plazo sobre el valor de capital de las letras de corto. Por tanto, no importa qué tan seguros sean los valores, el riesgo de mercado es irreductible.

Además, los bancos comerciales están más preparados para financiar las operaciones de corto plazo, donde sólo tienen que analizar el balance de la empresa o solicitante.

En cambio, el financiamiento de largo plazo requiere otro tipo de análisis industrial que excede a los saberes del banco. En términos de Sayers: “Al banquero le gustan los préstamos autolíquidos, el gerente bancario tradicional no puede realizar toda esa tarea de asesoría industrial. Para préstamos a corto plazo basta ver el balance, para largo plazo hay que ver otras cosas más difíciles como su capacidad de ganancia a largo plazo”.

Por tanto, para Le Heron, no alcanza con tener en cuenta el *animal spirits* de los empresarios, las decisiones de los bancos también tendrán consecuencias en el producto. Si esto es así, la importancia de la política monetaria del Banco Central es reducida. Los bancos tienen gran autonomía determinando las tasas de interés de largo plazo. Por tanto, el comportamiento de los bancos se vuelve un factor esencial para entender una economía monetaria.

Para Kregel (1988), la preferencia por la liquidez y el multiplicador del gasto “son dos caras de la misma moneda” porque su incidencia en la tasa de interés ajusta el equilibrio de ahorro inversión como lo haría el multiplicador:

Una declinación de la preferencia por la liquidez bajará la tasa de interés, la cual subirá los precios de demanda de los bienes de capital y hace subir la inversión hasta que las eficiencias marginales de todos los activos caen hasta igualarse con la tasa de interés más baja. Esto es equivalente a argumentar que el ingreso se incrementa a través del multiplicador hasta que los ahorros se incrementan hasta igualarse con el nuevo nivel elevado de inversión. (Kregel 1988)

Basándose en este argumento, Wray (1992), destaca que en un enfoque de dinero endógeno, los tres conceptos “son tres caras de la misma moneda”.

Fernando Cardim de Carvalho (1999; 2013) recupera la endogeneidad del dinero en Keynes reivindicando la teoría de la preferencia por la liquidez. Carvalho acepta que en la Teoría General los bancos, sorpresivamente, brillan por su ausencia, y que la oferta de dinero queda reducida a la discreción del Banco Central, cuya intervención tampoco es explicada en detalle. Sin embargo, para Carvalho ello no implica una contradicción entre el Tratado sobre el dinero y la Teoría General. “La manera en que Keynes describe el comportamiento del Banco Central en la Teoría General bien puede ser una simplificación, pero no es esencialmente diferente de la manera que él lo describe en el Tratado”. Para Carvalho, debe considerarse la protección de mantener dinero contra la incertidumbre que envuelve el futuro, y el rol de los bancos comerciales en la creación y colocación del dinero a través de la economía.

Carvalho sostiene que la curva de oferta de dinero vertical de la Teoría General fue para simplificar “detalles técnicos monetarios”, pero que de ninguna manera podría ser horizontal sin violar una propiedad del dinero que la hace esencial, como es el atributo de liquidez del dinero. Su implicancia para la teoría de la demanda efectiva depende de esta observancia.

Siguiendo el Tratado sobre el dinero, el proceso de creación de dinero sigue las reglas impuestas por el régimen monetario que un país elige adoptar. Las economías modernas se basan en un régimen de dinero administrado para mantener su valor. La creación de dinero en dichos regímenes es el resultado de la interacción entre el Banco Central, que crea la base monetaria, y el sistema bancario, que crea los depósitos bancarios que constituyen el componente más abultado del *stock* de medios de pago de las economías modernas.

Los horizontalistas hacen hincapié en la determinación de la tasa de interés por parte del banco. En cambio Keynes, en la Teoría General y en un pasaje del Tratado sobre el dinero, sostiene que el Banco Central controla la cantidad de dinero. Más precisamente, la cantidad de reservas provista a los bancos. El Banco Central la controla a través de la elección de una tasa de interés que constituye el costo de las reservas. En palabras de Carvalho:

Keynes sabía que el banco central pone una tasa de interés en vez de imponer directamente límites cuantitativos, pero él consideraba esto un punto menor, apenas una cuestión de procedimiento operacional. Lo que era claramente más importante para él era que el uso de objetivos de tasa de interés no implicaba una reducción del poder del banco central para controlar las reservas (y finalmente el dinero bancario).

El Banco Central administra la tasa de interés para influir en el nivel de reservas de los bancos. Incluso, si el Banco Central, por algún motivo, debe mantener una determinada tasa de interés, aun puede compensar estas acciones a través de su política de adquisición de activos. No es cierto, como sostiene Kaldor, que el Banco Central esté atado a comprar los activos que los bancos le presentan para comprar. Keynes detalló una triple clasificación de activos del Banco Central, como el oro, las inversiones y los adelantos. Por oro, Keynes se refería a cualquier cosa que el Banco Central no puede crear él mismo, pero que por ley está obligado a convertir por dinero.

Por inversión, se refería a cualquier activo -distinto del oro-, que el Banco Central adquiere por su propia iniciativa, como pueden ser los documentos adquiridos en el mercado abierto. Por adelantos, Keynes entendía cualquier activo-distinto del oro-, que el Banco Central adquiriría en virtud de una obligación o costumbre

Siguiendo a Carvalho: “En otras palabras, lo que Keynes está proponiendo es que incluso si el Banco Central está atado a hacer un tipo u otro de acomodación de adquisición de activos, todavía puede compensar este impacto a través de operaciones de “inversión”, con el signo y efecto opuesto. No hay evidencia que Keynes haya abandonado su creencia de que los bancos centrales no eran prisioneros impotentes de la demanda de los bancos”.

Cardim de Carvalho se pregunta ¿por qué los bancos se preocuparían por la liquidez de sus activos si ellos pueden crear dinero? Su respuesta es que los pagos a otros bancos, al Banco Central, y, bajo ciertas condiciones, a los clientes que quieren convertir sus depósitos a efectivo, no pueden hacerse con los propios pagarés de los bancos³⁸.

En el Tratado, Keynes no sólo se ocupa de la creación de dinero, sino de cuál es su destino. En vez de tomar la circulación del dinero como si fuera un único circuito, Keynes propone dos circuitos: la circulación industrial y la circulación financiera. La primera se refiere a los depósitos usados para movilizar bienes y servicios, la segunda moviliza los activos financieros. Los teóricos que usan la teoría cuantitativa admiten un único circuito, que asocian al de la economía real.

Para Cardim de Carvalho, la teoría del dinero endógeno en los trabajos de Keynes anteriores a la Teoría General, tienen tres características peculiares 1) tiene poco que ver con los Bancos Centrales, focalizándose en la preferencia por la liquidez; 2) ello no implica que las tasas de interés sean más o menos controlables que la cantidad de dinero; y 3) el impacto de la creación de dinero bancario en la economía no tiene tanto que ver con la cantidad de dinero, sino más bien con cuál circulación monetaria están asociados los nuevos depósitos.

Dado que la crítica a la preferencia por la liquidez de Keynes provino del “fuego amigo” de Kaldor, Cardin Carvalho presenta cinco diferencias en el concepto de liquidez en ambos autores.

³⁸ Los pagarés bancarios son instrumentos financieros de corto plazo emitidos por bancos, con el fin de captar recursos de corto plazo. Su rendimiento está dado por el descuento pactado al momento de su adquisición.

- 1) Significado del concepto de liquidez y cómo opera en la economía moderna. Keynes la integra a una teoría de elección de activos. *La liquidez es el atributo que explica por qué el dinero es mantenido en portafolios.* Es el poder de disposición sobre un activo. En cambio en Kaldor, la liquidez se relaciona con la habilidad para pagar adquisiciones en el mercado. O sea, la habilidad para servir como medio de pago. *La liquidez es el atributo que explica por qué el dinero es gastado.* Para volverse un medio de pago, sólo se necesita que el objeto sea aceptado en la transacción. Por tanto, si la liquidez define al dinero, cualquier cosa puede ser dinero en la medida que haya gente que acepte recibirlo.
- 2) Naturaleza de la liquidez. En el concepto de liquidez de Keynes, los activos no sólo son diferenciados de acuerdo al “tamaño” de sus atributos de liquidez, sino también por su naturaleza. La liquidez del dinero, sobre todo del dinero estatal, es intrínseca, es decir, otros activos derivan su liquidez por su grado de convertibilidad al dinero. “Son líquidos porque (y en la medida que) el público crea que puede cambiarlo por activos finalmente líquidos de forma rápida y sin pérdida significativa. El concepto de liquidez en Kaldor, en contraste, es chato: no hay diferencia de naturaleza entre activos líquidos, solo de grado”. Por tanto, “cualquier persona puede crear activos líquidos, el Estado no tiene ningún privilegio en esta área”.
- 3) Implicancias de estas dos visiones en la política monetaria. Keynes creía que la política monetaria era una influencia poderosa sobre el comportamiento de la demanda agregada. En cambio, para Kaldor, el instrumento para actuar con éxito sobre la demanda agregada no debía ser la política monetaria sino la política fiscal.
- 4) Rol de los bancos. Keynes se ocupó de la operación del sistema bancario, en cambio “Kaldor no puso mucho esfuerzo en discutir el comportamiento de los bancos”. El riesgo en Kaldor se refiere sólo al de los tomadores de crédito o sus proyectos. En cambio en Keynes, el riesgo enfatizado es el del balance de los bancos.
- 5) Finalmente, para Keynes la endogeneidad del dinero parece una “especificación técnica del modelo, entre las variables que son y las que no son explicadas como resultado del modelo mismo en vez de ser tomadas como dadas”. En cambio, Kaldor está motivado por su crítica al intento del

monetarismo de influir en la demanda agregada a través de los agregados monetarios.

Recapitulando lo señalado, podemos afirmar que en las economías monetarias de producción, a diferencia de la economía descrita por la teoría clásica, el financiamiento viene principalmente por el crédito de los bancos. Es posible compatibilizar el enfoque de Keynes de la preferencia por la liquidez con la teoría del dinero endógeno en un abordaje post-keynesiano. Los horizontalistas postulan que esto no tiene sentido desde el momento que el Banco Central puede proveer toda la liquidez que demande el sistema. Para Bibow, “llevar al dinero endógeno a este extremo representa una gran trivialización de la política monetaria, bancaria y financiera”.

Si se tiene en cuenta que la liquidez tiene un costo asociado, se volverá un objetivo siempre presente en los bancos. Como señala Sayers: “Ahora bien, el que la plena comprensión de las funciones de la banca central haga que todos los activos puedan traspasarse en última instancia al Banco Central no quiere decir que todos los activos sean “líquidos”. El aspecto relativo a evitar pérdidas tiene que tenerse presente, así como el de traspasabilidad de la liquidez” (Sayers, 1956, p. 233).

La incertidumbre es el elemento central que configura la preferencia por la liquidez en los agentes económicos. Esta cualidad debe reconocerse también para la actividad bancaria, sobre todo porque la administración del riesgo forma parte de su propia actividad. Los bancos no actúan pasivamente entre el público y el Banco Central, sino que todo el tiempo están recomponiendo su balance, tanto del lado del activo como del pasivo, para alcanzar los niveles deseados de rentabilidad y liquidez.

Un enfoque post-keynesiano debería incluir tanto los movimientos de largo plazo como los repentinos en los precios de algunos activos. Joan Robinson (1979) da pistas sobre esta línea al no restringir la elección de portafolio entre dinero y bonos, incluyendo cuatro tipos de activos (dinero, obligaciones, bonos y acciones).

En la sección siguiente se buscará dar cuenta del comportamiento de la banca privada en la Argentina en el período 2004-2012, a partir de la teoría de la preferencia por la liquidez en un enfoque de dinero endógeno. Ello implicará seguir el abordaje de los estructuralistas post-keynesianos, pero estando atentos a las particularidades en que se desenvuelve una economía periférica (Frenkel, 1982), tomando algunos elementos

de los estructuralistas latinoamericanos.³⁹ Ello requerirá pensar la preferencia por la liquidez y el dinero endógeno en una economía abierta, esto es, incorporando la tenencia de divisas.

Siguiendo a Davidson (1972), la incertidumbre de las economías monetarias de producción requiere que haya un activo seguro que mantener cuando hay preferencia por la liquidez ante la incertidumbre. Estas necesidades son satisfechas por el sistema bancario, cuyos pasivos son dinero, y a la vez son sólo percibidos como seguros porque están redimidos como pasivos del Banco Central. En una economía abierta, y con recurrencia a enfrentar crisis en el balance de pagos, en ciertos momentos, la divisa y su cotización esperada pueden desplazar a la moneda local en la provisión de liquidez a bajo costo. De hecho, se vuelve un activo con liquidez a nivel internacional, con posibilidad de rentabilidad por su posesión y con nulo costo de transacción.

En buena medida, muchos de los dilemas que se han planteado como “latinoamericanos”, en realidad se reproducen en muchos países del Tercer Mundo⁴⁰. Tarron Khemraj (2006, 2007) se pregunta por el exceso de preferencia por la liquidez de los bancos en los países en desarrollo. Observa que en la mayoría de estos países los bancos mantienen en sus carteras de activos grandes cantidades de exceso de liquidez (definida como total de la liquidez menos la liquidez requerida). En dichos países, los bancos exigen una tasa de interés de préstamos de forma tal que compense los costos de transacción, los riesgos y la tasa de retorno de un activo extranjero seguro. Hasta esa tasa, el banco presta; sino, prefiere acumular exceso de liquidez.

Por otro lado, según Tarron Khemraj, los bancos tampoco pueden aplicar todos los fondos excedentarios a la adquisición de activos externos porque en estos países suele haber una escasez de divisas dada por el balance de pagos, o por la existencia de restricciones oficiales (control de cambios), o extraoficiales (como ser la política de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central). Lo que no prestan ni pueden colocar en activos externos redundante en exceso de liquidez que se aplica a la adquisición de títulos públicos otorgados por el gobierno, ya sea como compensación a los bancos o en su política de esterilización.

Creemos que el comportamiento de los bancos privados en la Argentina durante la pasada década puede volverse inteligible recurriendo a la teoría de la preferencia por

³⁹ Claramente no sería la falta de ahorro, sino las ideas en torno la restricción de divisas.

⁴⁰ Prebisch fue consciente y consecuente con esto, pasando de ser un economista argentino, a uno latinoamericano, y finalmente uno del Tercer Mundo, tanto en su actividad profesional (BCRA, CEPAL, UNCTAD) como académica (teoría de los ciclos, centro y periferia, y subdesarrollo).

la liquidez de los bancos. La adopción de un enfoque de dinero endógeno, en su versión estructuralista, no intenta ser una mera descripción de la realidad, sino un postulado teórico. Si los resultados de una explicación de la preferencia por la liquidez en una economía con dinero endógeno son satisfactorios, no cabe preguntarse por el caso del dinero exógeno.

Sección 2. El racionamiento del crédito bancario a las empresas en la Argentina durante la última década. Una explicación alternativa

6- El comportamiento de la banca privada en la última década

6.1- Hechos estilizados

La literatura sobre la evolución reciente del sistema bancario argentino comparte algunos diagnósticos sobre su estructura heredada de la década del noventa entre los que se destacan una baja participación en el financiamiento de la actividad productiva, una tendencia a racionar a las pequeñas y medianas empresas y un sesgo creciente hacia la asistencia crediticia de corto plazo.

Damill, Salvatore y Simpson en 2003 mostraban su escepticismo sobre la potencialidad del sistema financiero argentino para contribuir al desarrollo:

La cuestión fundamental es determinar en qué medida el sistema financiero que surgirá del actual proceso de reestructuración será capaz de cumplir un rol adecuado en el financiamiento del desarrollo económico en Argentina, rol que debería enfatizar la promoción de la inversión y el impulso de la producción de bienes y servicios transables internacionalmente. Si se lo evalúa con estos parámetros las dificultades a superar son significativas. Tanto las condiciones iniciales como los obstáculos de naturaleza más estructural, que pueden limitar la dinámica futura del sistema, plantean dudas acerca de la posibilidad de conseguir los objetivos arriba anunciados. (op. cit. p. 83)

En 2011, Damill, Frenkel y Salvatore confirmaron su diagnóstico:

Históricamente, el sistema financiero argentino no ha sido un actor central ni en el impulso ni en la propagación del ciclo económico. Asimismo, su escasa incidencia en el financiamiento de la actividad productiva y su casi irrelevancia en el mercado de crédito hipotecario han impedido que se constituyera en un actor capaz de desestabilizar por sí mismo la economía. (op. cit. p. 55)

Atendiendo a las cuestiones relacionadas con los cambios regulatorios en los años noventa, Wierzba y Golla (2005) señalaban:

El régimen poseía un sesgo en términos de la asignación del crédito, con efectos negativos como la discriminación y el racionamiento de las PYMES, la tendencia a financiar al sector privado más concentrado, el privilegio del crédito de corto plazo y el retaceo crediticio a empresas menos maduras, de menor tamaño o con patrimonios más modestos (op. cit. p. 49)

A su vez, Damill, Salvatore y Simpson, en el trabajo anteriormente mencionado, advertían sobre el problema de orientar el crédito al consumo:

En efecto, las entidades han priorizado el crecimiento del crédito a individuos con campañas muy agresivas y están buscando incorporar a segmentos de la población de bajos ingresos, incluyendo jubilados y hasta receptores de los planes sociales. La bancarización forzosa ha facilitado la implementación de esta estrategia de “supervivencia”, que no contribuye a la formación de capital del país, dejando de lado la objeción ética a que los bancos extraigan “rentas” de los segmentos más pobres de la población. (op. cit. p. 90)

Siete años después, en 2010, Golonbek y Mareso confirmaron esa tendencia señalando el crecimiento relativo del crédito al consumo en relación a los préstamos otorgados a la producción:

La orientación del crédito hacia el consumo a través de préstamos personales, prendarios y tarjetas de crédito continúa siendo uno de los principales pilares de la expansión crediticia mientras que el crédito hipotecario tanto para empresas como para la vivienda mantiene tasas de crecimiento muy por debajo del promedio. (op. cit p. 71)

Ese mismo año, Wierzba, del Pino Suarez y Kupelian, destacaban el rol diferenciado de la banca pública y cooperativa:

Es la banca pública la que ha promovido y establecido las nuevas líneas de crédito funcionales a la extensión de los plazos, el fomento de la inversión y el activismo contracíclico durante el período de crisis, mientras que la cooperativa afirma su especialización en las pymes. (op. cit. p. 132)

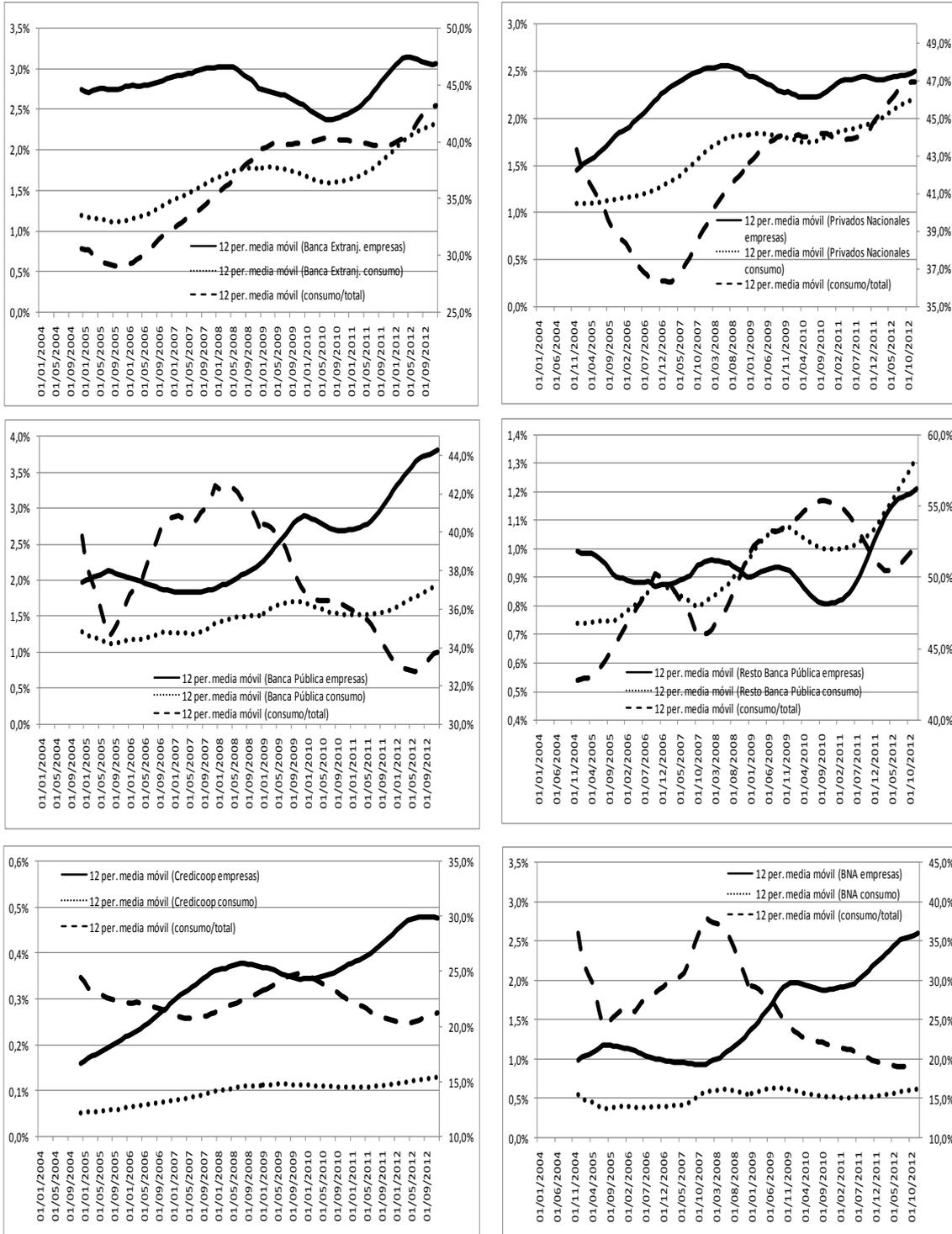
En este apartado se describe el comportamiento de la banca privada en Argentina en lo referente a la composición de los préstamos otorgados al conjunto del sector privado discriminando la evolución de aquellas financiaciones destinadas a los hogares de aquellas destinadas a las empresas en el período 2004-2012⁴¹. Con el objeto de analizar esa dinámica en términos comparativos se presentan por separado cuatro agregados y dos bancos particulares que consideramos relevantes a los fines de la investigación. Los agrupamientos a considerar son los bancos privados de capital nacional, los bancos extranjeros, los bancos públicos y los bancos públicos sin el BNA. Los tres primeros segmentos de la banca se repartieron en partes similares el grueso del crédito al sector privado otorgado por el sistema financiero argentino en el período de referencia⁴². A su vez se incluye en forma separada al BNA por tratarse del banco más importante de la Argentina, íntegramente propiedad del Estado nacional y a su vez determinante en la evolución del agregado banca pública. Por último, la incorporación del Credicoop tiene que ver con mostrar una dinámica distinta en su comportamiento en relación a la banca privada, la cual entendemos que es consistente con la tesis que se desarrollará en este trabajo⁴³.

⁴¹ Para estimar la evolución de los préstamos a las empresas se utilizan los datos correspondientes al stock de la cartera comercial y comercial asimilable a consumo neteados de los préstamos al sector público y al sector financiero. Para estimar la evolución de los préstamos a las familias se utilizan los datos correspondientes a la cartera de consumo y vivienda.

⁴² Entre el mes de enero de 2004 y diciembre de 2012 la participación promedio sobre la cartera total de préstamos bancarios al sector privado de la banca pública, privada nacional y privada extranjera fue de 35%, 29% y 32% respectivamente.

⁴³ El Banco Credicoop Cooperativo Limitado es, desde su origen, una organización cooperativa. Fue creado en 1979, por la fusión de 44 Cajas de Crédito Cooperativo, algunas con más de 60 años de trayectoria. Los estatutos que reglamentan su funcionamiento establecen que todos los asociados tienen el derecho a participar de la elección del Consejo de Administración, bajo el principio de un "asociado, un voto". Además, cada asociado puede participar en la vida institucional del banco a través de las Comisiones de Asociados que funcionan en cada filial y que colaboran con el Consejo de Administración. Las formas democráticas que intervienen en el proceso de toma de decisiones del banco constituyen un rasgo distintivo frente al resto de las entidades que componen el sistema financiero argentino. A su vez esa forma de funcionamiento es la que permite que las empresas pequeñas y medianas puedan tener una incidencia relativamente mayor en la orientación de la política comercial del banco.

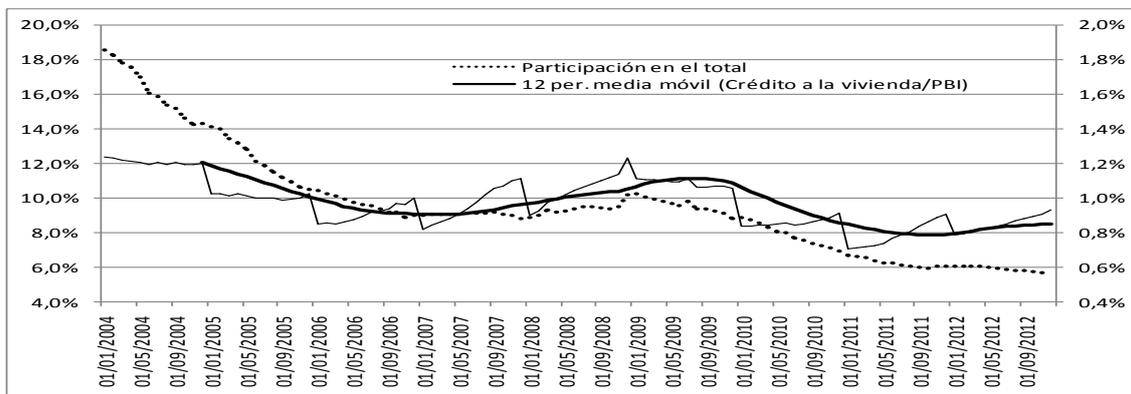
Gráfico 1. Evolución del crédito a las empresas y a consumo y vivienda por grupo de bancos 2004-2012.
En porcentaje del PBI y participación.



Fuente: Elaboración propia sobre datos de BCRA

De los gráficos que se presentan más arriba se desprende, como hechos estilizados, que los dos agregados de la banca privada incrementan con mayor dinamismo aquellos préstamos destinados al consumo y a la adquisición de vivienda por parte de las familias. A su vez, dado la notable pérdida de participación de los créditos hipotecarios para los hogares en el conjunto de las financiaciones otorgadas por el sistema bancario (Gráfico 2) y por la banca privada en particular (Golonbek y Mareso, 2011), podemos afirmar que la evolución del indicador está explicada por el desempeño de los créditos para consumo. En ambos casos, el mayor ritmo de expansión de estos préstamos se acentúa a partir del segundo semestre de 2007 y se mantiene hasta el final de la serie casi ininterrumpidamente. En el año 2012, medidos en términos de producto, los créditos para empresas presentan niveles similares a los existentes cinco años atrás mientras que los préstamos para los hogares registran un sensible incremento.

Gráfico 2. Evolución del crédito hipotecario para la vivienda en relación al PBI y como porcentaje del total de préstamos bancarios al sector privado 2004-2012.



Fuente: Elaboración propia sobre datos del BCRA

Por su parte, la banca pública en su conjunto registra un comportamiento opuesto, habida cuenta de que los créditos para las empresas aumentan su importancia relativa. Sin embargo, cuando se excluye al BNA del agregado la situación es bastante distinta. No sólo las financiaciones al sector productivo crecen a una tasa menor sino que en términos absolutos los préstamos a los hogares son más importantes desde el cuarto trimestre de 2008. Es decir que la participación de los mismos dentro de la cartera total es todavía más importante que en los dos agregados de la banca privada.

Contrariamente, el BNA, a partir del primer trimestre de 2008, presenta una clara tendencia a modificar la composición de su cartera a favor de los créditos a empresas. Si bien esto se muestra más acentuado durante el período de despliegue de las políticas contracíclicas para amortiguar el impacto de la crisis internacional, el crecimiento relativo de los créditos para las empresas continúa cuando el resto de la banca comienza a expandir fuertemente sus desembolsos a partir del segundo semestre de 2010.

A su vez, la banca cooperativa ha mantenido una fuerte predominancia de los créditos a empresas (fundamentalmente pymes) sobre el total de la cartera, con una leve reducción durante la etapa más aguda de la crisis. Si bien los préstamos para consumo se han venido incrementando en relación al PBI desde niveles muy bajos, su tasa de crecimiento ha sido levemente inferior a la que se observa en el financiamiento de empresas.

6.2- Planteo del problema: la estructura financiera desequilibrada

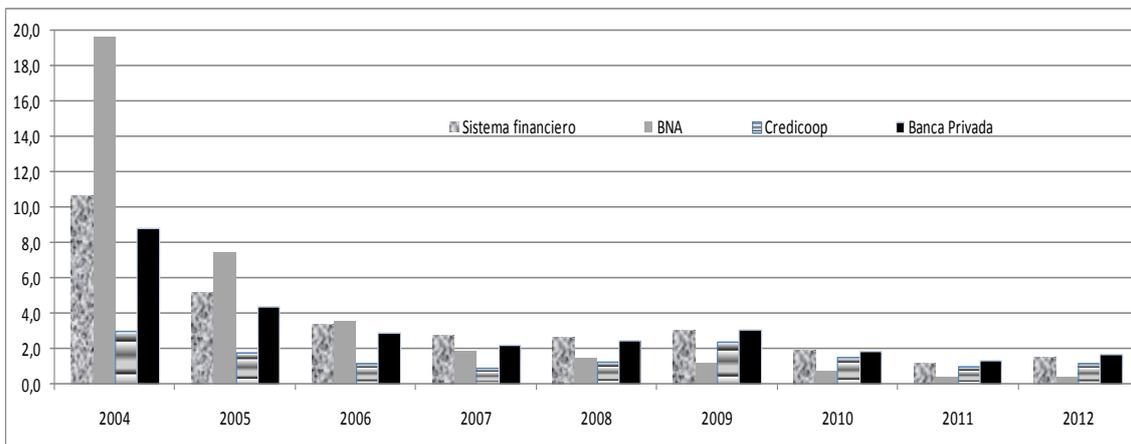
Los diferentes enfoques post-keynesianos de dinero endógeno plantean que el proceso de creación de dinero no está controlado por la autoridad monetaria. Como vimos anteriormente, en este esquema conceptual los bancos crean dinero “de la nada” mediante una operación contable ya que al otorgar un préstamo a la vez generan un depósito que compensa el balance. Como resultado de este proceso, cada banco particular ajustará su demanda de reservas bancarias teniendo en cuenta las regulaciones institucionales vigentes y sus propias preferencias acerca de la proporción de sus activos que desea mantener en posiciones relativamente líquidas. Esa demanda de reservas, de no contar con una adecuada provisión de liquidez por parte del Banco Central, generaría permanentes ajustes de la tasa de interés. En la práctica, dado que el control de la tasa de interés es un objetivo de política central, la base monetaria resulta endógena a la evolución de los préstamos bancarios. Es decir que, negando la existencia de un multiplicador bancario, este enfoque plantea un sentido inverso de la relación de causalidad entre el crecimiento de la base monetaria y la generación de crédito.

Un importante corolario de esta interpretación es que los préstamos no se “fondean” con un pasivo previo. Por lo tanto, las entidades otorgan todos los préstamos que le son demandados a una tasa activa que convalida determinado nivel de rentabilidad, siempre y cuando el demandante sea considerado merecedor de crédito desde la

óptica del banco. Es decir, con capacidad y con voluntad de afrontar los pagos que deberá realizar en el futuro para cancelar su deuda (*creditworthy*)⁴⁴. De esta forma, los bancos no eligen entre prestarle a A o a B porque disponen de una cantidad dada de fondos, sino que le prestarán a ambos si es que tanto A como B son merecedores de crédito a una tasa en la que el banco obtiene determinada rentabilidad.

De esta interpretación se desprende que lo que se observa en los hechos estilizados acerca del comportamiento de la banca privada se explicaría por la ausencia de demanda merecedora de crédito por parte de las empresas. Habida cuenta de que tanto el BNA como el banco Credicoop incrementan en mayor cuantía sus créditos hacia el sector productivo, la compatibilización de los hechos con la teoría podría recaer en una **mayor laxitud** de estos bancos en la adjudicación. Sin embargo, esa política debería tener un correlato en la capacidad de repago de los préstamos que no se observa en la información disponible. De hecho, el banco Credicoop presenta mejores indicadores de calidad de cartera durante toda la serie que el agregado de la banca privada, mientras que el BNA registra una situación similar desde el año 2007 alcanzando guarismos muy bajos en términos históricos.

Gráfico 3. Participación de la cartera irregular en el total de las financiaciones. 2004-2012



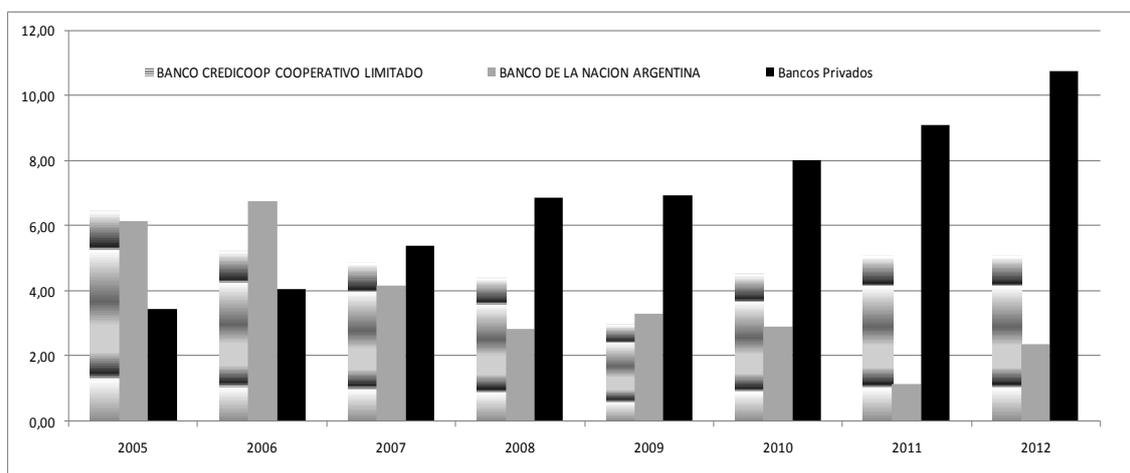
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Nota: Saldos a diciembre del respectivo año.

⁴⁴ Nótese que la calificación de merecedor de crédito (*creditworthy*) hace referencia a una visión estrictamente subjetiva. Sintetiza la visión del banco sobre la voluntad y capacidad de repago del posible futuro deudor. En ese sentido se diferencia del criterio objetivo de solvencia.

Alternativamente, se podría pensar que estos bancos **otorgan una parte de sus préstamos a una tasa que no permite obtener una rentabilidad mínima o directamente a pérdida**. De hecho esto es estrictamente cierto ya que ambas instituciones mantienen diversas líneas de crédito con tasas inferiores a las vigentes en el mercado con el objetivo de facilitar el acceso al financiamiento de determinados sectores y actividades que se pretenden favorecer o promocionar. En el caso del BNA se busca articular el accionar del banco con las políticas que despliega el gobierno nacional. Por lo tanto la valoración de su desempeño no debería hacerse observando solo los resultados contables de la entidad. Por su parte, en el caso de la banca cooperativa se pondera positivamente el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas debido a la forma institucional de donde se derivan las decisiones comerciales del banco. Sin embargo, más allá de estas cuestiones, es interesante analizar la evolución del indicador que relaciona el margen de intereses⁴⁵ con los préstamos otorgados, el cual se presenta en el gráfico 4. De este último se desprende que tanto la banca cooperativa como el BNA han mostrado guarismos positivos durante la totalidad de la serie. No obstante, mientras que en el primer caso el indicador se mantiene relativamente constante, en el segundo tiende a disminuir. Contrariamente, en el caso de la banca privada se observa una evolución creciente.

Gráfico 4. Margen de intereses sobre préstamos. 2005-2012



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

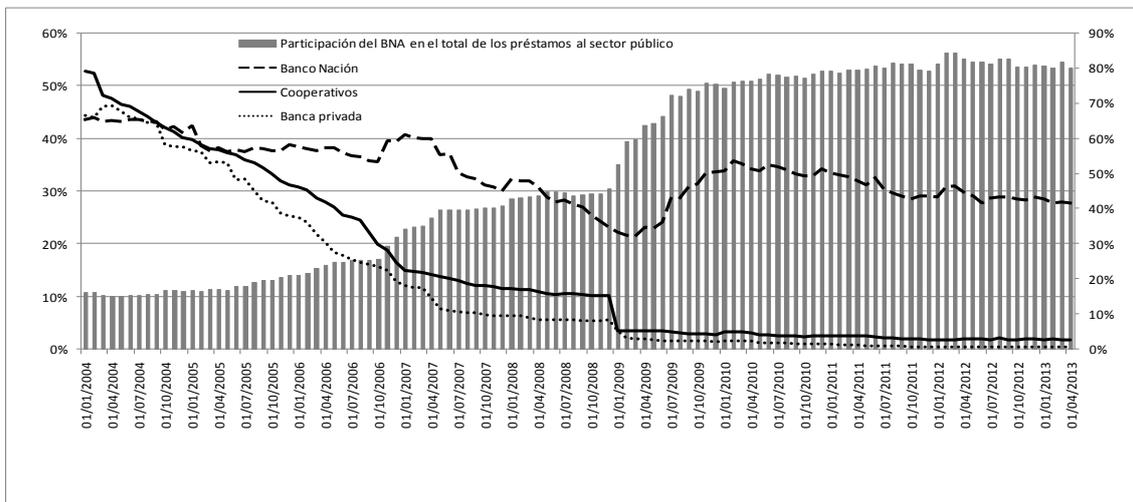
Nota: Saldos a diciembre del respectivo año.

⁴⁵ Diferencia entre los intereses cobrados y los intereses pagados.

Los datos son consistentes con una explicación que vincula la mejora en la rentabilidad con los cambios observados en la composición del stock de crédito al sector privado. A medida que las financiaciones al consumo van ganando participación, la rentabilidad relativa de la banca privada se va incrementando en relación a lo que sucede con el banco Credicoop y el banco Nación, sin embargo los préstamos otorgados por estas entidades continúan siendo rentables. Cabe mencionar además que el BNA presenta una particularidad adicional que viene dada por el peso del sector público en su cartera comercial. A diferencia de lo acontecido durante la convertibilidad, el financiamiento de los distintos organismos de gobierno ha dejado de ser atractivo para la banca privada. En el gráfico 5 se puede observar cómo la entidad oficial ha ido concentrando el grueso de estos préstamos, lo que afecta negativamente el indicador de rentabilidad utilizado.

Lo importante en este punto es destacar que si bien el otorgamiento de créditos de menor rentabilidad provoca una disminución del rendimiento por préstamo concedido, permite aumentar la rentabilidad por patrimonio si estos últimos suponen una ganancia para la entidad.

Gráfico 5. Participación de los préstamos al sector público en la cartera total. 2004-2012



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Nota: Saldos a diciembre del respectivo año.

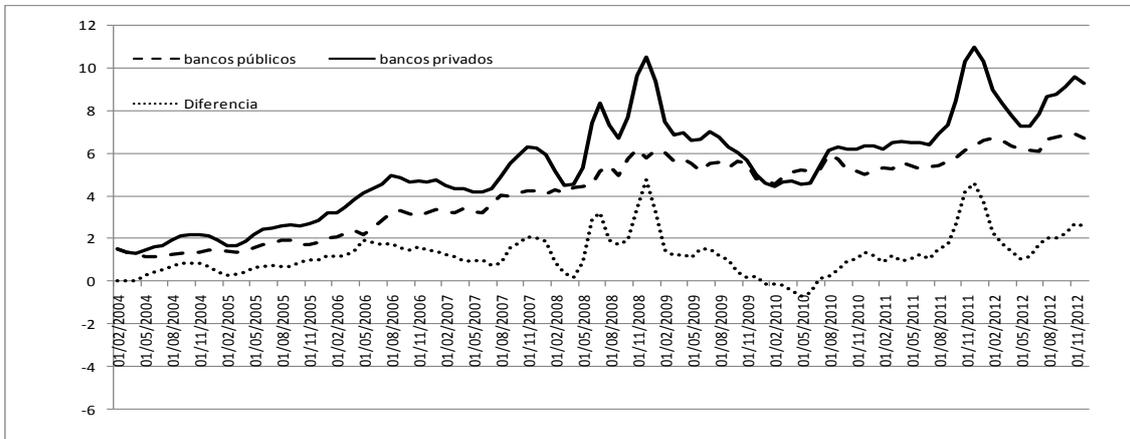
Finalmente, se podría afirmar que los distintos tipos de bancos ***podrían contar con fuentes de financiamiento diferentes, que redundarían en mayores o menores costos en intereses pagados por sus pasivos.*** En general, la capacidad de los diferentes niveles de gobierno para reducir este componente esencial de los costos del negocio bancario para las entidades bajo su control está asociada a la posibilidad de utilizar la política pública para atraer depósitos por mecanismos no mercantiles. Entre ellos se cuentan las cajas de ahorro y cuentas corrientes donde cobran sus salarios los empleados públicos, las cuentas a la vista y las imposiciones a plazo de los organismos controlados por los gobiernos, y los depósitos bajo caución judicial. De esta forma se podría suponer que el segmento privado de la banca, al depender de un financiamiento relativamente más oneroso, habría desestimado el otorgamiento de préstamos para empresas por carecer de la rentabilidad mínima necesaria que sí podría obtener la banca pública por contar con otra estructura de pasivos.

En principio, este argumento, por si mismo, no logra responder una pregunta básica. No puede explicar por qué la banca privada continúa prestando a las familias y también, aunque con un dinamismo sensiblemente menor, a las empresas. La banca pública, al tener un costo financiero menor, podría fijar una tasa activa más baja en el mercado de préstamos. De esta forma, la banca privada no alcanzaría una rentabilidad mínima bajo la cual estaría dispuesta a operar. Indudablemente, de ser relevante este argumento, se hace necesario incorporar otros elementos para explicar los hechos estilizados.

A su vez, presenta una serie de contradicciones con la evidencia empírica. En primer lugar, cuando observamos la serie sobre costos de fondeo estimados según la propiedad pública o privada del capital (Gráfico 6), desde el año 2004 no se vislumbra una diferencia importante entre ambos casos. En promedio, el sobre costo pagado por el sector privado de la banca alcanza 1,27 p.p., y se explica en parte por las oscilaciones bruscas que se registran en el costo de fondeo en algunos episodios particulares. Mientras que en el caso de la banca pública la variable presenta una volatilidad sensiblemente inferior. En segundo lugar, no se observa una brecha creciente tal como se podía apreciar en el gráfico donde se referenciaba la evolución del stock de crédito para las familias y las empresas en relación al PBI para los dos segmentos de la banca privada relevados. Si bien el promedio de la brecha aumenta de 1,03 p.p. a 1,50 p.p. entre la primera y segunda mitad de la serie, el grueso de ese incremento se explica por los “saltos” en el costo de fondeo de la banca privada. Por otra parte, tal como se observa en el gráfico 7, el spread sobre el costo de fondeo de

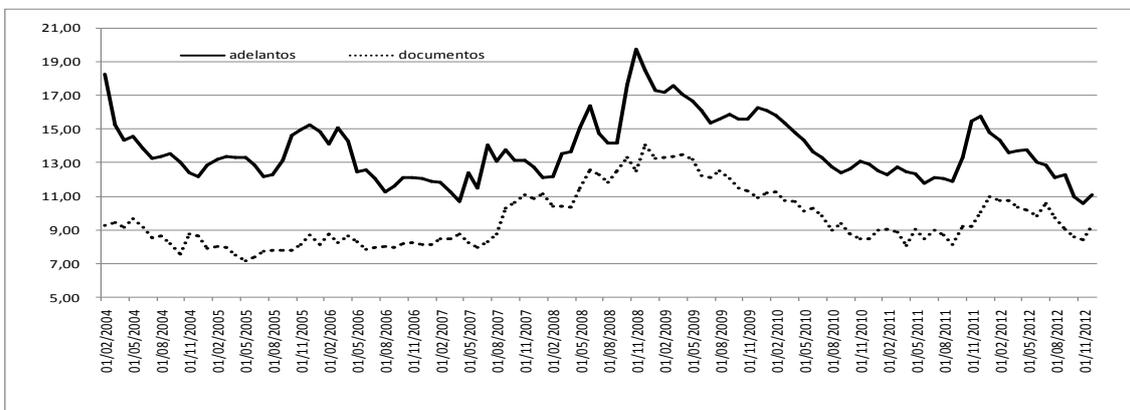
los adelantos en cuenta corriente y los documentos no parece disminuir a lo largo del período. Contrariamente, el spread promedio se incrementa de 13,25 p.p. a 14,25 p.p. y de 8,8 a 10,55 respectivamente.

Gráfico 6. Costo de fondeo bancos públicos y bancos privados. 2004-2012



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Gráfico 7. Spread sobre las principales líneas de crédito para empresas. Bancos privados. 2004-2012



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En un enfoque de dinero exógeno, donde la cantidad de dinero está dada y la tasa de interés se ajusta en función de los movimientos de la oferta y demanda de crédito, la existencia de rentabilidades diferentes entre otorgar un préstamo u otro podría dar una explicación acerca de la orientación del crédito. Sin embargo, en un enfoque donde se

asume que la creación de crédito bancario precede temporalmente a los depósitos, va de suyo que no existen tales restricciones de oferta. Es decir, no existe una competencia entre las distintas líneas de crédito por una cantidad de fondeo dado y de existencia previa. La decisión de un banco acerca de otorgar o no un crédito dependerá de las cuestiones señaladas más arriba. En ese marco, se pretende exponer una explicación acerca de la reticencia de la banca privada a expandir sus préstamos a las empresas que sea consistente con el marco teórico adoptado, y con los datos empíricos presentados más arriba. La pregunta que guía la siguiente sección tiene que ver con buscar la racionalidad existente sobre este fenómeno en un contexto caracterizado por una baja morosidad de la cartera, y por los buenos indicadores de rentabilidad que reflejan aquellos bancos que expandieron sensiblemente sus préstamos a las empresas. En definitiva, ¿cuál es el motivo por el cual los banqueros privados desistirían persistentemente de hacer negocios aparentemente rentables?

7- Una interpretación de los hechos estilizados compatible con el marco teórico presentado

De forma esquemática, podríamos asumir que una institución bancaria, cuyo objetivo es otorgar todos los préstamos posibles siempre que el solicitante sea considerado merecedor de crédito, fijará una tasa de interés activa que cumpla la siguiente condición⁴⁶:

$$Ta \geq u C$$

Donde

Ta es la tasa activa

u es el mark up mínimo que los bancos pretenden conseguir por ese préstamo

C son los costos esperados asociados a ese préstamo

⁴⁶ Nótese que se trata de una simplificación de la realidad que tiene por objetivo analizar esquemáticamente el problema y por lo tanto no incorpora otras cuestiones que pueden complejizar esta decisión. Entre las más importantes, a los fines de este trabajo, se cuenta la posibilidad de que el otorgamiento de un préstamo este asociado a la obtención de otros beneficios no captados en la ecuación presentada más arriba. En este sentido un caso relevante lo constituye la práctica bastante difundida de otorgar una línea de crédito a determinadas empresas con el propósito de incorporar a los empleados de la misma como clientes del banco.

A su vez, los costos esperados de otorgar un préstamo determinado estarán asociados a

$$C = C_o + M\left[T_p + \frac{(T_p^e - T_p)}{T_p} + R\right]$$

Donde:

C_o son los costos operativos.

M es el monto del préstamo.

T_p es la tasa pasiva relevante para el banco. Es decir, el costo que debe pagar por hacerse de reservas o evitar perderlas.

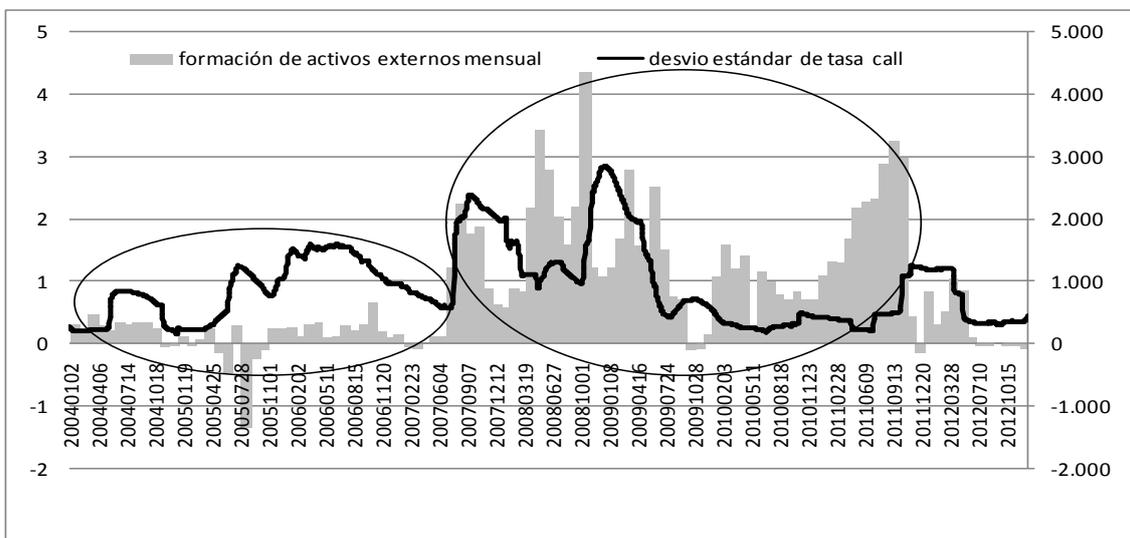
T_p^e es la expectativa sobre el nivel de la tasa pasiva relevante durante el período de maduración del préstamo otorgado.

R refleja los riesgos asociados a la incapacidad de poder predecir el futuro con una certeza plena. Asumiendo que los bancos no pueden transferir los préstamos otorgados, todavía deben atender los riesgos de crédito, de descalce de tasas, y de liquidez.

Una consecuencia de la forma de determinación de la tasa activa presentada más arriba tiene que ver con su sensibilidad a la presencia de factores que dificulten la estimación de la tasa pasiva esperada. En un escenario con esas características se esperaría que los bancos eleven el costo del crédito a sus clientes, si es que pretenden mantener un determinado nivel de *mark up*. A su vez, también sería esperable un incremento del racionamiento, habida cuenta que, debido a la mayor carga de intereses, algunos demandantes de crédito dejarán de ser *creditworthy*. Suponiendo que las expectativas sobre el futuro se construyen a partir del comportamiento previo de la variable, se debería esperar que las entidades simplemente trasladen sus observaciones pasadas hacia adelante. Volviendo al caso argentino, los datos de la serie 2004-2012, acerca de la volatilidad de la tasa *call*, no parecen fundamentar la existencia de una tendencia definida. Además, reflejan una considerable reducción en los valores de la variable a partir del segundo semestre del año 2009. El menor nivel de desvío con respecto a la media de la tasa pasiva durante ese período parecería estar indicando una mayor certidumbre sobre su comportamiento futuro. Sin embargo, esa relativa estabilidad de la tasa pasiva es contemporánea de un fuerte incremento en la formación de activos externos del sector

privado (FAE) que se desarrolla vigorosamente a partir del segundo semestre de 2007, y culmina con la adopción de medidas tendientes a restringir la posibilidad de acceder a las divisas con fines de atesoramiento a partir de noviembre de 2011 (Gráfico 8). Como se intentará mostrar, ese fenómeno macroeconómico tiene un impacto sobre la formación de expectativas acerca de la evolución de la tasa pasiva, y por lo tanto, sobre el costo del financiamiento para las distintas líneas de crédito.

Gráfico 8. Formación de activos externos del sector privado⁴⁷ y volatilidad de la tasa call⁴⁸. 2004-2012



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

7.1- La formación de activos externos y su impacto sobre la tasa pasiva esperada

En una economía que no emite una moneda de reserva internacional, en donde sus residentes tienen la posibilidad de acumular riqueza en activos domésticos o externos, la decisión de esos agentes acerca de cómo posicionar su portafolio puede verse como la contracara de la tarea que asume la autoridad monetaria de impedir que la formación de activos externos por parte del sector privado se muestre nociva para el crecimiento.

⁴⁷ Los datos referidos a la formación de activos externos del sector privado (FAE) surgen de la demanda neta de divisas en el mercado único y libre de cambios (MULC) para realizar inversiones en el exterior, para la compra de activos externos que deben ser aplicados a fines normativamente preestablecidos o para la adquisición de billetes sin un destino declarado.

⁴⁸ Tomando como referencia los últimos 120 días hábiles.

La voluntad de cada individuo de mantener riqueza en activos denominados en moneda doméstica estará dada por la expectativa de que dicha conducta redundará en el futuro en un mejor poder de compra de bienes y servicios - *vis a vis* - la opción de posicionarse en activos en moneda extranjera.

En principio, podríamos suponer que entre dos activos de igual plazo de maduración debe existir una paridad de intereses tal que el rendimiento doméstico sea similar al rendimiento de un activo similar en los EE.UU. más, la expectativa de devaluación de la moneda nacional frente al dólar durante el período de la aplicación financiera. A esto debería agregarse una prima de riesgo que capte el riesgo cambiario y la probabilidad de que al finalizar el plazo de la inversión existan restricciones institucionales que impidan el acceso a las divisas o a su libre disponibilidad. También, debería mensurarse la eventualidad de una cesación de pagos, aunque dicha posibilidad solo suele ser relevante en situaciones donde los bancos centrales han delegado una parte de los resortes de la política monetaria⁴⁹. De tal forma, para que un residente de un país en desarrollo conserve riqueza en moneda nacional, debería existir un diferencial de rendimientos tal que:

$$i - i^* - \frac{(e^e - e)}{e} - \text{riesgo} > 0$$

Nótese que se trata de una simplificación. En la práctica, difícilmente pueda encontrarse un caso donde el flujo de capitales se desenvuelva con arreglo exclusivamente a este diferencial, ya que existen costos de transacción y regulaciones que complejizan la determinación de estos flujos. Sin embargo, la evolución de este indicador podría ser un *proxy* adecuado de las modificaciones en los incentivos para el arbitraje entre activos domésticos y externos, ya que las regulaciones y los costos de transacción suelen permanecer relativamente estables.

A su vez, el diferencial de intereses presentado más arriba supone que cualquier persona física o jurídica puede realizar una inversión financiera en el exterior, si es que existe una diferencia de rentabilidades que incentiva dicha conducta. Sin embargo, en la práctica pueden existir una serie de restricciones para realizar este tipo de operaciones para un segmento de la población con capacidad de comprar divisas para atesoramiento. Dado que en la Argentina la poca información disponible acerca de la estructura de la demanda de divisas parece avalar la hipótesis de que una parte

⁴⁹ Se asume que un Estado soberano, sin restricciones en el manejo de su política monetaria (como por ejemplo la adopción de un esquema de caja de conversión) siempre será capaz de afrontar los servicios de una deuda emitida en su propia moneda, por lo tanto, en ese caso el riesgo asociado a una interrupción de los pagos puede considerarse cercano a cero.

importante de la misma fue realizada por sectores de ingresos medios que utilizan los dólares billetes⁵⁰ como refugio de valor⁵¹, es conveniente reformular el diferencial de forma tal de poder captar de forma más aproximada la forma en que estos sectores determinan la composición de su stock de riqueza. De esta forma, las variables relevantes para este ahorrista que no tiene en cuenta la tasa de interés internacional para decidir la constitución de su portafolio, podrían aproximarse mediante el siguiente diferencial:

$$i^{pf} - \frac{(e^e - e)}{e} + \text{Riesgo}^{pa} > 0$$

En este caso, la tasa relevante de interés en moneda doméstica sería la de los depósitos a plazo fijo en el sistema bancario. A su vez, el riesgo incorpora, además de las cuestiones señaladas más arriba, la diferencia en el grado de liquidez de los activos. Por ese motivo, su nivel es mayor que en el caso anterior.

La percepción de riesgo, tal como la hemos definido más arriba, está influida por la emergencia de sucesos que los agentes asumen como relevantes para sus expectativas sobre el futuro. Volviendo al caso argentino reciente⁵², el período analizado está caracterizado por un conjunto de acontecimientos políticos y económicos que ponen de manifiesto la importancia de este componente del diferencial, fundamentalmente a partir del año 2007⁵³. Particularmente, adquiere una importancia cualitativa la desaprobación del poder económico a determinadas políticas impulsadas por el gobierno nacional⁵⁴. El componente político de la fuga estaría reflejando aquel incremento de la percepción del riesgo originado en el enfrentamiento

⁵⁰ Participación de la compra neta de billetes en la FAE

2007	71,2%
2008	59,5%
2009	76,9%
2010	77,4%
2011	86,5%

⁵¹ Según los datos publicados en los "Informes sobre la evolución del mercado cambiario" del BCRA, durante los años 2009, 2010 y 2011 la participación de las compras mensuales por persona física o jurídica inferiores a los u\$s 10.000 sobre el total del monto demandado de billetes sin un fin declarado alcanzaron el 42%, 49% y 45% respectivamente. En el año 2011 se informa además que las compras inferiores a los u\$s 1.000 y u\$s 5.000 alcanzan el 6% y 32% respectivamente.

⁵² Si bien una parte de los agentes (sobre todo los de mayor porte) tienen la capacidad de asegurarse contra una variación no esperada del tipo de cambio a través de los mercados de futuros, todavía existe la posibilidad de una implementación de controles que restrinjan el acceso pleno a las divisas.

⁵³ A mediados de 2007 comienzan a manifestarse los signos de profundización de la crisis *subprime* y su transmisión a los mercados financieros, que alcanzan su máxima expresión durante el mes de septiembre de 2008 con la quiebra del banco de inversión *Lehman Brothers*. En cuanto a los acontecimientos internos se cuentan las controversias en torno al IPC GBA que elabora el INDEC y que afecta los rendimientos de una parte de los títulos públicos, la reestatización del sistema previsional y el *lock out* de las patronales vinculadas a las exportaciones agropecuarias.

⁵⁴ Este fenómeno parece haber cobrado cierta virulencia a partir del año 2008 cuando las patronales agropecuarias logran impedir la aplicación de un esquema de retenciones móviles a las exportaciones en un contexto de fuertes alzas en los precios internacionales de los *commodities*.

del gobierno con parte de las organizaciones políticas del *establishment* económico local. Ese incremento del riesgo modifica la situación anterior del diferencial de rendimientos en perjuicio del activo doméstico⁵⁵.

A su vez, más allá de su importancia, el componente político de la FAE puede estar potenciado o acotado por la situación de los otros factores que conforman el diferencial de intereses. En efecto, si la autoridad monetaria no atraviesa una crisis de divisas, puede modificar la relación de rentabilidad esperada a favor del activo doméstico a través de su manejo de la tasa de interés y del tipo de cambio. En ese marco, las posibilidades de forzar movimientos devaluatorios de la moneda por parte de determinados actores se verán disminuidas. Contrariamente, si el Banco Central decide no actuar en este sentido, atendiendo a otros objetivos de política que se verían perjudicados, como el nivel de actividad o la distribución del ingreso, el componente político de la fuga se potenciará.

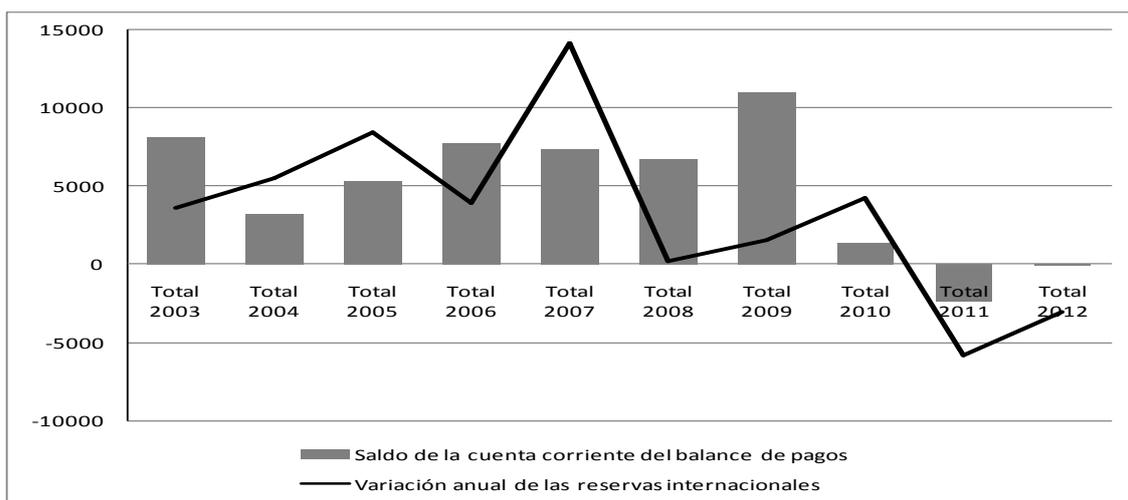
El recorrido de la FAE da cuenta de una situación en donde la posibilidad de acumular reservas internacionales se transformó en la variable de ajuste. En efecto, la capacidad del Banco Central de evitar que se disparen las expectativas de devaluación se sustentaron en el importante nivel de reservas internacionales en su activo. Sin embargo, dado que existe un componente político de la fuga que incrementa la percepción de riesgo, que además está potenciado sobre la existencia de una tasa de interés doméstica que no alcanza a equilibrar las rentabilidades esperadas de los activos externos y domésticos, necesariamente la FAE no se detendrá si no se producen cambios normativos. A su vez, la reducción de los superávits de cuenta corriente de la balanza de pagos irá prefigurando un escenario de menores grados de libertad para el sostenimiento de esta política.

Desde el punto de vista de la formación de expectativas sobre la tasa pasiva que deberán enfrentar en el futuro, los bancos conocen esta información y por lo tanto la incorporan en sus estimaciones. De esta forma, la tasa pasiva esperada no solo está influida por lo que viene aconteciendo con esa variable, sino por la dinámica del resto de las variables que pueden afectarla. En ese marco la FAE se convierte en un dato relevante, con independencia de cómo se pondere la incidencia de los distintos factores que influyen sobre esta, habida cuenta de que una política consistente con morigerarla o detenerla muy probablemente incluya una suba en la tasa de interés pasiva. Si bien como dato *ex post*, ese movimiento de la tasa pasiva no se verifica, los

⁵⁵ A modo de ejemplo se puede señalar que entre los meses de marzo (inicio del conflicto por la resolución 125) y julio de 2008 (rechazo de la propuesta de retenciones móviles en el Congreso) la FAE alcanzó los u\$s 11.213 millones.

bancos van incrementando sus expectativas sobre su ocurrencia en el futuro, dado que el drenaje de divisas a través de la FAE no se detiene, y los grados de libertad de mantener esa política se reducen a medida que el propio crecimiento de la economía va disminuyendo la holgura en el frente externo (López y Sevilla, 2010 y Amico *et al*, 2012).

Gráfico 9. Variación de reservas internacionales y resultado de la cuenta corriente del balance de pagos. 2003-2012



Nota: En el año 2006 se registra la cancelación de la deuda con el FMI por u\$s 9.800 millones.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y MECON.

7.2- “¿Cómo hacen estos tipos?”⁵⁶

Según se desprende del esquema presentado más arriba, cuando se mueve en forma ascendente la tasa pasiva esperada, los bancos deberán incrementar las tasas que cobran a sus clientes, si es que pretenden mantener un nivel de *mark up*. De ser así, el crédito total entregado por los bancos se contraerá a partir de dos canales que operan simultáneamente. En primer lugar, desde el lado de la demanda se retiran posiciones del mercado (solicitantes de nuevos préstamos) debido a que el incremento en el costo del financiamiento provoca el desistimiento de personas físicas o jurídicas que ahora evalúan no conveniente su postulación. Desde el lado de la oferta, los bancos estiman que la mayor carga de intereses dificultará los pagos comprometidos,

⁵⁶ El boom de los créditos personales en nuestro país puede verse en las publicidades de algunos bancos privados y extranjeros. Se trata de *sketch* cómicos que recurren a estereotipos de género en relaciones familiares tipificadas. En una de ellas, los clientes de un banco, en la soledad de su casa se preguntan “cómo hacen estos tipos”, dando a entender que están ante una oferta demasiado buena. La respuesta dispara situaciones hilarantes de los empleados del banco, como si de allí proviniera la rentabilidad en las finanzas.

y por lo tanto, una parte de la demanda que anteriormente era considerada merecedora de crédito será racionada.

Si esta hipótesis de comportamiento tuviera incidencia en los hechos estilizados, parecería que este efecto es más importante para las empresas que para las familias, en el caso de las financiaciones otorgadas por los bancos privados. En principio, podrían presentarse dos explicaciones acerca de este fenómeno. La primera tiene que ver con los determinantes de la demanda en uno y otro caso. Para una empresa que solicita un préstamo para financiar una actividad productiva, y que no planea incumplir el contrato, existirá un costo financiero máximo que estará dispuesta a aceptar. Ese límite viene dado por la rentabilidad que se espera obtener por la aplicación de esos fondos en la economía real⁵⁷. En el caso de la demanda por crédito para consumo de las familias, esa restricción no existe. Sin embargo, pueden existir otros factores relevantes, como el nivel de endeudamiento o las expectativas acerca de los ingresos futuros⁵⁸. La segunda cuestión está asociada a la distinta ponderación en la estructura de costos de la tasa pasiva en los casos de los préstamos para consumo y para empresas. En el caso de créditos al consumo, el peso de la tasa pasiva es mucho menor que en el caso del financiamiento a empresas debido principalmente a los mayores costos operativos. Es decir, que para un mismo monto de financiamiento, los costos administrativos de otorgar un préstamo a las empresas o a las familias difieren fundamentalmente debido a la existencia de economías de escala⁵⁹ en los montos adjudicados. De esta forma, si el resto de las variables que componen la estructura de costos se mantienen constantes, un incremento de la tasa pasiva generará un impacto proporcionalmente mayor en el costo del financiamiento para las actividades productivas. Por lo tanto, suponiendo que las elasticidades precio demanda no compensan este efecto, debería observarse una incidencia desigual sobre la evolución del *stock* de crédito para cada sector.

Sin embargo, estos argumentos que parecen consistentes con los datos presentados más arriba para el desenvolvimiento de la composición del crédito otorgado por los bancos privados, siguen dejando pendiente una explicación acerca de los motivos por los cuales tal comportamiento no se verifica en el caso del BNA y el Credicoop. Como

⁵⁷ Las empresas estiman un rendimiento de los fondos solicitados aplicados superior a la tasa de interés pactada por el préstamo, de lo contrario no solicitan el crédito. En el caso de que lo hagan para repagar deudas contraídas a un costo financiero superior dicha conducta no modifica el stock de crédito agregado.

⁵⁸ Según la información publicada por el BCRA en su "Boletín de Estabilidad Financiera" el período bajo análisis está caracterizado por un bajo nivel de endeudamiento de las familias tanto en términos históricos como en comparación a la situación existente en otros países de la región.

⁵⁹ Intuitivamente se puede pensar en los costos asociados a desembolsar \$10.000.000 en un préstamo a una sola empresa o entregar el mismo monto en 1.000 préstamos personales de \$10.000 cada uno. Seguramente en el segundo caso se necesitará una cantidad mayor de empleados, espacio físico, insumos, etc.

se mostró, estos bancos, con otra política crediticia, no presentaron resultados sensiblemente distintos en lo que respecta a los indicadores de irregularidad de cartera, y además obtuvieron una rentabilidad positiva. Nuevamente, surge la pregunta acerca de cómo podría ser posible que los banqueros privados hayan desistido de realizar préstamos rentables en forma persistente. En lo sucesivo, se argumentará que lo que se observa en los hechos estilizados no responde a una mayor capacidad de algunas instituciones para evaluar la conveniencia mercantil de otorgar determinados préstamos, sino que tiene que ver con el rol que juega la preferencia por la liquidez de los bancos y la existencia de rentabilidades diferentes entre los distintos tipos de préstamos en el contexto analizado.

7.3- Rentabilidades diferentes

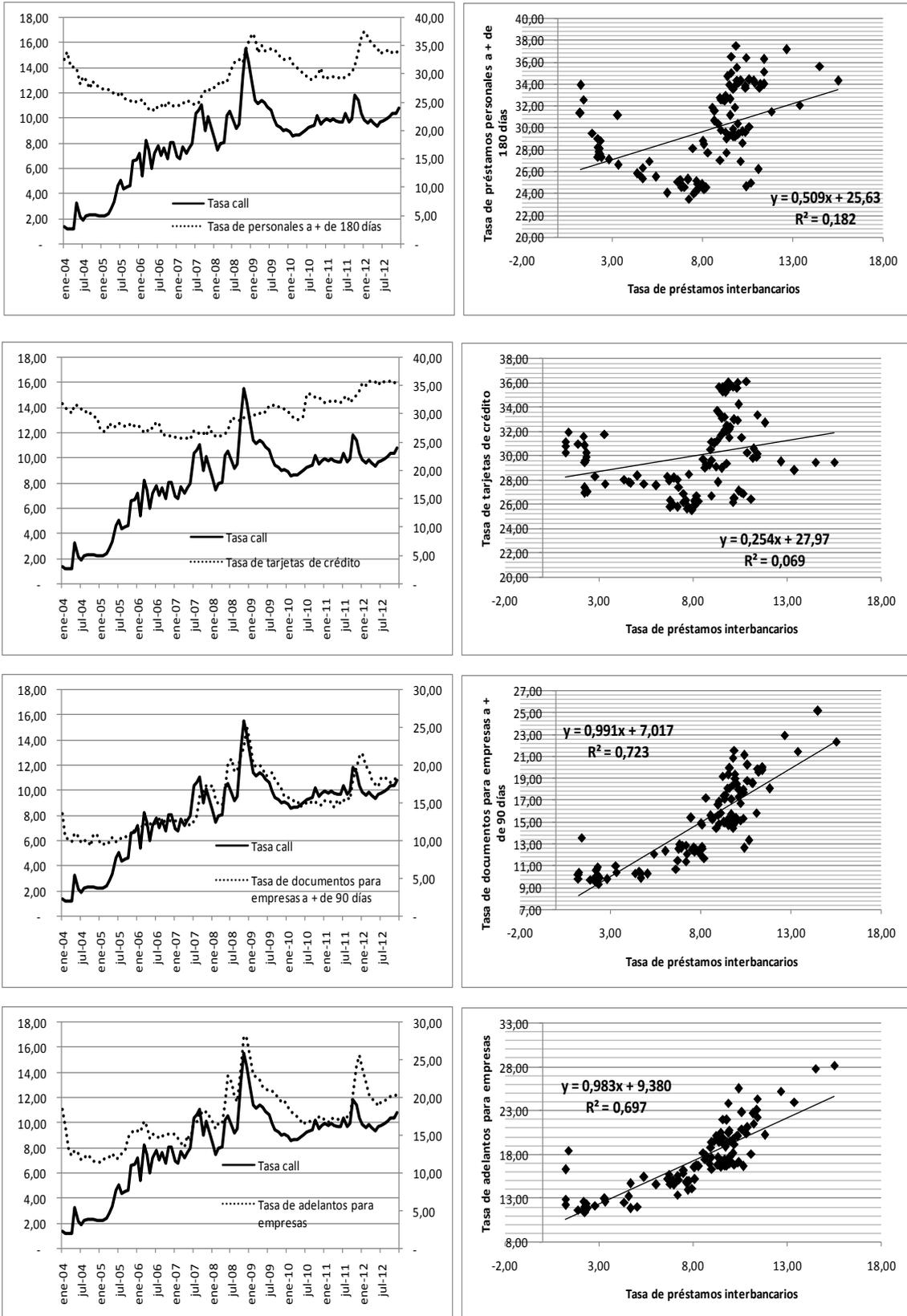
Si bien es relativamente sencillo, a partir de los balances y los cuadros de resultados, obtener indicadores acerca de la rentabilidad de un banco para la totalidad de su negocio, la cuestión se hace sensiblemente más compleja cuando se pretende analizar el rendimiento de cada una de las actividades que realiza. El motivo principal reside en la imposibilidad de conocer qué proporción de determinados costos comunes a dos o más actividades realizadas por el banco cabe imputarle a cada una de ellas. De esta forma, si bien en algunos casos puede ser posible determinar los ingresos generados, en la mayoría no es factible conocer los costos asociados a esos ingresos a partir de la información presentada por las entidades. Tomando en cuenta estas dificultades, en lo sucesivo se presentan una serie de regresiones que permiten inferir la existencia de una rentabilidad diferente en el otorgamiento de préstamos para empresas y familias.

Como señalamos más arriba, el incremento de la tasa pasiva debería provocar un aumento proporcionalmente más importante de la tasa activa de los préstamos para empresas debido al mayor peso relativo de la misma en la estructura de costos. Sin embargo, lo que se verifica empíricamente no es solamente una mayor proporcionalidad sino también un mayor grado de correlación entre ambas variables. Observando los datos correspondientes a las tasas de interés cobradas para los dos tipos de líneas más significativas del crédito para consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito) y para la actividad productiva (documentos y adelantos en cuenta corriente) se encuentra para el primer grupo un grado de correlación con la tasa *cal*⁶⁰

⁶⁰ Tasa de préstamos interbancarios ponderada por montos y plazos.

sensiblemente más bajo del que se registra para el segundo grupo (Gráfico 10). Esto último parecería estar reflejando una mayor capacidad de los bancos para absorber una parte de los movimientos de la tasa pasiva amortiguando las variaciones sobre la tasa activa de préstamos para consumo. Una hipótesis plausible es que estas instituciones - o por lo menos aquellas de mayor importancia - operan en mercados no totalmente competitivos, en donde tendrían una capacidad de fijar precios superior a la que podrían ejercer en el caso de los créditos a la producción. Sin embargo, asumiendo que esta interpretación es correcta, todavía no alcanza para responder a la pregunta que motiva este apartado, ya que los bancos no disponen de un *stock* dado de dinero para prestar, sino que otorgan todos los créditos solicitados por una demanda merecedora de crédito a una tasa dada. Por lo tanto, en principio, no existiría una competencia entre los demandantes que pudiera provocar el sesgo observado en la cartera crediticia de la banca privada.

Gráfico 10. Tasa interbancaria y tasas activas 2004-2012.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

7.4- Percepción de iliquidez y orientación del crédito

La preferencia por la liquidez de los bancos, tal como la hemos definido en el capítulo 5 de este documento, está vinculada a los riesgos inherentes de la operatoria bancaria. La imposibilidad de tener certeza sobre la tasa de interés futura constituye un elemento esencial para comprender por qué los bancos operan sobre sus balances para administrar los niveles de liquidez deseados. De no existir esa incertidumbre, cualquier necesidad de reservas podría ser resuelta a través del mercado de préstamos interbancarios. Los bancos prefieren mantener una cierta proporción de sus activos en aplicaciones financieras de baja rentabilidad, pero de rápida y segura realización. A su vez, mantienen una parte de sus pasivos en instrumentos relativamente más onerosos, pero de mayores plazos de devolución. Esto se debe a que suponen que de esta manera disminuyen las pérdidas esperadas ante una eventual caída de una parte de sus préstamos, un retiro de depósitos o un descalce de tasas. Por supuesto que esta preferencia no está dada, sino que depende del contexto sobre el cual se desenvuelve la actividad. Un contexto caracterizado por una caída de la actividad económica supone para los bancos un empeoramiento en sus expectativas sobre la capacidad de repago de empresas y familias, y por lo tanto, una mayor preferencia por la liquidez. De la misma manera, una menor / mayor volatilidad de la tasa de interés pasiva repercutirá disminuyendo / aumentando la preferencia por la liquidez.

Es importante destacar que este resultado se obtiene aún asumiendo que el Banco Central se acomoda a las necesidades de liquidez del sistema y que los bancos entienden que el proceso de creación de dinero funciona bajo el esquema adoptado en este trabajo. Esto se debe a que, si bien el Banco Central tiene bajo su control el nivel de la tasa de interés de la economía, sus objetivos no coinciden necesariamente con los deseos de las entidades. Por ejemplo, la autoridad monetaria podría entender que existen expectativas de depreciación de la moneda doméstica, y para evitar una fuga de capitales decidir un incremento de la tasa. O bien, podría asumir que la inflación es demasiado alta y que está explicada por un exceso de demanda que se corrige elevando el costo del dinero. En cualquier caso, lo importante es que el BC no tiene, a priori, un compromiso con los bancos acerca su desenvolvimiento.

El otorgamiento de un crédito generará una pérdida de liquidez en la mayoría de los indicadores relevantes utilizados por los bancos para su medición (Delfiner *et al*, 2007). Esto se debe a que cuando el banco extiende un préstamo, paralelamente

realiza un depósito por el mismo monto⁶¹, en una cuenta a la vista a nombre del prestatario. De esta forma, la relación $\frac{\text{Activos líquidos}}{\text{Depósitos}}$ disminuirá de la misma forma que el ratio $\frac{\text{Pasivos de largo plazo}}{\text{Pasivos totales}}$. Adicionalmente, la pérdida de liquidez será mayor con el retiro/transferencia parcial o total del depósito, y también según la existencia y nivel de la tasa de encaje obligatorio.

De esta forma, si los bancos tienen algún grado de preferencia por la liquidez -y además existen rentabilidades diferentes para los distintos tipos de préstamos-, la estructura de costos que las instituciones privadas observan para fijar la tasa activa viene dada por:

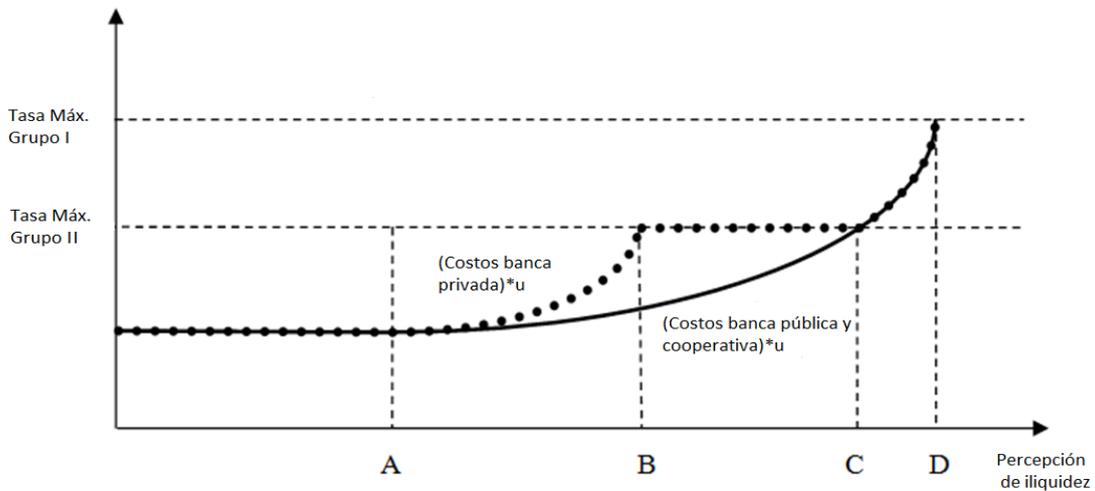
$$C = C_0 + M\left[T_p + \frac{(T_p^e - T_p)}{T_p} + R + Op\right]$$

En donde **Op** reflejaría el costo de oportunidad asociado a la pérdida de liquidez que podría haber sido “invertida” en el otorgamiento de un préstamo más rentable. Es esperable que este último componente de la estructura de costos vaya adquiriendo mayor relevancia a medida que los bancos se van percibiendo más ilíquidos. Esa percepción puede provenir tanto de una retracción en los indicadores comúnmente utilizados o simplemente de que ahora las entidades consideran insuficiente determinado nivel que anteriormente era estimado como apropiado. Por lo tanto, la variable relevante tiene que ver con la subjetividad de las entidades acerca de cuál es el nivel de liquidez con el cual es más conveniente operar, y cuál es el margen con que se cuenta en cada momento del tiempo. Cuando los bancos se perciban con un margen de liquidez estrecho, serán más renuentes a otorgar préstamo de baja rentabilidad ya que la pérdida de liquidez asociada podría haber sido aprovechada para generar un activo más rentable⁶². Inversamente, cuando los bancos se perciban con liquidez excedentaria, **Op** será menos relevante para explicar el precio de la tasa activa. *Nótese que la estructura de costos para las entidades públicas, y en nuestro caso también el banco cooperativo, no se ha modificado*, habida cuenta de que, por definición, sus objetivos difieren de la lógica de lucro privada. Sin embargo, en estos casos también se verifican las motivaciones que tiene la banca privada para mantener un determinado grado de preferencia por la liquidez. En el gráfico siguiente se sintetizan esquemáticamente los argumentos.

⁶¹ Asumimos nuevamente que se trata de una simplificación ya que en la práctica existen por ejemplo costos de otorgamiento que hacen que el monto del préstamo sea superior al efectivamente depositado.

⁶² Dos créditos por montos idénticos y con los mismos plazos de devolución implicarán la misma pérdida de liquidez al momento del otorgamiento a pesar de que sus rendimientos puedan diferir.

Gráfico 11. Relación entre la percepción de iliquidez y la orientación del crédito



Para simplificar la exposición de la tesis principal, suponemos que existen dos tipos de bancos, privados por un lado, y públicos y cooperativos por el otro. Los primeros solo tienen objetivos mercantiles, mientras los segundos también incorporan otros objetivos comúnmente adjudicados a este tipo de entidades. Sin embargo, estos últimos califican la solvencia de la demanda de crédito con los mismos parámetros que el sector privado de la banca. A su vez, asumimos que existen dos tipos de clientes en la cartera de préstamos. Su diferencia radica en que los clientes tipo I suscriben empréstitos en los cuales los bancos obtienen una mayor rentabilidad, dado que estos son capaces de fijar una tasa activa superior a la que les es posible fijar en el caso de los clientes tipo II. Asumimos también que los costos de otorgar préstamos a los dos tipos de clientes son idénticos, y que existe sólo un formato de préstamo en cuanto a la estructura de pago de los intereses y el capital. Por último, se supone que el resto de las variables relevantes para determinar el precio de la tasa activa se mantienen constantes.

El eje de las abscisas representa la percepción que tienen los bancos acerca de su nivel de liquidez actual. Desde el origen hasta el punto A, los bancos se perciben a sí mismos con abundante liquidez, y por ese motivo, no se registran incrementos en los costos esperados de otorgar un préstamo. A partir del punto A, las sucesivas pérdidas de liquidez demandarán un incremento de los costos debido a los riesgos asociados. Por ese motivo, el piso de la tasa activa necesario para mantener un determinado nivel de *mark up* se verá incrementado sucesivamente a medida que la percepción de iliquidez aumente. Como señalamos más arriba, a medida que los costos financieros se incrementan, una parte de la demanda anteriormente *creditworthy* será racionada.

Pasando el punto D, no existirá demanda merecedora de crédito desde el punto de vista de los bancos.

La línea punteada representa la evolución del costo esperado de otorgar un préstamo por parte de la banca privada multiplicado por el *mark up* mínimo que los bancos exigen para realizar el desembolso, a medida que aumenta la percepción de iliquidez. La línea continua describe un comportamiento análogo para la banca pública y cooperativa. En ambos casos, como existe una preferencia por la liquidez asociada a la imposibilidad de conocer con certeza el devenir de la tasa pasiva, el piso de la tasa activa se irá incrementando a medida que nos movemos hacia la derecha sobre el eje horizontal.

Dado que existe un grupo de clientes que requieren de una tasa relativamente más baja para constituirse en demanda *credithworthy*, a partir de un determinado grado de percepción de iliquidez solo se otorgarán préstamos al grupo de clientes que admiten (desde el punto de vista del banco) una tasa activa mayor. Ese punto se alcanza para la banca privada en el punto B, y para la banca pública y cooperativa en el punto C. *Esa diferencia se explica porque este último grupo de bancos no incorpora el costo de oportunidad, y de esta forma, sus costos son menos elásticos a la percepción de iliquidez hasta el punto B.* A partir de ese momento, la situación se invierte, ya que los costos de la banca privada pasan a ser inelásticos hasta el punto C. En este tramo, el costo de oportunidad va disminuyendo, compensando la diferencia entre el incremento del costo (neto del costo de oportunidad) y la tasa máxima que admiten los clientes tipo II. Más allá del punto C, ya no existe demanda *creditworthy* de los clientes tipo II para ningún grupo de bancos, y por eso ambas líneas se superponen a partir de ese momento.

De esta forma, desde el origen hasta el punto A, ambos tipos de bancos otorgaran préstamos a los dos grupos de clientes sin diferencias. En el segmento A-B, por el incremento de la percepción de iliquidez, los bancos subirán las tasas activas para mantener los *mark up* generando un racionamiento de crédito progresivo que será más intenso para la banca privada ya que sus costos se incrementan en mayor medida por la existencia del costo de oportunidad. A su vez, debido a este mismo efecto, los bancos privados racionarán en mayor medida a los clientes de tipo II. En el tramo B-C solamente los bancos públicos y cooperativos entregarán préstamos a este grupo de clientes ya que para este segmento de la banca continúan siendo rentables.

7.5- Una hipótesis acerca de las causas del comportamiento de la banca privada⁶³

Los datos relevados para el período 2004-2012 muestran que la banca privada, tanto nacional como extranjera, incrementó en una forma sensiblemente más dinámica sus créditos para consumo de las familias en relación a aquellos destinados a las empresas. Desde un enfoque de dinero endógeno, en donde el Banco Central persigue un objetivo de tasa de interés, y por lo tanto se acomoda a las necesidades de liquidez de los bancos, la explicación más intuitiva sería atribuir dicho comportamiento a la ausencia de una demanda *credithworthy* por parte de las empresas. Sin embargo, el comportamiento diferenciado del BNA y del banco Credicop, en donde crecen fuertemente estos préstamos, obliga a explorar otros argumentos. Los indicadores sobre calidad de cartera y rentabilidad no parecen habilitar, como explicación principal, la hipótesis acerca de una política de otorgamiento más laxa, o de préstamos a tasas que no alcanzan a cubrir una rentabilidad mínima. Tampoco el menor “costo de fondeo” observado para los bancos públicos parece determinante como explicación.

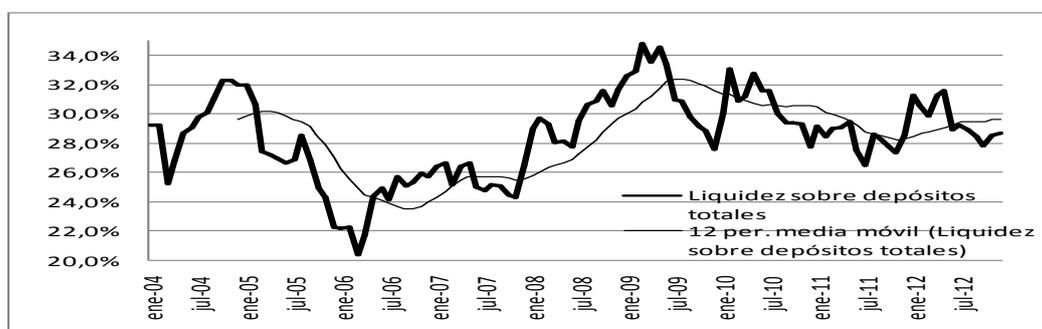
Por ese motivo, se utilizó un esquema de análisis en donde la decisión de un banco para otorgar un préstamo no difiere según el origen de su propiedad. En todos los casos, el crédito será desembolsado si el cliente es solvente, desde el punto de vista del banco, a una tasa de interés que debe garantizar para la entidad un *mark up* mínimo sobre los costos que refleja la ganancia normal del sistema. Se asume además que las entidades financieras no tienen diferencias significativas a la hora de evaluar la capacidad de pago de los clientes.

A su vez, los bancos tienen algún grado de preferencia por la liquidez que se manifiesta en su voluntad de conservar una estructura de activos y pasivos que tienda a minimizar las pérdidas esperadas por una elevación no prevista de la tasa de interés. Esa preferencia no es un dato estático, sino que se mueve conforme a las expectativas de las entidades sobre el desenvolvimiento futuro de las variables relevantes para la toma de decisiones en el negocio bancario. En un contexto

⁶³ Esta hipótesis acerca de las causas que están por detrás de la dinámica observada en los créditos otorgados por los distintos tipos de banco analizados no rechaza la existencia de otros factores que pudieron haber operado en el mismo sentido, sin embargo pretende poner de relieve una explicación que se asume como relevante para la comprensión de los hechos estilizados. Entre los factores que también pueden haber influido en la dinámica observada se cuenta la existencia de información asimétrica entre los demandantes de crédito y los bancos, tal como fue planteado oportunamente por los economistas nekeynesianos que estudiaron los determinantes del racionamiento del crédito. En el mismo sentido impactan las políticas desplegadas desde el sector público a través de la banca oficial para facilitar la asistencia crediticia a las empresas de determinadas regiones o actividades y la decisión de ambas instituciones de otorgar líneas de crédito a tasas por debajo de las existentes en el mercado para favorecer el acceso al financiamiento de empresas Pymes.

caracterizado por la irrupción de un evento relevante y no esperado, la percepción de liquidez se modifica abruptamente, y eso suele traducirse en una rápida alteración en los niveles de liquidez observados. En la etapa posterior a la reorganización del sistema financiero argentino, después de la implosión del régimen de convertibilidad, este tipo de situación se instala nítidamente con la profundización de la crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU (gráfico 14). En principio, en un escenario caracterizado por la ausencia de cambios bruscos en las variables determinantes del negocio bancario, la percepción de las entidades acerca del nivel adecuado de liquidez debería permanecer relativamente constante. Sin embargo, de existir una dinámica de las variables macroeconómicas que las entidades consideran no sustentable, incorporarán esa información en sus estimaciones. La gradualidad de esos procesos supone ajustes menos pronunciados en los niveles de liquidez, pero de ser persistentes, debería observarse un correlato con los datos observados. Efectivamente, en el gráfico 14 se puede apreciar que una vez superada la incertidumbre sobre el devenir de la crisis internacional (IV trimestre de 2009 y I trimestre de 2010), el indicador de liquidez se posiciona en niveles sensiblemente más altos de los observados en el período 2005-2007, donde el sistema financiero argentino ya había superado en buena medida los lastres heredados de la etapa anterior.

Gráfico 14. Índice de liquidez en pesos* del sistema financiero 2004-2012.



* $(\text{Depósitos en C.C. en el BC en \$} + \text{Efectivo en bancos en \$} + \text{Pases netos en \$}) / \text{Depósitos del Sector privado en \$}$.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

La dinámica que adquiere la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero a partir del segundo semestre del año 2007 va configurando un escenario donde las expectativas acerca de una suba en la tasa de interés se van fortaleciendo a través del tiempo. La pérdida de grados de libertad para el sostenimiento de una política monetaria que mantenga persistentemente un diferencial

de tasas entre los activos domésticos y externos que no alcanza para contener la fuga de capitales, permite que esas expectativas no desaparezcan, a pesar de que a la postre no se terminan cumpliendo. De esta forma, al incrementarse las dificultades para estimar la tasa pasiva esperada, aumenta gradualmente la percepción de iliquidez para una estructura de activos y pasivos dada.

Si los bancos operan en un escenario donde no se perciben con una liquidez excedentaria, cada otorgamiento adicional de crédito impacta marginalmente sobre la estructura de costos debido al incremento de los riesgos. Para mantener un determinado nivel de *mark up*, incrementarían sus tasas activas racionando una parte de la demanda otrora *creditworthy*. La diferencia en el comportamiento observado entre los bancos públicos y privados radica en que la banca privada incorpora el costo de oportunidad de perder liquidez en la adjudicación de sus préstamos. Ese costo de oportunidad está asociado a la existencia de rendimientos diferenciales entre los distintos tipos de créditos. La pérdida de liquidez ocasionada en otorgar un préstamo comercial (menos rentable) puede ser “invertida” en un préstamo para consumo (más rentable). Por ese motivo, la banca privada incrementa más rápidamente el piso de su tasa activa racionando una mayor cantidad de empresas, que en parte son atendidas por el BNA y el banco Credicoop. Estos últimos también incrementan el piso de sus tasas de interés activas cuando aumenta su percepción de iliquidez, pero en menor medida que la banca privada. Por eso el racionamiento del crédito a las empresas es relativamente inferior, lo que les permite mantener un crecimiento más dinámico de los préstamos a la producción. En términos del esquema presentado más arriba, el sistema bancario argentino estaría operando en el segmento A-B del gráfico 11.

8- Conclusiones

Los datos correspondientes al destino de las financiaciones de los bancos argentinos al sector privado dan cuenta de una marcada asimetría entre el comportamiento de la banca privada tomada en su conjunto por un lado, y el BNA y el Credicoop por el otro. En este documento se presentó una hipótesis acerca de las causas que pudieron haber dado lugar a los hechos estilizados, sin por ello desconocerse la existencia de otros factores que pudieron haber incidido sobre los mismos. Entre ellos merecen

destacarse las políticas desplegadas por ambas instituciones con el objetivo de favorecer el acceso al financiamiento de empresas pequeñas y medianas.

Nuestra explicación intenta modelizar un argumento que pone el acento en los movimientos en la preferencia por la liquidez de los bancos argentinos y su relación con la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero a partir del segundo semestre de 2007. Para una estructura de costos dada, un incremento en la percepción de iliquidez se manifiesta en una elevación de las tasas activas. El incremento en el costo del financiamiento tiene como consecuencia un racionamiento del crédito para una parte de la demanda que, hasta ese momento, era considerada merecedora del mismo por parte de las entidades.

El efecto diferenciado de este impacto para empresas y familias, en el caso de la banca privada, viene dado por la existencia de un costo de oportunidad en la pérdida de liquidez que supone otorgar una unidad de crédito adicional. Las tasas para las financiaciones con destino al consumo de las familias se mueven con un grado de correlación con la tasa *call* sensiblemente inferior al observado en el crédito para las empresas. Esto supone una capacidad de amortiguar el impacto de las variaciones de la tasa pasiva que no se encuentra en el caso de los préstamos a las empresas, dando cuenta de una mayor capacidad de fijar precios en este segmento crediticio. A medida que aumenta la percepción de iliquidez de los bancos privados, el costo de oportunidad se incrementa, elevando relativamente el racionamiento del crédito a los sectores productivos.

Si bien el principal determinante de la decisión empresaria para aumentar los niveles de producción viene dado por sus expectativas acerca de la evolución de la demanda, la capacidad de acceder al crédito bancario facilita y, en algunos casos, hace viable tal decisión. En el caso de empresas que no tienen la capacidad de trasladar a precios los mayores costos financieros, las condiciones de la oferta de crédito juegan un papel fundamental en el desempeño de la firma. Por lo tanto, si el marco de incentivos sobre los cuales operan los bancos privados en la Argentina estimula la adopción de prácticas crediticias que tienden a desatender las necesidades de financiamiento de las empresas, esto terminará repercutiendo en un menor nivel de producción.

Por otro lado, si la hipótesis del documento es correcta, esta situación se produce a costa de que los bancos pueden fijar tasas activas en el segmento de los préstamos para consumo superiores a las que se obtendrían en un mercado donde la competencia operara plenamente. Esas ganancias extraordinarias implican una

transferencia monetaria desde las familias hacia las entidades que repercute negativamente sobre la demanda agregada de la economía y la distribución del ingreso.

De lo analizado en el documento se desprende que una política regulatoria que genere incentivos para que la banca privada incremente sus préstamos a las empresas tendrá efectos positivos para el conjunto de la economía. Sin embargo, la discusión acerca del formato de la regulación presenta múltiples aristas que abarcan desde sus efectos en la macro hasta la economía política de eventuales medidas. Por lo tanto, a la hora de evaluar la conveniencia de adoptar una forma u otra, las autoridades ponen en juego diferentes cuestiones. En este caso particular se cuentan, entre las más relevantes, el abordaje teórico acerca de la forma de funcionamiento del sistema financiero en una economía periférica, la voluntad de avanzar o no con cambios en la distribución del ingreso, y finalmente, una caracterización acerca de las condiciones de factibilidad de llevar adelante las políticas dada la relación de fuerzas existente en relación a los intereses enfrentados. Los cambios normativos dispuestos en los últimos años, enmarcados en la modificación de la carta orgánica del BCRA, dan cuenta de la existencia de una voluntad política tendiente a generar una regulación del sistema que permita potenciar sus externalidades en materia de producción y empleo.

En el marco de las hipótesis planteadas, algunas medidas tendientes a morigerar el problema de falta de incentivo de la banca privada a incrementar sus préstamos a las empresas serían las siguientes:

- *Seguros de tasas de interés*: En donde el Banco Central establece un mecanismo por el cual los bancos pueden asegurarse la tasa de interés futura. De esta forma desaparece la preferencia por la liquidez motivada por la incertidumbre acerca del comportamiento de la tasa pasiva en el futuro. En términos del esquema presentado en el cuerpo del trabajo, esta política permitiría que los bancos operen en el tramo de la curva donde la pendiente es nula. Debido a que la prima del costo de tales seguros sería más baja que la resultante de un mercado privado, este esquema funcionaría como un subsidio del Banco Central a las entidades. Si bien tendría un impacto sobre la morigeración de la percepción de iliquidez de los bancos, esta medida no resuelve los problemas asociados a las ganancias extraordinarias en los préstamos para consumo y a la imposibilidad de acceder al crédito para empresas que no son rentables a un determinado nivel de *mark up*.

- *Requisitos de obligación de prestar bajo determinadas condiciones:* De esta forma se podría permitir el acceso al crédito de firmas racionadas por las entidades, pero implicaría un costo para la rentabilidad de las instituciones bancarias. En términos del esquema planteado en el trabajo, si bien los bancos no han alterado su percepción de iliquidez, la regulación los obligaría a otorgar créditos que no hubiesen sido concedidos por no alcanzar los niveles mínimos de rentabilidad necesarios. Una experiencia reciente en este sentido es la regulación implementada por el BCRA⁶⁴ en julio de 2012, que obliga a extender créditos a empresas a una tasa y un plazo fijados por la autoridad monetaria por un monto equivalente a una porción de los depósitos. Esta medida fue exitosa en la medida que los bancos lograron cumplir con las metas establecidas por el BCRA, en un contexto caracterizado por la desaceleración de la actividad económica, sin alterar significativamente los niveles de rentabilidad alcanzados en los años previos.
- *Impulso del crédito al consumo desde los bancos públicos:* Si los bancos oficiales practican una política agresiva de bajar sus tasas activas en los créditos para las familias, cabría esperar una disminución de la tasa en el resto del sistema para evitar perder clientes. De esta forma se reduciría el *mark up* sobre estos préstamos disminuyendo o anulando el costo de oportunidad señalado en el documento. En términos del esquema desarrollado, la curva que relaciona la percepción de iliquidez con la tasa activa mínima para mantener un determinado nivel de *mark up* de la banca privada se acercaría a la que representa la misma relación para la banca pública. Sin embargo, si bien tendería a desaparecer el sesgo hacia el consumo de las financiaciones, todavía sería relevante la incertidumbre sobre la tasa pasiva esperada. Un beneficio adicional de una política que vaya en este sentido sería su efecto positivo sobre la distribución del ingreso dado por la transferencia de recursos desde los bancos hacia las familias.
- *Regulación de las tasas de interés en los préstamos para consumo:* La normativa actual permite limitar la tasa máxima que las entidades pueden cargar en las financiaciones que otorgan. Aplicando una reglamentación en este sentido se reduciría el costo de oportunidad de “invertir” liquidez en la adjudicación de préstamos menos rentables. El efecto cualitativo sobre el costo de oportunidad sería similar al que se esperaría de la medida anterior, sin

⁶⁴ Mediante la comunicación “A” 5319 de julio de 2012, el BCRA estableció las condiciones de la “Línea de Créditos para la Inversión productiva”, que contenía las metas que los bancos debían cumplir para el segundo semestre de ese año. Posteriormente la norma fue renovada durante el año 2013.

embargo, su efectividad en relación al mayor activismo de la banca pública dependerá fundamentalmente de la eficacia de los mecanismos de competencia en el sistema financiero argentino, y de la capacidad de las autoridades de establecer los límites máximos más convenientes para las distintas formas de financiamiento bancario del consumo de los hogares.

Ciertamente, las medidas aquí presentadas son estrictamente analíticas. Se desprenden del esquema conceptual presentado, y no constituyen una recomendación particular de política. Para ello habría que ponderar los agentes que se benefician y los que se perjudican en cada una de ellas, atendiendo al impacto entre las familias, los distintos tipos de bancos, las empresas y el Estado. Les corresponde a los responsables de la política económica tomar las decisiones, así como las formas jurídicas para instrumentarlas con eficacia y perdurabilidad.

El racionamiento del crédito, sesgado principalmente para favorecer cierto tipo de consumo -con alto componente importado-, no hace más que profundizar la restricción externa, restando eficacia a la política expansiva.

La planificación, única manera de resolver el camino hacia la independencia económica y el desarrollo con inclusión, no puede ser ajena en materia financiera.

9- Bibliografía

ALCHIAN, A. (1969): "Information Costs, Pricing and Resources Unemployment", *Economic Inquiry*, junio.

ALLEN, F. (1983): "Credit Rationing and Payment Incentives", *Review of Economic Studies*, 50.

ALLEN, F. (1984): "Reputation and Quality", *Rand Journal of Economics*, mics, 15.

ALLEN, F.; SANTOMERO, A.M. (1996): *The theory of financial intermediation*, Center of financial institutions Working Papers 96-32. Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

ALLEN, F.; SANTOMERO, A.M. (1999): *What do financial intermediaries do?* Center of financial institutions Working Papers 99-30. Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania.

AMICO, F.; FIORITO, A. y ZELADA, A. (2012): *Expansión económica y sector externo en la Argentina en los años 2000. Balance y desafíos hacia el futuro*. Documento de Trabajo N°45 del CEFID-AR. Julio.

ANASTASI, A.; ELOSEGUI, P. y SANGIÁCOMO, M. (2009): *Determinantes de la tasa interbancaria de préstamos en Argentina*. Revista del BCRA. Marzo.

BALTENSPERGER, E. (1978): "Credit Rationing: Issues and Question", *Journal of Money, Credit and Banking*, 15.

BERNANKE, B. y GERTLER, M. (1989): "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 79.

BESANKO, D.; THAKOR, A. (1987): "Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets", *Journal of Economic Theory*, 28, 3 de octubre.

BESTER, H. y HELLWING, M.(1987): "Moral Hazard and Equilibrium Credit Rationing: An Over-view of Issues". En Bamberg, G. y Spremann, D. (eds.) *Agency*

BESTER, H.(1985): "Screening vs Rationing in Credit Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 75.

BIBOW, Jorg, (2006): *Liquidity preference theory*, en *A handbook of alternative monetary economics*, Arestis y Sawyer (Comps).

BIBOW, Jörg (2005): *Liquidity preference theory revisited - To ditch or to Guild on it?*

BLEGER, Leonardo (2009): *Innovación, desregulación y burbujas en la crisis financiera actual*. En: *Crisis global: una mirada desde el sur. Orígenes y enseñanzas del crac financiero*. Buenos

Aires, Capital Intelectual.

BLINDER, A.S. (1987): "Credit Rationing and Effective Supply Failures", *The Economic Journal*, 97.

BROWN, Christopher (2003-4): Toward a reconciliation of endogenous money and liquidity preference, *Journal of postkeynesian economics*, Winter 2003-4 vol 26, Nº 2.

BURDISSO, T.; CORSO, E. (2011): Incertidumbre y dolarización de cartera. El caso argentino en el último medio siglo. *Revista del BCRA*, julio – septiembre.

CAÑELLAS, Marcelo G. (1967): *Economía y política bancaria*. Buenos Aires, Selección Contable.

CARDIM DE CARVALHO, F.C (2007): Sobre a preferência pela liquidez dos bancos. En: De PAULA, Luiz Fernando; OREIRO, José Luís (comps.) *Sistema financeiro Uma análise do setor bancário brasileiro*. Campus. Publicado por primera vez en Davidson, P.; Kregel, J. (Orgs). *Full employment and Price stability in a Global Economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. (2013): Keynes and the endogeneity of Money. *Review of Keynesian economics*. Vol. 1.

CHICK, V. y DOW, S. (2002): Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a nondualistic treatment. *Journal of post Keynesian economics* vol. 24 Nº 4 summer.

DALZIEL, Paul (1995): *The keynesian multiplier liquidity preference and endogenous money*. Department of economics and marketing, Lincoln University, Canterbury, march.

DAMILL, M.; FRENKEL, R. ; SIMPSON, L. (2011): "Macroeconomía, regulaciones financieras y la reconstrucción del sistema bancario argentino en los años 2000", CEDES, Abril.

DAMILL, M.; SALVATORE, N.; SIMPSON, L. (2004): Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino. II. El sistema financiero de la Argentina bajo régimen de convertibilidad y la transición a un nuevo modelo de intermediación. CESPA, FCE-UBA.

DE LUCCHI, Juan (2012): "El enfoque de dinero endógeno y tasa de interés exógena. Reflexiones sobre la convertibilidad y la postconvertibilidad en Argentina.", Documento de Trabajo Nº 44 del CEFID-AR, Junio.

DE NIGRIS, Alberto, (2008): "La bancarización en Argentina", Unidad de Estudios del Desarrollo. División de Desarrollo Económico, CEPAL, agosto.

DE PAULA, L.; ALVES, A. Jr. (2003): Banking behaviour and the brazilian economy after the real plan: a post-keynesian approach. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Nº 227, December.

- DELFINER, M., LIPPI, C. y del Canto, A. (2007): "La administración del riesgo de liquidez en el sistema financiero argentino", Revista Ensayos Económicos del BCRA, Agosto.
- DIAMOND, D. (1984): "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", Review of Economic Studies, 51.
- DOS SANTOS, Paulo L. (2013): Distribución del crédito, rentabilidad y estabilidad. BCRA. Ensayos Económicos N°69, diciembre.
- DOW, S. (1996): Horizontalism: A critique. Cambridge Journal of Economics, 20(4).
- EATWELL, John; TAYLOR, Lance (2006): Finanzas globales en riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional. Buenos Aires, CEFID-AR, Siglo XXI.
- ELOSEGUI, P; VILLAMIL, A. (2007): "Riesgos bancarios y racionamiento de crédito", Revista Ensayos Económicos del BCRA, Octubre – Diciembre.
- FAMA, E. (1985): "What's Different about Banks?", Journal of Monetary Economics, 15.
- FONTANA, Giuseppe (2002): Rethinking endogenous Money: A constructive interpretation of the debate between horizontalist and structuralist. Leeds university Business school, June 2001, revised Nov.
- FREIMER, M.; GORDON, M. (1965): "Why Bankers Ration Credit?", Quarterly Journal of Economics, 79.
- FREIXAS, Xavier; ROCHET, Jean Charles (1997): Economía bancaria. Antoni Bosch.
- FRENKEL, Roberto (1982): "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", Revista Desarrollo Económico N° 87.
- GAGGERO, J.; CASPARRINO, C.; LIBMAN, E. (2007): La fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas. CEFID-AR, DT N° 14, mayo.
- GAGGERO, J.; KUPELIAN, R.; ZELADA, M. (2010): La fuga de capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009), CEFID-AR, DT N° 29, julio.
- GALE, D. y HELLWIG, M. (1985): "Incentive Compatible Debt Contracts: The One Period Problem", Review of Economic Studies, 52.
- GESELL, Silvio (1916): El orden económico natural. Bern.
- GOLONBEK, C.; MARESO, P. (2011): Sector financiero argentino 2007-2010. Normalización, evolución reciente y principales tendencias. Documento de Trabajo N° 36 del CEFID-AR, Marzo.

GURLEY, J; Shaw, E. (1955): Financial aspects of economics development, American Economic Review 4.

HODGMAN, D. (1959): "In Defense of the availability Doctrine: A Comment", The Review of Economics and Statistics, 49.

HODGMAN, D. (1960): "Credit Risk and Credit Rationing", Quarterly Journal of Economics, 74.

HODGMAN, D. (1961a): "The Deposit Relationship and Commercial Bank Investment Behaviour", Review of Economics and Statistics.

HODGMAN, D. (1961b): "Credit Risk and Credit Rationing: Reply", Quarterly Journal of Economics, mayo.

JAFFEE, D. (1971): Credit Rationing and the Commercial Loan Market, and Debt Management of the Joint Committee on the Economic Report, 82nd Congress, and Sons, New York.

JAFFEE, D. y RUSSELL, T. (1976): "Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing", Quarterly Journal of Economics, 99.

JAFFEE, D. y RUSSELL, T. (1984): "Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing: A Reply", Quarterly Journal of Economics, noviembre, 99.

JAFFEE, D.; MODIGLIANI, F. (1969): "A Theory and Test of Credit Rationing", American Economic Review, 59.

JUNIPER, James (2005): Defending liquidity preference and keynesian notions of fundamental uncertainty. Coffee, The Diversity o Newcastle, Callaghan, feb.

KALDOR, Nicholas (1982): The Scourge of Monetarism, Oxford University Press.

KALECKI, Michael (1941): The short-term rate of interest and the velocity of cash circulation, review of economics and statistics, XXIII.

KAREKEN, J.H. (1957): "Lenders' Preferences, Credit Rationing and the Effectiveness of Monetary Policy", Review of Economics and Statistics, agosto.

KAREKEN, J.H. (1959): "In Defense of the Availability Doctrine: Reply", Review of Economics and Statistics, febrero.

KEETON, W. (1979): Equilibrium Credit Rationing, Garland Publishing Company. N. York.

KEYNES, John Maynard (1923): Breve tratado de reforma monetaria. México DF. Fondo de Cultura Económica.

KEYNES, John Maynard (1930): Tratado sobre el dinero. Madrid.

KEYNES, John Maynard (1936): *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. México DF, Fondo de Cultura Económica.

KEYNES, John Maynard (1937): The "Ex Ante" Theory of the rate of interest. *The economic Journal*, vol 47, N° 188, dec.

KHEMRAJ, Tarron (2007): What does excess bank liquidity say about the loan market in less developed countries? DESA working paper N° 60, Nov.

KOSKELA, E (1976): *A Study of Bank Behaviour and Credit Rationing*, Helsinki: Academiae Scientiarum Fennicae.

KOSKELA, E. (1979): "On the Theory of Rationing Equilibrium with Special Reference to Credit Markets: A Survey", *Zeitschrift für Nationalökonomie, Journal of Economics* 39 (1-2).

KREGEL, Jan (1988): "The multiplier and liquidity preference: two side of the theory of effective demand", in Barrere, Alain (ed). *The Foundations of keynesian análisis: Proceedings of a conference held at the university of Paris-I-Phanteon-Sorbonne*, st Martin´s Press, Ney York.

KREGEL, Jan (1992): *Universal Baking, US Banking Reform, and Financial Competition in the EEC*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review 182, September.

LAVOIE, Marc (1984): *The Endogenous flow of credit and the post keynesian theory of Money*. *Journal of economic issues*, vol XVIII N° 3.

LAVOIE, Marc (1992): *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Edward Elgar, Aldershot.

LAVOIE, Marc (2006): "Introduction to Post- Keynesian Economics", Palgrave Macmillan.

Le HERO, Edwin; MOUAKIL, Tarik (2008): *A post-keynesian stock-flow consistent model for the dynamic análisis of monetary policy shock on banking behavior. The keynesian legacy in macroeconomic modeling*, Universitys´degli Studio di cassino.

Le HERON, Edwin.; MOUAKIL, Tarik (2006): "Liquidity preference and endogenous Money: a reconciliation in a Post- Keynesian stock-flow consistent model", *Developments in the theory and policy*, Bilbao, july.

LINDBECK, A. (1962): *The New Theory of Credit Control in the United States*, 2nd Edn. Stockholm Economic Studies.

LOPÉZ, Rodrigo; SEVILLA, Emiliano. (2010): *Los desafíos para sostener el crecimiento. El balance de pagos a través de los enfoques de restricción externa*. Documento de Trabajo N° 32 del CEFID-AR, Octubre.

MINSKY, Hyman (1975): *John Maynard Keynes*. Columbia University Press.

- MINSKY, Hyman (1986): *Stabilizing An Unstable Economy*. Yale University Press.
- MINSKY, Hyman (1992): *The Financial Instability Hypothesis*. Levi Economics Institute, Working Paper N°. 74, May.
- MOORE, B. (1988): *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge, Cambridge University Press.
- NAKAMURA, L. (1984): "Bankruptcy and Informational Problems of Commercial Bank Lending", *Financial Research Center Memorandum*, 54.
- OLIVERA, Julio H. G. (1968): *El dinero pasivo*, *El trimestre económico*.
- OLIVERA, Julio H. G. (1972): *Dinero pasivo y acumulación de capital*, *El trimestre económico*, abril.
- OLIVERA, Julio H. G. (1981): *Sobre la estabilidad del dinero pasivo*, *Económica*, enero-agosto.
- OLIVERA, Julio H. G. (1983): *Dinero pasivo internacional y hegemonía monetaria*, *Desarrollo Económico*, abril-junio.
- PANICO, C., PINTO, A.; PUCHET ANYUL, M. (2012): *Income distribution and the size of the financial sector: a Sraffian análisis*. *Cambridge Journal of Economics*, march.
- PÉREZ CALDENTEY, Esteban (2010): *El Sistema Financiero en América Latina y el Caribe pre y post crisis*. CEPAL, Santiago de Chile.
- PHILIP, Kjeld (1949-50): *A statistical measurement of the liquidity preference of private Banks*, *the review of economic studies*, vol. 16, nº 2.
- RAMSKOGLER, Paul (2011): *Credit Money, collateral and the solvency of banks: a post Keynesian analysis of credit market failures*. *Review of political economy*, volume 23, number 1, January.
- RILEY, J.(1987): "Credit Rationing: A Further Remark", *American Economic Review*, 77.
- ROCHON, L.; ROSSI, S. (2013): *Endogenous money: The evolutionary versus revolutionary views*". *Review of Keynesian economics* 1 (2).
- RODRÍGUEZ BRITO, María Gracia (1995): *El racionamiento del crédito. Análisis econométrico con datos de panel de su incidencia en las decisiones de inversión de las empresas*. Tesis Doctoral, Universidad de Laguna.
- RODRÍGUEZ DE PAULA, Luis Fernando (2003): *Teoría horizontalista da moeda e do crédito: crítica da crítica*. Sao Paulo, *Est. Econ.* Vol 33, N. 2.
- ROOSA, R. (1951): "Interest Rates and the Central Bank", en *Money, Trade and Economic*

Growth: Essays in Honor of John H. Williams. Macmillan Company, N. York.

ROTHEIM, Roy (2006): "Credit rationing" en "A handbook of alternative monetary economics", Arestis y Sawyer (Comps).

SAMUELSON, P. (1952): Hearing Before the Subcommittee en General Credit Control

SAYERS, R. S. (1956): La banca moderna Oxford university press, FCE, México DF.

SCOTT, J.O. (1957): "The Availability Doctrine: Theoretical Underpinning", Review of Economic Studies, octubre.

SMITH, W. (1956): "On the Effectiveness of Monetary Policy", American Economic Review, septiembre.

STIGLITZ, Joseph; WEISS, Andrew (1981): Credit rationing in markets with imperfect information. The American economic review, volume 71, issue 3.

TOBIN, James (1947): Liquidity preference and monetary policy, The review of economic and statistics, vol 29, N° 2, may.

TOBIN, James (1958): Liquidity preference as behavior towards risk, The review of economic studies, N° 67 feb.

WEBER, Max (1944): Economía y sociedad. México DF, Fondo de Cultura Económica.

WEBER, Max (1964): Historia económica general, fondo de Cultura Económica, México DF. 1964 (primera edición en alemán 1923).

WIERZBA, G.; DEL PINO SUAREZ, E.; KUPELIAN, R. (2010): El sistema financiero argentino. La evolución de su régimen regulatorio desde la liberalización financiera. Impactos relevantes sobre el crédito y la economía real. CEFID-AR, DT N°33, noviembre.

WIERZBA, Guillermo; LÓPEZ, Rodrigo. (2011): La regulación de la banca en Argentina (1810-2010). Debates, lecciones y propuestas. CEFID-AR, DT N° 37, junio.

WILLIAMSON, S.D. (1986): "Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing", Journal of Monetary Economy, 18.

WILLIAMSON, S.D. (1987): "Costly Monitoring, Loan Contracts and Equilibrium Credit Rationing", Quarterly Journal of Economics, 102.

WOLFSON, Martin (1996): "A Post Keynesian theory of credit rationing", Journal of Post Keynesian Economics, Primavera.

WRAY, Randall (1992): Alternative approaches to money and interest, Journal of economic issues, 26, December.

WRAY, Randall (1999): Understanding modern money. The key to full employment and price stability, Edward Egar.

DOCUMENTOS PUBLICADOS POR EL CEFID-AR:

- Nº 1 – “METAS DE INFLACIÓN: IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO”. Martín Abeles y Mariano Borzel. Junio 2004
- Nº 2 – “ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE EL ROL DE LA BANCA PÚBLICA”. Daniel Kampel y Adrian Rojze. Noviembre 2004
- Nº 3 – “REGULACIÓN BANCARIA EN ARGENTINA DURANTE LA DÉCADA DEL 90”. Guillermo Wierzba y Jorge Golla. Marzo 2005
- Nº 4 – “BANCA COOPERATIVA EN FRANCIA. UN ESTUDIO DE CASO”. Mariano Borzel. Junio 2005
- Nº 5 – “LA CUESTIÓN TRIBUTARIA EN ARGENTINA. LA HISTORIA, LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE Y UNA PROPUESTA DE REFORMA”. Jorge Gaggero y Federico Grasso. Julio 2005
- Nº 6 – “SOCIEDAD DE GARANTÍA RECÍPROCA. UNA HERRAMIENTA PARA EL DESARROLLO DEL CRÉDITO PYME”. Alejandro Banzas. Octubre 2005
- Nº 7 – “EL MANEJO DE LA CUENTA CAPITAL: ENSEÑANZAS RECIENTES Y DESAFÍOS PARA ARGENTINA” Autor: Mariano Borzel, Colaborador: Emiliano Libman. Diciembre 2005
- Nº 8 – “FINANCIAMIENTO A PYMES EN LA BANCA PÚBLICA. ESTUDIO DE CASO: DESARROLLO DE MODELOS DE SCORING DE RIESGO CREDITICIO EN EL BANCO DE LA PROVINCIA DE BUENOS AIRES”. César Marcelo Ciappa. Enero 2006
- Nº 9 – “LA CRISIS ARGENTINA DE 2001. ALGUNOS TÓPICOS SOBRE SU IMPACTO EN EL PORTAFOLIO Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO”. Máximo Sangiácomo. Febrero 2006
- Nº 10 – “DIMENSIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO” Autor: Jorge Golla Colaborador: Lorena E. Fernández. Mayo 2006
- Nº 11 – “EL SPREAD BANCARIO EN LA ARGENTINA. UN ANÁLISIS DE SU COMPOSICIÓN Y EVOLUCIÓN (1995-2005)”. Federico Grasso y Alejandro Banzas. Agosto 2006
- Nº 12 – “LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LA POST-CONVERTIBILIDAD. PRINCIPALES TENDENCIAS EN UN NUEVO PATRÓN DE CRECIMIENTO” Ariana Sacroisky Octubre 2006
- Nº 13 – “ESTRUCTURA PRODUCTIVA Y DETERMINACIÓN DE PRECIOS. UN ABORDAJE SECTORIAL (2002-2005)” Mariano Borzel y Esteban Kiper. Noviembre 2006
- Nº 14 – “LA FUGA DE CAPITALES. HISTORIA, PRESENTE Y PERSPECTIVAS”. Jorge Gaggero, Claudio Casparrino y Emiliano Libman. Mayo 2007
- Nº 15 – “LA INVERSIÓN Y SU PROMOCIÓN FISCAL ARGENTINA, 1974 – 2006” Jorge Gaggero y Emiliano Libman, Junio 2007
- Nº 16 – “DESAFÍOS DE LA RECONFIGURACIÓN PRODUCTIVA EN ARGENTINA. APORTES PARA EL DEBATE ACTUAL”. María Agustina Briner, Ariana Sacroisky y Magdalena Bustos Zavala. Julio 2007
- Nº 17 – “LA SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA DE ESTERILIZACIÓN”. Roberto Frenkel. Agosto 2007
- Nº 18 – “EL FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA EN ARGENTINA. HISTORIA RECIENTE, SITUACIÓN ACTUAL Y DESAFÍOS”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Septiembre 2007
- Nº 19 – “NUEVAS ARQUITECTURAS FINANCIERAS REGIONALES. SU INSTITUCIONALIDAD Y CARACTERÍSTICAS”. Guillermo Wierzba. Diciembre 2007
- Nº 20 – “UN ESTUDIO DE CASOS SOBRE BANCA DE DESARROLLO Y AGENCIAS DE FOMENTO” Claudio Golonbek y Emiliano Sevilla. Mayo de 2008
- Nº 21 – “BANCA DE DESARROLLO EN ARGENTINA. BREVE HISTORIA Y AGENDA PARA EL DEBATE” Claudio Golonbek, Septiembre 2008

- Nº 22 - “LA REGULACIÓN FINANCIERA BASILEA II. LA CRISIS Y LOS DESAFÍOS PARA UN CAMBIO DE PARADIGMA” Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez, Romina Kupelian y Rodrigo López. Noviembre 2008
- Nº 23 – “LA PROGRESIVIDAD TRIBUTARIA. SU ORIGEN, APOGEO Y EXTRAVÍO (Y LOS DESAFÍOS DEL PRESENTE)” Jorge Gaggero. Diciembre 2008
- Nº 24 – “LAS ESTRATEGIAS DE FOCALIZACIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA. LECCIONES PARA LA ARGENTINA DE LAS EXPERIENCIAS DE SINGAPUR, MALASIA Y LA REPÚBLICA CHECA” Ariana Sacroisky. Abril 2009
- Nº 25 – “DESIGUALDAD Y CRECIMIENTO. LA LITERATURA, LOS DEBATES Y SU MEDICIÓN” Autor: Federico Grasso Colaboración: María José Castells. Mayo 2009.
- Nº 26 – “CRISIS MUNDIAL. ELEMENTOS PARA SU ANÁLISIS”. Enrique Arceo, Claudio Golonbek y Romina Kupelian. Julio 2009
- Nº 27 – “TITULIZACIÓN HIPOTECARIA EL INSTRUMENTO. RESEÑA DE EXPERIENCIAS. ENSEÑANZAS Y DESAFIOS POST-CRISIS PARA SU USO EN LA ARGENTINA”. Alejandro Banzas y Lorena Fernández. Agosto 2009
- Nº28 – “BANCA DE DESARROLLO UN ESTUDIO DE CASO: BNDES, DISEÑO INSTITUCIONAL Y ROL CONTRACICLICO”. Claudio Golonbek y Andrea Urturi. Marzo de 2010.
- Nº29- “LA FUGA DE CAPITALES II. ARGENTINA EN EL ESCENARIO GLOBAL (2002-2009). Jorge Gaggero, Romina Kupelian y María Agustina Zelada. Julio de 2010.
- Nº30- “CENTRO, PERIFERIA Y TRANSFORMACIONES EN LA ECONOMIA MUNDIAL”. Enrique Arceo y María Andrea Urturi. Agosto de 2010.
- Nº31- “EL REGIMEN BAJO PRESION: LOS ESQUEMAS DE METAS DE INFLACION EN BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y PERU DURANTE EL BOOM EN LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE MATERIA PRIMA”. Martin Abeles y Mariano Borzel. Septiembre de 2010.
- Nº32- “LOS DESAFÍOS PARA SOSTENER EL CRECIMIENTO. EL BALANCE DE PAGOS A TRAVÉS DE LOS ENFOQUES DE RESTRICCIÓN EXTERNA”. Rodrigo López y Emiliano Sevilla. Octubre de 2010.
- Nº33- “EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO. LA EVOLUCIÓN DE SU REGIMEN REGULATORIA DESDE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. IMPACTOS RELEVANTES SOBRE EL CRÉDITO Y LA ECONOMÍA REAL”. Guillermo Wierzba, Estela del Pino Suarez y Romina Kupelian. Noviembre de 2010
- Nº34 - “AMERICA LATINA: EXPANSIÓN, CRISIS Y DESPUÉS. UN ESTUDIO DE CASO SOBRE LA POLÍTICA CONTRACÍCLICA EN ARGENTINA”. Guillermo Wierzba y Pablo Mareso. Diciembre 2010.
- Nº35 - “PRODUCTO POTENCIAL Y DEMANDA EN EL LARGO PLAZO: HECHOS ESTILIZADOS Y REFLEXIONES SOBRE EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y Guillermo Hang. Enero 2011.
- Nº36 - “SECTOR FINANCIERO ARGENTINO 2007/2010. NORMALIZACIÓN, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PRINCIPALES TENDENCIAS”. Claudio Golonbek y Pablo Mareso. Marzo 2011.
- Nº37 - “LA REGULACIÓN DE LA BANCA EN ARGENTINA (1810-2010). DEBTAES, LECCIONES Y PROPUESTAS”. Guillermo Wierzba y Rodrigo López. Junio 2011.
- Nº38 - “PLANIFICAR EL DESARROLLO. APUNTES PARA RETOMAR EL DEBATE”. Claudio Casparrino, Agustina Briner y Cecilia Rossi. Julio 2011.
- Nº39 - “MÁRGENES UNITARIOS FLEXIBLES, CICLO ECONÓMICO, E INFLACIÓN”. Gustavo A. Murga y María Agustina Zelada. Agosto 2011.
- Nº40 - “IMPACTO DEL PRESUPUESTO SOBRE LA EQUIDAD. CUADRO DE SITUACIÓN (ARGENTINA 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo. Septiembre 2011.
- Nº41 - “DIMENSIÓN Y REGULACIÓN DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS. EL CASO ARGENTINO”. Romina Kupelian y María Sol Rivas. Diciembre 2011.

Nº 42 – “GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS. LOS LÍMITES QUE IMPONE LA OMC PARA LA REGULACIÓN ESTATAL”. Ariana Sacroisky y María Sol Rivas.

Nº 43 – “ESTRATEGIAS DE DESARROLLO Y REGÍMENES LEGALES PARA LA INVERSIÓN EXTRANJERA”. Enrique Arceo y Juan Matias De Lucchi.

Nº 44 – “EL ENFOQUE DE DINERO ENDÓGENO Y TASA DE INTERÉS EXÓGENA”. Juan Matías De Lucchi.

Nº 45 – “EXPANSIÓN ECONÓMICA Y SECTOR EXTERNO EN LA ARGENTINA DE LOS AÑOS 2000”. Balance y desafíos hacia el futuro. Fabián Amico, Alejandro Fiorito y María Agustina Zelada.

Nº 46 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD II. SIMULACIÓN DE LOS EFECTOS DISTRIBUTIVOS DE CAMBIOS EN EL GASTO PÚBLICO Y LOS IMPUESTOS. (ARGENTINA, 2010)”. Jorge Gaggero y Darío Rossignolo.

Nº 47 – “IMPACTO SOBRE LA EQUIDAD III. FISCALIDAD Y EQUIDAD EN LA ARGENTINA: UN ENFOQUE DE EQUILIBRIO GENERAL”. María Priscila Ramos y Leandro Antonio Serino. Con el asesoramiento de Jorge Gaggero y Darío Rossignolo.

Nº 48 “SECTOR EXTERNO Y POLÍTICA FISCAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO. LA EXPERIENCIA DE AMÉRICA LATINA ANTE LA CRISIS INTERNACIONAL DE 2008-2009. Martin Abeles, Juan Cuattromo, Pablo Mareso y Fernando Toledo.

Nº 49 “FONDOS BUITRE. EL JUICIO CONTRA ARGENTINA Y LA DIFICULTAD QUE REPRESENTAN EN LA ECONOMÍA MUNDIAL” Romina Kupelian y Maria Sol Rivas.

Nº 50 “LA UNIDAD Y LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA DE AMÉRICA LATINA: SU HISTORIA, EL PRESENTE Y UN ENFOQUE SOBRE UNA OPORTUNIDAD INÉDITA”. Guillermo Wierzba, Jorge Marchini, Romina Kupelian y María Andrea Urturi.

Nº 51 “LA POLÍTICA FISCAL EN EL ENFOQUE DE HAAVELMO Y KALECKI. EL CASO ARGENTINO RECIENTE”. Fabián Amico.

Nº 52 “LA FUGA DE CAPITALES III. ARGENTINA (2002-2012). MAGNITUDES, EVOLUCIÓN, POLÍTICAS PÚBLICAS Y CUESTIONES FISCALES RELEVANTES. Jorge Gaggero. Magdalena Rua, Alejandro Gaggero

Nº 53 “MACROECONOMÍA DE LA DEUDA PÚBLICA. EL DESENDEUDAMIENTO ARGENTINO (2003-2012) Juan Matías De Lucchi

Nº 54 “CRECIMIENTO Y BRECHA DE INFRAESTRUCTURA”. Norberto E. Crovetto, Guillermo Hang, Claudio Casparrino