La teoría crediticia del dinero: el enfoque del circuito monetario ♦

The credit theory of money: the monetary circuit approach

Alain Parguez *

Mario Seccareccia **

Resumen

La Teoría del Circuito Monetario (TCM) es un enfoque sobre el proceso dinámico de creación de dinero a nivel macroeconómico, donde el gasto en una economía monetaria tiene siempre y en todas partes la naturaleza de financiamiento vía deudas. Esto es que, el dinero *siempre* surge como una deuda (o pasivo) emitida por un tercer agente bancario sobre sí mismo, y simultáneamente tiene como contrapartida un crédito concedido a los compradores de bienes y servicios. Esto se debe a que el dinero surge tanto causal como históricamente como resultado de relaciones de deuda y crédito. De ahí que, el objetivo de este artículo es deducir dos principales proposiciones de la TCM que suponen un gran avance con respecto a otros enfoques existentes sobre el dinero. Primero, el dinero es, y siempre ha sido, una deuda creada *ex nihilo* mediante anticipos de crédito bancarios que se conceden para permitir la generación de riqueza real o para adquirir activos físicos existentes. Segundo, no hay alternativa entre la financiación de la deuda y el aprovechamiento de los recursos líquidos existentes (el ahorro acumulado) para financiar gastos.

Palabras clave: Teoría del circuito monetario, Banca comercial, Creación de deuda, Naturaleza del dinero, Financiamiento

---

♦ Ola Financiera agradece a Taylor & Francis Publishers el permiso especial para publicar en español este artículo, que originalmente aparece en: ISBN 9780415206907 | What is Money?, Smithin, J. (edit.) | 1.ª ed. | Tapa dura | Origen: Reino Unido | Capítulo 5: «The Credit Theory of Money: The Monetary Circuit Approach», págs. 101-123 Este libro aún está disponible para su compra en: https://www.routledge.com/What-is-Money/Smithin/p/book/9780415206907. Los autores agradecen a Marc Lavoie sus útiles comentarios.

* Profesor Emérito University of Franche-Comté, Besançon, Francia

** Profesor Emerito of Economics, University de Ottawa, Ottawa, Ontario, Canadá. Traducción del inglés al español por Daniel Mirón.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Abstract

The Monetary Circuit Theory (MCT) is an approach to the dynamic process of money creation at the macroeconomic level, where spending in a monetary economy always and everywhere has the nature of debt financing. That is, money always arises as a debt (or liability) issued by a third-party banking agent on itself and simultaneously has as its counterpart a credit granted to buyers of goods and services. This is because money arises both casually and historically as a result of debt and credit relationships. Hence, the objective of this article is to deduce two main propositions of MCT that represent a significant advance over other existing approaches to money. First, money is, and always has been, a debt created *ex nihilo* through bank credit advances granted to enable the generation of real wealth or to acquire existing physical assets. Second, there is no alternative between debt financing and utilizing existing liquid resources (accumulated savings) to finance expenditures.

Keywords: Monetary circuit theory, Commercial banking, Debt creation, Nature of money, Financing

Introducción

La proposición de partida de lo que comúnmente se describe como la Teoría del Circuito Monetario (TCM) es que, en una economía monetaria en la que compradores y vendedores realizan transacciones económicas, el "dinero" es el subproducto de una operación de balance de un tercer agente que, en lenguaje moderno, puede denominarse "banco". En concreto, el dinero *siempre* surge como una deuda (o pasivo) emitida por este tercer agente sobre sí mismo, que tiene como contrapartida un crédito concedido simultáneamente a los compradores de bienes y servicios dentro de una economía. En esta triple relación de balance, toda transacción conlleva la creación o destrucción simultánea de deuda, y todo vendedor de bienes y servicios acepta el pago de este pasivo bancario sobre la base de su poder adquisitivo o valor general. El valor de este pasivo bancario (o dinero), sin embargo, no es consecuencia de alguna característica intrínseca, ya sea la utilidad o la liquidez, procede, más bien, de la certeza de que aceptar una

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

deuda bancaria como pago es adquirir un derecho sobre la producción, tanto existente como futura, que crearán los agentes a los que se ha concedido crédito bancario. Además, estas deudas no serían títulos legales para la adquisición de riqueza real, presente y futura, si no fuera por el papel directo o indirecto que desempeña el Estado al avalarlas.

En este sentido, la TCM arroja luz sobre el origen histórico del dinero, entre otras cosas. De acuerdo con Innes [1913] y Heinsohn y Steiger [1984], puede haber contratos privados de deuda y crédito antes de la existencia del dinero. Esto se debe a que el dinero surge tanto causal como históricamente como resultado de relaciones previas de deuda y crédito. El dinero aparece cuando una comunidad (normalmente a través del aparato legal del Estado) confiere la característica de ser un título legal sobre una parte de la riqueza presente y futura a las deudas emitidas por un agente específico. El dinero tiene, por tanto, un valor "extrínseco" puro [Wray, 1998] que se genera por el papel del dinero en la circulación industrial.[1] En la fase de "eflujo" (para utilizar la expresión original de Tooke) de la circulación monetaria, se emiten deudas para permitir que las empresas privadas (así como el Estado) inicien el proceso de producción a través de los créditos concedidos por los bancos emisores. Estas deudas se extinguen o cancelan cuando las empresas (y el Estado) reembolsan a los bancos acreedores adquiriendo una cantidad suficiente de la deuda bancaria en circulación. En el caso de las empresas, esto se produce mediante la venta de mercancías en el mercado de productos y/o de valores en el mercado financiero y, en el caso del Estado, la recaudación de impuestos y/o la venta de valores públicos. Esto es lo que podría describirse como la fase de "reflujo" del circuito monetario. El

[1] Según la definición de Keynes (1930) en el *Tratado sobre el dinero*.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

dinero crediticio, por regla general, sólo se crea para ser destruido en el proceso de circulación y no para ser retenido.

A partir de esta concepción general del dinero, podemos deducir las dos principales proposiciones de la TCM. En primer lugar, el dinero es, y siempre ha sido, una deuda creada *ex nihilo* mediante anticipos de crédito bancarios que se conceden para permitir la generación de riqueza real o para adquirir activos físicos existentes. En segundo lugar, no hay alternativa entre la financiación de la deuda, por un lado, y el aprovechamiento de los recursos líquidos existentes (o el ahorro acumulado) para "financiar" los gastos, por el otro. A nivel macroeconómico, el gasto en una economía monetaria tiene siempre y en todas partes la naturaleza de financiamiento de la deuda.

Este capítulo se divide en dos grandes secciones. Comenzamos con una exposición detallada de la teoría del dinero que subyace en la TCM. En esta primera sección, intentaremos explicar por qué muchos de los debates relativos a este enfoque son consecuencia de un malentendido fundamental sobre el proceso dinámico de creación de dinero. En una segunda sección se analiza por qué la TCM supone un gran avance con respecto a otros enfoques existentes sobre el dinero.

La naturaleza del dinero en el circuito monetario

Modelo simple del circuito monetario

Como se ha destacado en nuestra introducción, el proceso económico siempre se ha apoyado en un conjunto de contratos de deuda en todas las sociedades organizadas, incluidos los sistemas despóticos ultra centralizados del antiguo Egipto y los antiguos regímenes de tipo soviético de Europa del Este [Wittfogel, 1959]. Los registros históricos sugieren claramente que, independientemente del tipo de relaciones de propiedad preexistentes en las sociedades antiguas, pudo haber contratos de deuda mientras la

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

moneda aún no exista. Por ejemplo, las letras de cambio babilónicas, reguladas por el Código de Hammurabi, y las anotaciones en libros de cuenta, como los depósitos de trigo en el antiguo Egipto, tenían todas la naturaleza de relaciones de crédito-deuda incluso antes de que dichas sociedades hubieran desarrollado monedas u otros medios de intercambio circulante bien definidos [Einzig 1966: 328].

Curiosamente, y en conflicto con las opiniones de Heinsohn y Steiger [1984, 1994], incluso en las sociedades en las que la propiedad comunal era la norma, existían formas de relaciones de crédito-deuda mientras los individuos tuvieran posesiones personales informales en lugar de títulos basados en la propiedad privada codificada. Para demostrarlo, tomaremos el ejemplo de los aborígenes que vivían en la zona de la bahía de Hudson, en el actual Canadá, antes y después del contacto europeo. Dado el accidentado clima de la región, es bien sabido que los pueblos nómadas originales que vivían alrededor de la bahía de Hudson habían desarrollado relaciones primitivas de deuda-crédito basadas en el intercambio de regalos antes del contacto europeo [Ray 1996:88, Davies 1994:11-12]. Cuando los europeos intentaron establecer relaciones comerciales con ellos, estos pueblos de la zona subártica de comercio de pieles no tuvieron dificultades para establecer relaciones formales de crédito-deuda *vis-à-vis* con los comerciantes europeos. Los amerindios no conocían la moneda europea, pero entendían perfectamente las relaciones de crédito-deuda. De hecho, se desarrolló una economía de crédito sin dinero en efectivo con respecto a las empresas europeas de comercio de pieles, como la *Hudson's Bay Company*. Al igual que en la TCM moderna, las empresas de comercio de pieles concedían créditos en forma de productos europeos y, mediante una contabilidad formal de doble partida basada en una unidad de cuenta abstracta llamada *Made Beaver*, los cazadores aborígenes intentaban saldar sus deudas recolectando pieles de castor y de otros animales de gran valor [Ray y Freeman 1978: cap. 9]. Estas relaciones de crédito-deuda surgidas

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

en sociedades seminómadas, como las de los indios de la región subártica de Canadá (donde la tierra seguía siendo propiedad colectiva, incluso después del contacto europeo), sugerirían que los derechos de propiedad privada no son un requisito previo necesario para la aparición de tales relaciones en las economías primitivas. Estamos de acuerdo con Heinsohn y Steiger [1984] en que las relaciones privadas de crédito-deuda son anteriores a los sistemas monetarios más avanzados basados en monedas estatales o pasivos bancarios privados como medio de circulación.

De hecho, en las economías capitalistas monetarias más modernas con derechos de propiedad privada arraigados, el dinero aparece cuando existe un conjunto de agentes, que llamaremos "bancos" (incluido el banco central), cuyas deudas son aceptadas por todos los demás agentes de una economía como medio de pago para saldar sus propios compromisos de deuda. Se considera que los bancos son tan solventes que ningún tenedor de sus deudas pediría nunca el reembolso ni en especie ni en deuda de otro agente. Las instituciones bancarias gozan, por tanto, de la capacidad de emitir libremente deuda sin que ésta sea sujeta a una restricción exógena de recursos. Esto significa que los bancos pueden crear estas deudas *ex nihilo* cuando conceden créditos a agentes no bancarios que deben gastarlos para adquirir recursos reales. El crédito bancario supone el adelanto de préstamos de deuda bancaria de nueva creación a agentes económicos que no pueden depender de algún stock preexistente de pasivo bancario, que a su vez sería el resultado del crédito bancario previamente concedido en la economía.

Sin embargo, una vez que se ha adelantado el crédito, los agentes no bancarios se comprometen a devolver sus préstamos en una fecha futura cobrando la cantidad requerida de deuda bancaria de sus ingresos en efectivo, ya sea de la venta de mercancías recién producidas o de la venta de títulos de riqueza existente. Cuando los prestatarios iniciales reembolsan sus préstamos, se produce una cancelación instantánea tanto de la deuda del agente individual

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

frente a los bancos como de las deudas que éstos habían emitido sobre sí mismos para financiar los préstamos. En la TCM, estos préstamos convencionales son lo que se considera dinero crediticio. Este dinero se crea endógenamente *ex nihilo* cuando los bancos conceden créditos y se extingue o cancela cuando se reembolsa el crédito pendiente.

Este proceso dinámico de flujo y reflujo es la esencia del circuito monetario. Sus diferentes fases se reflejan directamente en los balances contables de los bancos. En la fase inicial, cuando los bancos conceden créditos, emiten nuevas deudas sobre sí mismos que prestan a agentes no bancarios. Como estas deudas son dinero, éste aparece como un aumento del pasivo de los bancos que equivale a los nuevos depósitos del público no bancario. Lógicamente contabilizado, como un aumento equivalente de los activos bancarios, la contrapartida de este dinero de nueva creación es la deuda a plazo de los agentes no bancarios en forma de préstamos a reintegrar en una fecha determinada del futuro.

La segunda fase del circuito monetario es el período durante el cual los agentes no bancarios gastan el dinero que han tomado prestado para adquirir recursos reales, que generalmente son mano de obra y mercancías producidas. Los vendedores de servicios laborales o de mercancías adquieren la cantidad de dinero que se creó en la primera fase. En los balances contables de los bancos, aparece una simple transferencia de depósitos o pasivos de un grupo de titulares individuales a otro: los vendedores de mercancías y servicios laborales. Estos nuevos poseedores de dinero no deben nada a los bancos. Al contrario, se puede deducir que son los bancos los que deben algo a estos nuevos titulares de dinero. Algunos autores postkeynesianos (por ejemplo, Moore, [1988]) han interpretado esta tenencia de deudas bancarias por parte de los vendedores como "prestamistas" de fácil acceso (*convenience lending)* para los bancos. Esta interpretación también ha sido defendida más recientemente por economistas franceses heterodoxos como Gnos

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

[1998]. Los vendedores de servicios laborales y de mercancías producidas son, en efecto, los nuevos tenedores de pasivos bancarios, pero, en nuestra opinión, no se les puede considerar también acreedores bancarios. Esto se debe a que el dinero no es más que deuda que los bancos han emitido sobre sí mismos *ex nihilo*. La cantidad de este dinero crediticio que se adelantó inicialmente no se basó en lo que este grupo posterior de "prestamistas" de conveniencia deseaba poseer, sino en la cantidad que los prestatarios iniciales deseaban gastar.

En la tercera y última etapa del circuito monetario, los poseedores iniciales de las deudas bancarias tratan de reponerlas en el proceso de reflujo a partir de los ingresos generados por sus gastos iniciales. Ahora pueden reponer sus depósitos y devolver sus préstamos. Al mismo tiempo, los bancos pueden recuperar las deudas que habían emitido sobre sí mismos para financiar esos préstamos y extinguir así sus propias deudas pendientes. La contrapartida de este proceso es la cancelación de la deuda a plazo de los prestatarios iniciales con los bancos. En el balance contable de los bancos, esta tercera etapa del circuito monetario se contabiliza como una reducción equivalente de los activos y pasivos bancarios.

La definición de dinero

A partir de este sencillo modelo de circulación de las deudas bancarias, podemos extraer una primera definición del dinero. El dinero no puede ser, y nunca ha sido, una mercancía cuyo valor se derive de su escasez. Algunos circuitistas lo consideran una simple ficha o vale (*token*) [Graziani 1998]. Aunque no estoy en desacuerdo con esto, se puede argumentar más correctamente que es un símbolo abstracto o virtual, ya que no es más que una deuda que los bancos han emitido sobre sí mismos. El valor de este dinero (o su poder adquisitivo) no puede deducirse sobre la base de algún principio neoclásico de escasez, ya que la cantidad de nuevas deudas emitidas por los bancos está limitada únicamente por la

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

expresa demanda de dinero de los agentes no bancarios. Estos últimos necesitan ese dinero para gastarlo en la adquisición de recursos reales. En la esfera productiva, el dinero existe, por tanto, como el medio de pago que da lugar a una cadena secuencial de transacciones que conducen a la creación de nueva riqueza. El dinero no puede definirse, como hacen tradicionalmente los economistas, en términos de sus supuestas funciones de unidad de cuenta o depósito de valor. Una economía monetaria requiere una unidad de cuenta, pero en ella las cuentas se liquidan en la unidad monetaria predominante. Las deudas que los bancos emiten sobre sí mismos se denominan en la unidad de cuenta porque es el medio de adquisición que garantiza un proceso de circulación viable en el que se basa la creación de riqueza real.

Como se ha mencionado anteriormente, han existido economías sin el uso del dinero, como el antiguo Egipto, o en las que el dinero desempeñaba un papel insignificante, pero que tenían una unidad de cuenta impuesta por el Estado, como la antigua Unión Soviética. Esto sugeriría que la existencia del dinero no puede entenderse sobre la base de esta función. Del mismo modo, dado que hemos argumentado que el dinero se crea *ex nihilo* para financiar préstamos y que sólo se destruye cuando se devuelven dichos préstamos, su existencia no puede depender de su función de reserva de valor. Tal función es incoherente con la noción de dinero. El dinero sólo existe y tiene valor en la medida en que es gastado por agentes no bancarios con el fin de crear riqueza futura. El atesoramiento de dinero en forma de depósitos bancarios simplemente obstruye el proceso de creación de riqueza del que depende el valor del dinero. De hecho, es esta incoherencia la que explica por qué la demanda tradicional de dinero como componente de la riqueza tiene un papel potencialmente desestabilizador dentro del circuito monetario.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

El dinero es dirigido por el crédito[♣]

Esta definición de dinero requiere que existan agentes capaces de emitir deudas sobre sí mismos que sean generalmente aceptadas por todos los demás agentes como medio de pago. Para que surjan estos agentes bancarios en una economía deben cumplirse ciertas condiciones. En primer lugar, el Estado debe implícita o explícitamente llegar a avalar totalmente las deudas bancarias. Este aval tiene dos consecuencias importantes.

Entre la clase de deudores, los bancos se consideran ahora tan solventes que a nadie se le ocurriría pedirles que reembolsaran sus deudas ni en mercancías ni en deudas de otros agentes. Por lo tanto, los bancos pueden emitir pasivos a voluntad, que son deudas implícitas sobre sí mismos. Debido al aval estatal de estas deudas como garante último de su liquidez, sería erróneo concebir a los tenedores de pasivo bancario como acreedores bancarios. En cierto sentido, dado su respaldo por el Estado, se puede argumentar legítimamente que el dinero es siempre dinero fiduciario, incluso cuando el Estado no lo emite y el papel del Estado es marginal. El poder del Estado para crear dinero a voluntad es la consecuencia lógica de su papel en el respaldo de la actividad bancaria. Al tener la autoridad legal para otorgar a la deuda bancaria el rasgo característico del dinero, el Estado tiene también el poder de emitir deuda sobre sí mismo que será dinero, libremente convertible en pasivo bancario. Independientemente del soporte material de estas deudas convencionales en forma de monedas de oro, plata, cobre o billetes de papel como el dinero bancario, estas monedas o billetes tienen un valor esencialmente extrínseco porque cada tenedor tiene la certeza de poseer un derecho legal sobre recursos reales, y porque puede servir en última instancia como medio para saldar las propias

[♣] En ingles es *credit-driven* (NT)

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

deudas. La noción misma de dinero mercancía es una ilusión que confunde el soporte material del dinero con el dinero mismo.

El proceso histórico ha consistido en despojarse de la apariencia de mercancía del dinero e integrar aún más el dinero estatal en las actividades de la banca comercial, siendo la última fase de esta integración la creación del propio departamento bancario del Estado: el banco central. En este último caso, el respaldo del Estado a la actividad monetaria de los bancos se realiza ahora a través del banco central que, como proveedor último de liquidez, faculta aún más a los bancos comerciales para prestar su propia deuda sin restricciones a prestatarios solventes. Al mismo tiempo, el Estado tiene ahora derecho a financiar sus gastos deseados mediante créditos concedidos por el banco central. En las cuentas del banco central, el dinero se crea ahora como deudas emitidas por este sobre sí mismo y aparece como un aumento del pasivo. Este dinero se adelanta al Estado y se contabiliza como un aumento equivalente de los activos del banco central. Sin embargo, una pequeña parte de estas deudas del banco central aún puede necesitar algún soporte material en forma de billetes de curso legal, y éstos también se contabilizarían como pasivos del banco central.

Se deduce, por tanto, que el dinero, cualquiera que sea su soporte material, es siempre una deuda creada *ex nihilo* para financiar préstamos. Creemos que este análisis es coherente con el registro histórico. Como se mencionó al principio de esta sección, el dinero-crédito y los bancos son anteriores al dinero estatal puro, que era emitido directamente por la autoridad estatal en forma de monedas y, más tarde, de billetes y obligaciones del banco central [Innes 1913, Heinsohn y Steiger 1984, 1994]. En muchas sociedades, como en Mesopotamia, ya en el siglo VII a.C., y en Grecia, tras la reforma de Solón en el siglo V a.C. [Davies 1994], las necesidades monetarias del Estado se financiaban con créditos de bancos privados. Sin embargo, independientemente de que estas necesidades sean financiadas por bancos privados o por un banco

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

central, los créditos nunca pueden ser financiados por algunos depósitos preexistentes. Además, dado que el dinero crediticio se crea para financiar préstamos a agentes privados y/o al Estado, es por su propia naturaleza una variable endógena. El principio neoclásico de escasez nunca puede aplicarse a la creación de dinero.

Hemos argumentado que el dinero crediticio no podría existir sin el Estado, y que todo dinero crediticio es, por su propia naturaleza, un dinero fiduciario, independientemente de que adopte la forma de un pasivo de un banco comercial o de un banco central. Por otra parte, el poder del Estado por sí solo no puede garantizar la existencia y supervivencia de un sistema monetario viable. La historia registra muchos ejemplos de colapso total de sistemas monetarios, como en Rusia antes de la Primera Guerra Mundial, inmediatamente después de la Revolución y a finales de los años noventa, así como en Alemania después de ambas guerras mundiales. En cada uno de estos episodios históricos, el Estado fracasó en su esfuerzo por mantener la estabilidad de los sistemas monetarios existentes y se enfrentó a una situación insostenible de hiperinflación. Pero, ¿cómo explicarlo? Los economistas de la corriente dominante apuntan a la creación excesiva de dinero, pero también hay que explicarlo en referencia a qué es excesivo.

En contra de la teoría cuantitativa tradicional basada en la creación excesiva derivada del uso descuidado de la imprenta gubernamental, nuestro análisis apunta a una explicación ligeramente distinta y sugiere por qué debe cumplirse otra condición para la existencia del dinero. Las normas de solvencia deben garantizar que los bancos emitan deudas sobre sí mismos para financiar préstamos que, en última instancia, conduzcan a una creación de nueva riqueza real. Si los bancos emitieran pasivos para financiar préstamos que nunca podrían respaldar la generación de riqueza real futura, estas deudas quedarían desprovistas de valor y nadie las aceptaría. Podemos, por tanto, plantear la siguiente definición más general de dinero:

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

> El dinero, en todo momento, son pasivos emitidos por instituciones bancarias que han sido avaladas por el Estado con el fin principal de financiar la formación de futura riqueza real. Este dinero tiene un valor extrínseco real porque cada tenedor de estos pasivos ha adquirido un derecho sobre la riqueza física futura que resulta de los anticipos iniciales de crédito bancario.

El rol de las empresas

Esta definición explica por qué las empresas y el Estado tienen un acceso especial al crédito bancario. Las empresas deben pedir prestado dinero crediticio para financiar sus adquisiciones deseadas de recursos reales necesarios para llevar a cabo sus planes de producción. En primer lugar, tienen que gastar dinero para adquirir los servicios de mano de obra necesarios para la producción del consumo previsto y para los bienes de capital a partir de su stock existente. Por lo tanto, es el gasto de las empresas (incluidas las del sector público) en mano de obra el que determina el ingreso de los trabajadores. Según nuestro principio general de circulación, las empresas (y los bancos) ya no deben nada a los asalariados en cuanto se pagan los ingresos.

Las empresas también tienen que gastar para mantener o aumentar sus existencias de bienes de capital adquiriendo el equipo de nueva disponibilidad producidos por el sector de bienes de capital. Haciendo abstracción de cualquier supuesto específico relativo al grado de integración de las empresas, no vemos ninguna razón lógica por la que la inversión, la adquisición de equipo de nueva producción, no deba financiarse mediante préstamos bancarios. Algunos economistas heterodoxos (véase Bailly, [1992]) han argumentado que, de ser así, estaríamos defendiendo una nueva versión de la antigua teoría de los fondos prestables. Suponen que si las empresas también piden dinero prestado para financiar la inversión, ello significaría que están tomando prestados depósitos preexistentes generados por el pago de salarios. Sin embargo, esta

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

última interpretación sucumbe a la crítica general que hicimos anteriormente contra la teoría dominante del dinero. Independientemente de si se destina a la financiación de la masa salarial o a la compra de bienes de capital, la TCM sugiere que cuando los bancos conceden préstamos emiten nuevas deudas que generan nuevos depósitos *ex nihilo*. No pueden, en conjunto, prestar depósitos preexistentes. Además, en la medida en que la finalidad de estos préstamos es la creación de riqueza real, el dinero surge para generar nueva producción, ya sea para el consumo directo (bienes de consumo propiamente dichos) o para el consumo indirecto, reponiendo o aumentando el stock de capital real, incluidas las existencias.

Los bienes de consumo se adquieren normalmente cuando los perceptores de ingresos gastan, los cuales se financian inicialmente mediante la creación de dinero. Este dinero crediticio creado para financiar el ingreso debe permitir la generación de la nueva producción y la realización del valor de una parte correspondiente a los artículos de consumo directo. A la inversa, el valor de la parte dedicada al consumo o a la inversión futuros también debe realizarse mediante créditos que conlleven la creación de dinero que financie la adquisición de equipo de nueva producción [Seccareccia 1996, 1998].

Como se ha demostrado en artículos anteriores sobre la TCM [Parguez 1996, Seccareccia 1996], una concepción tan amplia del papel de los anticipos de crédito es el requisito necesario para la validez del dinero. Todas las deudas emitidas por los bancos son derechos sobre la riqueza real. Si el crédito se limitara a la financiación de los salarios, el valor de los bienes de equipo no se realizaría de acuerdo con las expectativas iniciales de las empresas (y de los bancos). El dinero recién creado conduciría a la creación y validación monetaria únicamente de artículos de consumo corriente, y no de los bienes de equipo que también serían necesarios para sostener la producción y el consumo a largo plazo.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Como se ha argumentado anteriormente, los bancos deben aplicar a sus prestatarios una serie de criterios financieros que permitan a los primeros evaluar la solvencia de las empresas prestatarias para medir la capacidad de éstas de generar riqueza real, así como establecer normas para los propios bancos, sobre su capacidad de prestar sus deudas a los prestatarios requeridos. La solvencia de las empresas suele medirse en función de los beneficios a los que aspiran individualmente. Por otra parte, la solvencia de los propios bancos (que sustenta la naturaleza convencional de las deudas que emiten sobre sí mismos) está positivamente relacionada con sus propios valores de capital específicos de los bancos, determinados por el valor monetario de su patrimonio que constituye la garantía de sus préstamos [Parguez 1998]. En el caso de las empresas, esta capacidad de generar beneficios a partir de los gastos corrientes se mide por la relación prevista entre los beneficios y los gastos por ingresos, que se ha descrito en otro lugar como *monetary mark-up*, o margen monetario [Parguez 1998]. Cuanto más quieran asegurarse los bancos de que los compromisos de sus prestatarios generarán riqueza, mayor será el margen monetario que impongan a las empresas. La capacidad de las empresas para obtener el beneficio previsto (a través de su política de márgenes, *mark-up policy*) es, por tanto, el requisito previo para seguir teniendo acceso al crédito bancario, y es un factor crítico para establecer la viabilidad del sistema crediticio monetario en su conjunto.

Algunos autores circuitistas han planteado dudas sobre la capacidad de las empresas para obtener beneficios en el marco del circuito monetario [Renaud 1998]. Otros han postulado que sólo los productores del sector de bienes de consumo podrían obtener beneficios monetarios [Gnos 1998, Vallageas 1998]. En nuestra opinión, ambas interpretaciones parecen basarse en un malentendido del proceso de circulación. Como se ha mostrado anteriormente, los beneficios no son la diferencia pecuniaria entre el reflujo y la inyección inicial de dinero. Más bien, son generados por el exceso de ingresos de las ventas de mercancías sobre el gasto

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

inicial de ingresos pagados a los trabajadores. Aunque la naturaleza de la circulación establece una igualdad última entre el eflujo y el reflujo de dinero, esto no se contradice con el hecho de que el flujo inicial de dinero sea siempre superior al gasto por ingreso de las empresas.

Las empresas del sector de bienes de equipo también deben poder obtener beneficios de la venta de su producción. Estos beneficios monetarios son iguales a la diferencia entre el precio de venta de los nuevos bienes de equipo y sus costes de ingreso, y el valor de mercado de estos nuevos bienes de capital refleja las expectativas de beneficios a largo plazo de las empresas que desean adquirir estos bienes.

Esto no es más que una reformulación de la teoría de los beneficios en el sector de los bienes de inversión expuesta por Keynes en el *Tratado sobre el Dinero*. Las empresas que desean adquirir más bienes de capital para hacer frente a una previsión de aumento futuro del consumo toman prestada una cantidad de dinero equivalente al valor de los bienes de capital adicionales haciendo sus pedidos de nuevos equipos al sector de bienes de capital. En este proceso, los vendedores de ambos sectores realizan sus beneficios monetarios y el circuito monetario se completa ahora con el flujo que coincide con el reflujo de dinero crediticio. Todos los beneficios se utilizan ahora para reembolsar los préstamos que habían sido la fuente anterior de financiamiento de la inversión y, al mismo tiempo, el dinero crediticio creado originalmente se extingue. Es, en parte, por esta razón por la que rechazamos el punto de vista expuesto por Nell [1998], quien ha argumentado que, con el fin de minimizar los costos de transacción y de préstamo, y por lo tanto el número de transacciones en una economía de producción, la cantidad óptima de dinero crediticio debería ser justo igual a los salarios pagados en el sector de bienes de equipo. El punto de vista de Nell, que se basa en el principio de minimización de costos así como en una noción peculiar del dinero, quizás sucumbiría ante

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

otras críticas (que discutimos en una sección separada) de la concepción neoclásica del dinero.

Dado que los préstamos son concedidos a las empresas por bancos comerciales certificados por el Estado, su propia solvencia dependerá en última instancia de su capacidad para obtener beneficios de su actividad de creación de crédito. A largo plazo, la existencia de dinero requiere que los beneficios de los bancos generen suficiente valor patrimonial para igualar el valor de los activos sostenido por el propio margen monetario deseado de los bancos. En consecuencia, podemos deletrear esta condición de estabilidad para el sistema monetario como:

> La tasa de interés aplicada a los adelantos de crédito, que es la principal fuente de beneficios bancarios, debe ser lo suficientemente elevada como para sostener un nivel de patrimonio bancario igual al generado por los activos bancarios resultante del margen monetario impuesto a las empresas.

De ahí se deriva el concepto de exogeneidad de la tasa de interés. Por su naturaleza, la tasa la imponen los bancos a las empresas y puede incluirse como parte de las normas de solvencia que deben cumplir las mismas. En la literatura heterodoxa se ha debatido sobre la capacidad de las empresas para pagar intereses a los bancos [Léonard 1987]. Con la existencia de intereses, las empresas no podrían cumplir sus obligaciones con los bancos, ya que el reflujo superaría ahora el eflujo inicial. Sin embargo, esto se debe a un malentendido de los requisitos de la circulación monetaria.

El problema no es la incapacidad de las empresas para pagar intereses, sino la capacidad de los bancos para obtener beneficios compatibles con la igualdad entre el flujo y el reflujo del dinero crediticio. Hemos argumentado que los bancos emiten deudas sobre sí mismos, y que éstas deberían permitir a las empresas pagar todos sus costos de producción: salarios, la parte de los beneficios

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

adelantada a los *rentistas* y el pago de intereses. Cuando los bancos otorgan crédito a las empresas con una cantidad igual a los intereses requeridos, aumentan tanto sus pasivos como sus activos. Las empresas tienen que reembolsar las deudas emitidas para financiar los gastos de intereses recurriendo a sus depósitos para pagar intereses a los bancos. En el proceso, los pasivos bancarios disminuyen mientras que los activos bancarios aumentan en una cantidad equivalente, generando así un aumento del patrimonio neto de los bancos. Los bancos reciclan una parte de los activos incrementados para pagar salarios a sus empleados y dividendos a sus accionistas. Estos gastos aumentan aún más la demanda de productos y servicios del sector no bancario. Sin embargo, aunque los bancos pueden incluso adquirir activos de empresas, normalmente por defecto, su capacidad de crear dinero para sus propios fines está estrictamente limitada por el gasto necesario para mantener su propia actividad de creación de crédito.

El rol del Estado

La naturaleza de la circulación monetaria también afecta el papel del Estado como productor de bienes públicos en las economías modernas. Para proporcionar a la sociedad la cantidad deseada de bienes públicos, el Estado tiene que gastar dinero para adquirir tanto una parte de la mano de obra como una parte de la oferta disponible de bienes de capital. Sin embargo, el Estado no puede gastar el producto de los impuestos para obtener dichos bienes, porque los impuestos no pueden aumentarse a menos que ya exista dinero en circulación. Lógicamente, los impuestos sólo podrían recaudarse en el *futuro* como resultado final de los gastos iniciales de las empresas y del Estado, cuando todos los agentes privados hayan recibido sus ingresos brutos y/o los hayan gastado. Por lo tanto, los impuestos podrían recaudarse sobre los ingresos brutos del trabajo (principalmente sueldos y salarios) pagados por el Estado y por las empresas (impuestos sobre la renta), sobre los gastos derivados de los ingresos de los hogares (impuestos sobre el valor agregado y

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

sobre las ventas), o sobre los beneficios brutos de las empresas generados por sus ventas a los hogares, los bancos y el Estado (impuestos sobre los beneficios de las empresas).

Así pues, los impuestos deben concebirse como un componente de la fase de reflujo del circuito monetario, mientras que los gastos del Estado son un componente necesario de la fase de flujo. Estos últimos gastos deben financiarse normalmente mediante créditos concedidos al Estado por el banco central, a menos que dicho banco no exista (como en los Estados Unidos del siglo XIX) o, si existe, tenga prohibido dedicarse a dicha financiación (como en la Unión Monetaria Europea). En estos últimos casos, los gastos del Estado se financiarían mediante la tenencia de títulos del Estado por parte de los bancos comerciales. Sin embargo, en el caso más común donde sí existe un banco central, éste se comportaría de forma muy similar a los bancos comerciales privados *vis-à-vis* a otros agentes no bancarios. Concediendo crédito al ramo de gasto del Estado (el Tesoro), el banco central concede préstamos emitiendo deudas sobre sí mismo. La contrapartida de estos préstamos es una deuda a plazo que especifica el importe de estas deudas que el Estado debe recaudar mediante impuestos para extinguir sus obligaciones de deuda con el banco central. La recaudación de impuestos cancela simultáneamente una parte de la deuda del banco central emitida en la primera fase del circuito monetario, así como la deuda equivalente del Tesoro.

La cantidad restante del pasivo del banco central derivado del gasto público suele denominarse déficit público: una noción puramente *ex post* que sólo puede contabilizarse en la fase de reflujo del circuito monetario. Dado que se trata de un valor *ex post*, el déficit, por su propia naturaleza, ya está financiado. Cuando los economistas de la corriente dominante hablan de "financiamiento del déficit" o de "monetización del déficit", muestran una profunda incomprensión de la naturaleza de la circulación monetaria. Contrariamente al endeudamiento de las empresas con los bancos comerciales, el

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Estado tiene el poder de determinar el importe de su deuda con el banco central, ya que se trata de una deuda convencional pura, una deuda del Estado consigo mismo. El Estado puede *planificar* el importe de su déficit futuro, que es la consecuencia última de su poder de endosar deudas bancarias como dinero. Dado que las deudas de los bancos comerciales son totalmente convertibles en dinero estatal, una parte significativa del dinero estatal que se inyecta en la economía se transformará en deudas de los bancos comerciales. Tal conversión permite a los bancos comerciales adquirir pasivos del banco central que aparecen en sus activos como reservas. A la inversa, una parte del dinero de los bancos comerciales también se convertirá, al mismo tiempo, en dinero del Estado por parte de los agentes privados que deseen mantener efectivo o moneda de curso legal. En este proceso, los bancos comerciales perderían reservas y reducirían sus depósitos en el banco central. En una economía moderna, esta absorción de reservas por parte de los bancos comerciales, a partir de los gastos del Estado, superará normalmente sus pérdidas de reservas determinadas por la demanda de efectivo por parte del público. Como consecuencia de su convertibilidad legal, el sector privado puede pagar impuestos en forma de deudas de los bancos comerciales en la etapa final del circuito monetario. Dado que el Estado exigirá la conversión de los depósitos bancarios en su propio dinero a través de su rama bancaria, los bancos comerciales perderán reservas en la fase de reflujo del circuito monetario. Suponiendo una preferencia dada y baja por el efectivo por parte del público, llegamos por tanto a la conclusión de que cuanto mayor es el déficit del Estado, mayor es el aumento neto de las reservas de los bancos comerciales.

De este análisis del rol del Estado en el circuito monetario, podemos extraer algunas proposiciones cruciales sobre la naturaleza endógena del dinero:

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

- En primer lugar, la cantidad de dinero de nueva creación siempre viene determinada por la demanda efectiva o expresa de crédito de las empresas o del Estado.

- Los bancos comerciales sólo atienden la demanda solvente de préstamos que cumplen los criterios de margen monetario o rentabilidad exigidos que se reflejan en la tasa de interés que imponen a las empresas. La demanda efectiva de préstamos es el resultado de que las empresas ya han ajustado sus gastos previstos a las normas de solvencia de los bancos comerciales. Por consiguiente, la demanda efectiva de préstamos es siempre igual a la cantidad de dinero bancario de nueva creación. En parte, sin embargo, estos criterios de solvencia dependen también de la propia solvencia de los bancos comerciales, reflejada en su capacidad para convertir libremente sus propios pasivos en los del banco central.

- En última instancia, el banco central debe desempeñar un papel acomodaticio. Incluso si desea actuar de otro modo, fracasará debido a la existencia de gastos estatales. Supongamos, por ejemplo, que el banco central trata de imponer una cierta relación entre las reservas de efectivo y los pasivos bancarios. Como se ha demostrado, el aumento neto de las reservas de los bancos no hace sino reflejar el déficit del Estado. Por otra parte, el aumento neto de los pasivos de los bancos comerciales refleja el importe de las deudas iniciales contraídas por las empresas *vis-à-vis* con los bancos que las primeras no pueden reembolsar tras sus ventas de materias primas y valores financieros. En una economía en la que el déficit del Estado es significativo, el aumento neto de las reservas sería normalmente superior al aumento de los pasivos bancarios. La relación *ex post* entre las reservas y los pasivos bancarios sería superior a la exigida, evitando así cualquier acción coercitiva por parte del banco central. En todo caso, este último se vería inmerso en una acción inútil al intentar absorber el exceso de reservas dentro

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

del sistema bancario para evitar que la tasa de interés interbancaria cayera por debajo de algún nivel objetivo [Mosler 1997-8].

Enfoques contrapuestos a la teoría del dinero y la TCM

Ahora queremos comparar la TCM, que consideramos una teoría dinámica del dinero, con otros tres enfoques principales que han dominado la literatura de la economía monetaria: la teoría neoclásica del dinero, la teoría postkeynesiana y el enfoque neochartalista.

Una evaluación de la teoría neoclásica

Para discutir el enfoque neoclásico de la teoría del dinero, tenemos que intentar primero encapsular este enfoque en un conjunto de proposiciones principales. Al elaborar esta lista, pretendemos destacar únicamente las proposiciones compartidas por la mayoría de los economistas neoclásicos. En cada caso, nos preguntaremos por la pertinencia de la proposición en relación con la teoría del circuito monetario.

Trueque e intercambio monetario

La propuesta inicial del enfoque neoclásico, que se remonta a Jevons [1875] y Menger [1892], es que el dinero debe *introducirse* en una economía preexistente de trueque puro. Todos los economistas neoclásicos aceptan la analogía de la economía de trueque como el sistema de referencia dentro del cual aparece el dinero [Clower 1969]. Sin embargo, la introducción del dinero como simple intermediario o medio de intercambio para facilitar el sistema de trueque bidireccional no hace sino aumentar el número de transacciones en dicha economía. Por ejemplo, antes de la introducción del dinero, el trueque implicaba un intercambio directo bidireccional entre empresas y vendedores de servicios productivos,

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

como en el modelo de producción original de Walras. La introducción del dinero se limita a dividir esas transacciones de trueque en tres intercambios indirectos. Suponiendo que exista un capitalista financiero que posea dinero como tercer agente, las empresas deben ahora intercambiar su producción por dinero en poder de este tercer agente para poder comprar servicios productivos. Los vendedores de servicios productivos deben entonces cambiar ese dinero por los bienes previamente adquiridos por el capitalista financiero. Este mismo tipo de efecto multiplicador sobre el número de transacciones se encuentra, por ejemplo, en el análisis de Hayek de un equilibrio de producción [Hayek 1941]. Todas las transacciones monetarias *de facto* son de la misma naturaleza que el intercambio de trueque con un *numéraire* en dinero que se ha introducido. Se trata simplemente de intercambios de mercancías de igual valor preexistente, en los que el dinero como *numéraire* tiene un valor intrínseco específico, como cualquier otra mercancía. Este valor no lo crea el intercambio, sino que existe antes de él. En efecto, es una condición de existencia para el propio intercambio.

Dado que las transacciones monetarias se refieren a dos mercancías de igual valor preexistente, no pueden ser relaciones de deuda. Debido a su teoría del intercambio, los economistas neoclásicos nunca han podido tratar adecuadamente las relaciones deuda-crédito. Históricamente se han ofrecido dos soluciones a esta cuestión.

La primera explicación implicaba que los bancos son meros intermediarios que distribuyen una reserva preexistente de dinero mercancía entre los agentes que necesitan capital. En este contexto, los depósitos hacen préstamos o, quizás más correctamente, los ahorros hacen préstamos. Esta tradición fue seguida por Hayek [1931, 1941], Gurley y Shaw [1960], Koopmans [1933] y muchos otros, incluidos los citados por Realfonzo [1998]. Sin embargo, si los bancos prestaran más dinero que la cantidad que habían obtenido

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

como pasivos de depósito originales, se habría roto la ley del intercambio de valores equivalentes y, como consecuencia, un proceso neo-wickselliano acumulativo de inflación sería el resultado de este exceso de crédito [Seccareccia 1990].

Una segunda solución ofrecida por los teóricos neoclásicos interpreta el papel de los bancos como proveedor de servicios puramente contables. Cuando se cierran todas las transacciones, puede que aún queden algunos agentes que, debido a la información imperfecta o a la indivisibilidad del proceso de trueque, se encuentren en deuda con otros agentes y, por lo tanto, necesiten dinero para saldar sus deudas. Los bancos aparecen en el proceso de compensación con una reserva exógena de dinero que se suministra a todos los agentes que tienen problemas de financiamiento. Este punto de vista se encuentra en algunos de los primeros trabajos de Clower [1967], Starr [1972] y Ostroy [1973] y se revisa en Parguez [1975].

Para cualquiera de estas dos soluciones, la TCM invalida su proposición de partida. Como hemos argumentado anteriormente, los bancos que emiten deudas sobre sí mismos para financiar préstamos nunca pueden ser intermediarios entre ahorradores y prestatarios. Incluso cuando los bancos se ven obligados a adelantar nuevos préstamos para compensar la elevada preferencia de liquidez del público, en realidad no prestan ahorros [Graziani 1996], ya que los ahorradores no "prestan" sus depósitos a los bancos. Los bancos tienen que emitir nuevos préstamos para refinanciar las deudas pendientes de las empresas. Por consiguiente, nunca pueden ser intermediarios puros ni proveedores de servicios contables que no crean dinero.

Dinero y utilidad

Una segunda proposición importante de la concepción neoclásica del dinero como puro medio de cambio se basa en la presuposición

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

de que el dinero existe porque tiene un valor intrínseco específico. Como expuso Koopmans [1933] y más tarde Patinkin [1965], el valor del dinero debe explicarse del mismo modo que el valor de cualquier otra mercancía, por el principio de la utilidad marginal. Esta proposición tiene dos consecuencias importantes.

En primer lugar, el dinero tiene una utilidad específica si al utilizarlo como intermediario en el intercambio, aumenta la riqueza real de los agentes económicos involucrados. Desgraciadamente, los economistas neoclásicos nunca han aportado una prueba sustantiva de esta proposición. Como implica la primera proposición, el dinero se introduce en un sistema de intercambios perfecto que conduce a un equilibrio general coherente con la maximización de la utilidad para cada agente [Hahn 1982].

En segundo lugar, incluso si se encontrara una prueba de la utilidad del dinero, sólo explicaría la existencia de una demanda de dinero específica. Sin embargo, esta demanda de dinero, al estilo de Patinkin, no es una demanda indirecta de mercancías y servicios, sino un reflejo de la parte del stock agregado de riqueza que se mantiene en forma de dinero en lugar de intercambiarse por mercancías y servicios físicos. Aquí radica la conocida paradoja de que el dinero obtendría su valor específico de su papel de intermediario en las transacciones, pero su utilidad sólo puede derivarse si lo *poseen* los agentes económicos. En equilibrio, por tanto, todo el stock de dinero mercancía estaría atesorado, ¡y el dinero no desempeñaría ningún papel en la circulación! Por estas razones, esta segunda proposición de la teoría monetaria neoclásica contradice lo que hemos descrito como la naturaleza dinámica del dinero analizada en la TCM, en la que el dinero nunca es una mercancía que posea un valor intrínseco. Es una pura deuda convencional emitida para generar una secuencia de transacciones que conducen a la formación de riqueza real.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Exogeneidad del dinero

En la economía neoclásica, el dinero también debe ser escaso para tener un valor específico. El principio de escasez implica que la cantidad disponible de dinero debe ser independiente del conjunto de temporalidades de demanda tanto de dinero como de otras mercancías. Como subrayó la escuela neoclásica a partir de Walras, el requisito de exogeneidad se convirtió en una necesidad lógica para la aplicación del principio de escasez. De este modo, como variable exógena, el dinero nunca puede ser/estar dirigido por el crédito (*credit-driven*) y depender de las concesiones de préstamos de bancos comerciales. Para alcanzar este resultado, se supone que los bancos no crean dinero porque se les considera simples intermediarios financieros, y que la oferta de dinero viene determinada por las acciones exógenas del banco central, como en el modelo monetarista estándar. Sin embargo, el error de la escuela monetarista fue confundir la necesidad lógica con la realidad empírica, lo que invalida esta tercera proposición de economía neoclásica. Dentro de la TCM, la cantidad de dinero es estrictamente endógena, ya que está determinada por los préstamos y no puede ser fijada por las acciones exógenas del banco central.

Los postkeynesianos y la TCM

A diferencia de la situación con la economía neoclásica, es más difícil comparar la teoría postkeynesiana del dinero *vis-à-vis* con la TCM porque no existe una concepción postkeynesiana unificada del dinero. Intentaremos, por lo tanto, abordar en primer lugar lo que tienen en común el enfoque postkeynesiano general y la TCM, para luego discutir lo que se considera poco claro, o quizás ausente, dentro de la tradición postkeynesiana.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Puntos de convergencia

Todos los economistas postkeynesianos coinciden con la teoría del circuito monetario en el rechazo de la primera proposición de la teoría neoclásica del dinero. Han aceptado la teoría crédito-deuda del dinero según la cual el dinero es siempre una deuda emitida por los bancos sobre sí mismos para financiar préstamos. Por esta razón, también rechazan la tercera proposición de la economía neoclásica. El dinero es siempre endógeno porque su cantidad está determinada por la demanda. Numerosos postkeynesianos han roto así con la concepción del dinero de Keynes tal y como se expuso originalmente en el capítulo diecisiete de la *Teoría General*. El dinero no puede concebirse como una mercancía que tiene un valor de escasez en medio de otras mercancías existentes en el sistema al que se aplica la condición equimarginalidad.

Sin embargo, dentro de la literatura postkeynesiana, el punto de vista denominado "horizontalista" es quizás el más cercano a la teoría del circuito monetario [Rochon 1999]. Dentro del modelo horizontalista de Kaldor-Moore, los bancos siempre emiten deudas sobre sí mismos para financiar préstamos concedidos a empresas que pretenden adquirir recursos reales. En nuestra opinión, el famoso diagrama horizontal interés-espacio monetario de la oferta monetaria explica correctamente que, para un nivel dado de tasas de interés, los bancos satisfacen toda la demanda solvente de préstamos. Además, los horizontalistas respaldan la opinión circuitista de que el banco central no puede controlar directamente la cantidad de dinero crediticio. Lo que el banco central puede controlar es el nivel de las tasas de interés que cobran los bancos por sus préstamos, ya que estos últimos fijan sus tasas de interés de préstamo simplemente fijando un margen sobre la tasa básica establecida por el banco central. Las tasas de interés son, por tanto, exógenas, ya que no están determinadas por un mecanismo de mercado que ajuste la demanda de dinero a una oferta fija. Dados los márgenes de los bancos, el nivel de las tasas de interés viene

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

determinado por el comportamiento del banco central al fijarse como objetivo una tasa de inflación específica.

De hecho, los horizontalistas rechazan dos aspectos cruciales de la concepción del dinero de la *Teoría General*. En primer lugar, al igual que la teoría del circuito monetario, cuestionan el vínculo entre dinero e incertidumbre. La incertidumbre keynesiana no puede explicar *in esse* la existencia del dinero, ya que las empresas necesitarían préstamos bancarios para financiar sus gastos incluso en un entorno estacionario o ergódico. El dinero es un derecho a adquirir riqueza real generada por préstamos anteriores, y si los vendedores de recursos reales tuvieran una incertidumbre absoluta sobre el resultado del proceso de préstamo, nunca aceptarían pagos en pasivos bancarios. La incertidumbre sólo puede repercutir en las normas de solvencia impuestas por los bancos, alterando así la demanda efectiva de préstamos. En segundo lugar, los horizontalistas han hecho hincapié en la distinción entre la demanda de préstamos y la demanda keynesiana de dinero, esta última no es más que la demanda de saldos líquidos que surge *ex post* del dinero crediticio emitido previamente para financiar los préstamos. Por lo tanto, al igual que la TCM, concluyen que nunca puede haber un exceso de oferta de dinero [Lavoie 1992].

Opiniones divergentes

Algunos economistas postkeynesianos, que han permanecido demasiado vinculados a la economía monetaria de la *Teoría General*, han sido incapaces de captar plenamente las consecuencias de la TCM y no se desvinculan por completo de la segunda proposición de la economía neoclásica. Esta proposición, relativa a la demanda de existencias de dinero, era de crucial importancia para la explicación de la no neutralidad del dinero en la *Teoría General*. Como es bien sabido, el Keynes de la *Teoría General* enfatizaba la demanda de dinero como un componente de la riqueza agregada en línea con las propuestas de Marshall. Los tenedores de portafolios

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

eligen mantener dinero en lugar de otras mercancías debido a su característica intrínseca de liquidez. Por otra parte, Keynes supuso una cantidad exógena de dinero de acuerdo con el principio neoclásico de escasez. A partir de su marco analítico híbrido, en el capítulo diecisiete de la *Teoría General,* Keynes pudo explicar entonces por qué la tasa de interés endógena, determinada sobre la base del principio de escasez, podía ser la fuente de la tasa media de ganancia esperada en la economía. Un fuerte rechazo por parte de Keynes de la segunda proposición de la economía monetaria neoclásica habría puesto ciertamente en peligro y, tal vez, podría haber llevado a desentrañar todo el análisis de la *Teoría General*.

A pesar de estas dificultades, muchos postkeynesianos, por ejemplo, Dalziel [1995] y Howells [1995, 1997], han mantenido explícitamente la demanda keynesiana de dinero como dispositivo analítico crucial para explicar la dinámica de una economía monetaria incluso en un contexto de dinero endógeno. Además, algunos como Chick [1992] y Howells [1995, 1997] no aceptan el principio de un absoluto dinero dirigido por el crédito (*credit-driven money*). Siempre existiría la posibilidad de que el dinero se creara a través de las simples operaciones de cartera del banco central. Otros se niegan a reconocer que el banco central no puede tener poder sobre la creación de dinero bancario mediante restricciones cuantitativas. Eso dependería supuestamente de la voluntad del banco central de ser acomodaticio o complaciente a la hora de satisfacer las necesidades de liquidez de los bancos comerciales. Incluso los horizontalistas muestran cierta reticencia a esta cuestión. Moore [1996], por ejemplo, acepta que hubo momentos en los que el banco central no fue acomodaticio. Sin embargo, gran parte de este debate surge porque los postkeynesianos postulan un banco central sin Estado e ignoran el impacto del gasto estatal en las reservas bancarias. A diferencia de lo que hemos intentado hacer nosotros, no aplican el principio de endogeneidad al propio Estado [Moore 1988].

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Incluso cuando abordan el papel del crédito, muchos postkeynesianos, incluidos algunos horizontalistas, imponen restricciones a lo que puede financiarse con dinero crediticio. Por ejemplo, en Moore [1988] los préstamos bancarios sólo sirven para financiar las necesidades de capital circulante de las empresas. Al igual que Wray [1990], el propio Moore concibe el financiamiento mediante préstamos como un medio para reducir la brecha entre los gastos y los ingresos de las empresas. De ahí que los bancos emitan deuda con el único fin de financiar déficits. Este punto de vista es totalmente contrario a la TCM, que demuestra que los déficit de las empresas o de los gobiernos sólo pueden contabilizarse en la fase de reflujo de la circulación monetaria. Tal malentendido del proceso de financiamiento se revela mejor quizás por la forma en que se conciben los beneficios en el financiamiento de la inversión. Los postkeynesianos, especialmente los seguidores de Kalecki, distinguen entre el financiamiento interno de la inversión a partir de los beneficios no distribuidos de las empresas y el financiamiento externo o mediante deuda. Como se ha discutido en otro lugar [Seccareccia 1998], esta distinción es algo engañosa, ya que en la TCM la generación interna de financiamiento a través de los beneficios empresariales es simplemente el resultado macroeconómico del nuevo endeudamiento de otros agentes en una economía monetaria.

Esta incapacidad de algunos postkeynesianos para romper los vínculos con la segunda proposición de la teoría monetaria neoclásica quizá explique también por qué algunos, como Chick [1992], han respaldado una concepción evolucionista del dinero. En consecuencia, habría al menos tres etapas de evolución monetaria. En la primera etapa, los bancos son puros intermediarios que reciclan el ahorro previo, ya que no pueden emitir libremente deudas sobre sí mismos. En una segunda etapa de esta evolución histórica, los bancos pueden emitir deudas sobre sí mismos gracias al papel acomodaticio de un banco central. Al parecer, también existe una tercera etapa, la de la desintermediación, en la que se

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

supone que los bancos acuden activamente a los mercados financieros para captar fondos mediante la gestión de sus pasivos. El financiamiento de estos mercados para adquirir las reservas de efectivo necesarias sustituiría al crédito bancario puro, con lo que se erosionaría aún más la restricción de reservas sobre la capacidad de los bancos para conceder créditos. Sin embargo, como hemos visto en nuestro anterior análisis de la historia del dinero, esta visión evolucionista del desarrollo monetario es un tanto equívoca, ya que los bancos nunca han sido intermediarios puros.

El enfoque neochartalista y la TCM

Mientras que los economistas neoclásicos señalan un incremento de eficiencia por la introducción del dinero en un contexto de intercambio vía trueque, y Keynes había enfatizado su rol de liquidez en un contexto de incertidumbre fundamental, existe un tercer punto de vista sobre la existencia del dinero. Podemos describir este tercer enfoque, tal como ha sido expuesto por Mosler [1997-8], Bell [1998b] y Wray [1998], como el enfoque neochartalista.[2]

La proposición de partida del enfoque neochartalista es que el dinero es siempre una creación del Estado y que éste puede, en última instancia, imponer cualquier ficha (*token*) como dinero simplemente exigiendo que las obligaciones fiscales se paguen en dicha unidad. En este sentido, los impuestos aparecen como el requisito previo fundamental para la existencia del dinero. Al modificar la deuda tributaria de los ciudadanos, se supone que el Estado puede incluso determinar el valor del dinero, su poder adquisitivo. De estas proposiciones, los neochartalistas derivan una concepción de la circulación monetaria más próxima a la TCM que, por ejemplo, la expuesta por Keynes en la *Teoría General*.

[2] Este enfoque se basa originalmente en el trabajo de Knapp (1924).

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Los impuestos son necesarios para imponer el dinero del Estado induciendo a los agentes privados a vender recursos reales al Estado con el fin de obtener dinero suficiente para saldar sus cuentas con éste. Por lo tanto, los impuestos no pueden utilizarse para financiar los gastos del Estado. El Estado debe primero inyectar dinero en la economía emitiendo a voluntad la ficha o el chartal en el que ha decretado que deben pagarse los impuestos. Según el enfoque neochartalista, en las economías modernas la ficha estatal se crea esencialmente cuando el banco central emite deuda sobre sí mismo a petición del Tesoro. Cuando los impuestos se pagan *a posteriori* en el proceso de reflujo, extinguen una cantidad equivalente del dinero creado por el Estado. A partir de este análisis circuitista del proceso de financiamiento del Estado, los escritores neochartalistas se ven llevados a rechazar el análisis convencional de los déficits presupuestarios.

La noción ortodoxa del financiamiento del déficit público y la llamada "monetización" de los déficits es muy engañosa y, de hecho, un término erróneo. Ya que los déficits no son más que valores contables *ex post* que miden el proceso neto de flujo-reflujo correspondiente al sector estatal, ya han sido financiados. Como se ha mostrado anteriormente en nuestro análisis de la TCM, la contrapartida del déficit presupuestario estatal es tanto un aumento de las tenencias de dinero del sector privado como un aumento de las reservas bancarias. Sin embargo, tan pronto como las reservas bancarias sean excesivas, los bancos dejarán de tomar prestadas reservas en el mercado de fondos, privando así al banco central de cualquier poder de intervención. De hecho, si las reservas son excesivas, los bancos intentarán comprar nuevos bonos, cuyo efecto sería hacer subir los precios de estos y provocar así un desplome de las tasas de interés. También podemos suponer que otros tenedores del sector privado intentarán hacer lo mismo, acelerando así aún más la caída del nivel de las tasas de interés en la economía. De esto podemos deducir que el Estado debe emitir nuevos bonos sólo para mantener las tasas de interés en algún nivel objetivo definido por las

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

autoridades monetarias. En general, los neochartalistas estarían de acuerdo con lo que es esencialmente la posición postkeynesiana horizontalista, según la cual el banco central fija el nivel base de las tasas de interés (véase Wray, [1998]). Sin embargo, cualquier malestar con la posición horizontalista por parte de los neochartalistas, puede deberse al hecho de que los postkeynesianos tienden a una teoría del banco central sin el Estado. Una comprensión cuidadosa de este vínculo, y del papel del Tesoro, en la línea que hemos expuesto, probablemente acercaría estas dos visiones a la posición circuitista.

Sin embargo, una diferencia importante entre la TCM y la visión neochartalista se refiere al énfasis que esta última pone en los impuestos. Como hemos defendido en nuestra discusión histórica, existieron sistemas monetarios viables durante períodos de la historia económica en los que los impuestos eran bastante insignificantes. Lo relevante, por tanto, no era si las obligaciones fiscales tenían alguna importancia, sino más bien si, en gran medida a través del sistema legal, el Estado respaldaba a los bancos existentes permitiéndoles emitir deudas sobre sí mismos. Durante períodos históricos muy largos, el dinero estatal había sido bastante insignificante en relación con la circulación de pasivos bancarios. Al vincular la existencia del dinero exclusivamente a la de los impuestos, los neochartalistas se ven abocados a encontrar dinero en las sociedades en las que existen fuertes impuestos *in natura*. Los impuestos pueden recaudarse más fácilmente si existe una unidad de cuenta impuesta por el Estado que serviría como dinero [Wray 1998]. Irónicamente, esta definición del dinero como unidad de cuenta pura se parece mucho a la concepción walrasiana del dinero *numéraire*, en la que ¡es el subastador (estatal) quien elige un *numéraire* antes de que se produzca un comercio eficiente!

El Estado puede avalar las obligaciones de los bancos centrales y/o privados, pero no puede imponer el valor del dinero. Aunque los neochartalistas parecen identificar una relación positiva entre el

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

valor del dinero y la cantidad de obligaciones fiscales en una economía, lo que realmente importa es más bien la naturaleza o la composición del gasto estatal. En otras palabras, lo que influye en el valor del dinero es principalmente la capacidad del gasto público para aumentar la riqueza real de la sociedad, ya sea directamente, a través de la producción de bienes públicos, o indirectamente, a través de su capacidad para fomentar el gasto privado en inversión. Si el dinero del Estado se emite simplemente para financiar gastos despilfarradores que no tienen consecuencias positivas serias sobre la riqueza privada o colectiva de una comunidad, el efecto a largo plazo sería depreciar el valor del dinero, independientemente del poder impositivo del Estado.

Por último, la teoría neochartalista del dinero implica lógicamente que el dinero estatal precede al dinero bancario privado. En otras palabras, a la creación del dinero estatal sobre el que se pueden recaudar impuestos, le sigue la aparición del dinero bancario comercial cuando el Estado acepta la responsabilidad de los bancos privados en el pago de impuestos. Como subraya Bell [1998a], el dinero bancario es jerárquicamente inferior o está subordinado al dinero estatal. La actividad crediticia de los bancos es un apalancamiento sobre el stock existente de dinero estatal [Wray 1998]. Esta presuposición significa que el dinero estatal es endógeno pero el dinero bancario no lo es ya que, en última instancia, está limitado por la variación del primero. Esta concepción del sistema monetario que, en su forma actual, se acerca mucho a un análisis de libro de texto sobre cómo se crea el dinero bancario, debe articularse mejor. Como hemos intentado demostrar en nuestro análisis de las relaciones entre los bancos, las empresas y el Estado, la TCM puede proporcionar a los neochartalistas un marco de análisis más completo.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Conclusión

En este artículo, hemos analizado las principales propuestas del enfoque de la TCM sobre el dinero y las hemos contrastado con enfoques alternativos, incluidas la teoría neoclásica y los puntos de vista heterodoxos contemporáneos. Por lo que respecta a estas últimas, hemos intentado argumentar desde el principio que, tanto los postkeynesianos como los neochartalistas encontrarán una integración más convincente y coherente del dinero y la banca comercial en el marco general de la circulación tal como se enuncia en la TCM. Con su amplio marco analítico, la TCM es capaz tanto de adaptarse como de ofrecer soluciones significativas a muchos de los enigmas a los que se enfrentan actualmente las teorías heterodoxas del dinero.

Referencias

Bailly, J. L. [1992] 'Nouvelles considérations sur le motif de "finance" de John Maynard Keynes', *Économie Appliquée* 45, 1: 105–27.

Bell, S. [1998a] 'The Hierarchy of Money', Working Paper No. 231, Jerome Levy Economics Institute, April.

—— [1998b] 'Can Taxes and Bonds Finance Government Spending?', Working Paper No. 245, Jerome Levy Economics Institute, July.

Chick, V. [1992] *On Money, Method and Keynes: Selected Essays,* ed. P.Arestis and S.C. Dow, London: Macmillan.

Clower, R. [1967] 'A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory', *Western Economic Journal* 6, 1: 1–8.

—— [1969] 'Introduction', en R.W.Clower (ed.), *Monetary Theory,* Harmondsworth: Penguin.

Dalziel, P. [1995] 'The Keynesian Multiplier, Liquidity Preference and Endogenous Money', *Journal of Post Keynesian Economics* 18, 3: 311–31.

Davies, G. [1994] *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day,* Cardiff: University of Wales Press.

Einzig, P. [1966] *Primitive Money in its Ethnological, Historical and Economic Aspects,* Oxford: Pergamon Press.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Gnos, C. [1998] 'La these de l'endogénéité de la monnaie: la contribution de la théorie du circuit', mimeo, University of Bourgogne, September.

Graziani, A. [1990] 'The Theory of the Monetary Circuit', *Économies et Sociétés* 24, 6: 7–36.

—— [1996] 'Money as Purchasing Power and Money as a Stock of Wealth in Keynesian Thought', en G.Deleplace and E.J.Nell (eds), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches,* London: Macmillan.

——[1998] 'The Monetary Theory of Production' mimeo, University of Rome, March.

Gurley, J.G. y Shaw, E.S. [1960] *Money in a Theory of Finance,* Washington: Brookings Institution.

Hahn, F.H. [1982] *Money and Inflation,* Oxford: Blackwell.

von Hayek, F.A. [1931] *Prices and Production,* London: Routledge.

—— [1941] *The Pure Theory of Capital,* Chicago: University of Chicago Press.

Heinsohn, G. y Steiger, O. [1984] 'Marx and Keynes—Private Property and Money', *Économies et Sociétés* 18, 4: 37–71.

—— [1994] 'A Private Property Theory of Debts, Interest and Money', *Économies et Sociétés* 28, 1–2: 9–24.

Howells, P.G.A. [1995] 'The Demand for Endogenous Money', J*ournal of Post Keynesian Economics* 18, 1: 89–106.

—— [1997] 'The Demand for Money: A Rejoinder', *Journal of Post Keynesian Economics* 19, 3: 429–35.

Innes, A.M. [1913] 'What is Money?', *Banking Law Journal May:* 377–408.

Jevons, W.S. [1875] *Money and the Mechanism of Exchange,* London: D.Appleton.

Knapp, G.F. [1924] *The State Theory of Money,* London: Macmillan.

Koopmans, J.G. [1933] 'Zum Problem des Neutrales Geldes', en F.A.von Hayek (ed.) *Beiträge zus Geldtheorie,* Vienna: J.Springer.

Lavoie, M. [1992] *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis,* Aldershot: Edward Elgar.

Léonard, J. [1987] 'Le paradoxe de l'intérêt et la crise de l'économie monétaire de production', *Économies et Sociétés* 21, 9: 149–68.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

Menger, K. [1892] 'On the Origin of Money', *Economic Journal* 2, 6: 239–55.

Moore, B.J. [1988] *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money,* Cambridge: Cambridge University Press.

—— [1996] 'The Money Supply Process: A Historical Interpretation', en G. Deleplace y E.J.Nell (eds) *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches,* London: Macmillan.

Mosler, W. [1997–8] 'Full Employment and Price Stability', *Journal of Post Keynesian Economics* 20, 2: 167–82.

Nell, E.J. [1998] *The General Theory of Transformational Growth,* Cambridge: Cambridge University Press.

Ostroy, J.M. [1973] 'The Informational Efficiency of Monetary Exchange', *American Economic Review* 63, 4: 597–610.

Parguez, A. [1975] *Monnaie et macroéconomie: théorie de la monnaie en déséquilibre,* Paris: Economica.

——[1996] 'Beyond Scarcity: A Reappraisal of the Theory of the Monetary Circuit', en G.Deleplace and E.J.Nell (eds), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches,* London: Macmillan.

——[1998] 'Government Deficits within the Monetary Production Economy: The Tragedy of the Race to Balanced Budgets', mimeo, University of Besançon, March.

Patinkin, D. [1965] *Money, Interest and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory,* 2nd ed, New York: Harper and Row.

Ray, A.J. [1996] *I Have Lived Here Since the World Began: An Illustrated History of Canada's Native People,* Toronto: Lester.

Ray, A.J. y Freeman, D.B. [1978] G*ive Us Good Measure: An Economic Analysis of Relations Between the Indians and the Hudson's Bay Company Before 1763,* Toronto: University of Toronto Press.

Realfonzo, R. [1998], *Money and Banking: Theory and Debate (1900–1940),* Cheltenham: Edward Elgar.

Renaud, J.-F. [1998] 'The Problem of the Monetary Realization of Profits en a Post-Keynesian Sequential Financing Model: The Two Solutions of the Kaleckian Option', mimeo, University of Lyon II, May.

Rochon, L.-P. [1997] 'Keynes's Finance Motive: A Re-Assessment', *Review of Political Economy* 9, 3: 277–93.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848

——— [1999] *Credit, Money and Production: An Alternative Keynesian Approach,* Cheltenham: Edward Elgar, forthcoming.

Seccareccia, M. [1990] 'The Two Faces of Neo-Wicksellianism during the 1930s: The Austrians and the Swedes', en D.E.Moggridge (ed.) *Perspectives on the History of Economic Thought,* vol. 4, Aldershot: Edward Elgar.

——— [1996] 'Post Keynesian Fundism and Monetary Circulation', en G.Deleplace y E.J.Nell (eds), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches,* London: Macmillan.

———[1998] 'Pricing, Investment and the Financing of Production within the Framework of the Monetary Circuit: Some Empirical Evidence', mimeo, University of Ottawa, May.

Smithin, J. [1997] 'An Alternative Monetary Model of Inflation and Growth', *Review of Political Economy* 9, 4: 395–409.

Starr, R.M. [1972] 'Exchange in Barter and Monetary Economies', *Quarterly Journal of Economics* 86, 2: 290–302.

Vallageas, B. [1998] 'The Circuit Analysis, the Monetary Economy of Production and the Multisectoral Analysis', mimeo, University of Paris-Sud, June.

Wittfogel, K. [1959] *Oriental Despotism: A Comparative Study in Total Power,* Princeton: Princeton University Press.

Wray, L.R. [1990] *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach,* Aldershot: Edward Elgar.

——— [1998], *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability,* Cheltenham: Edward Elgar.

Recibido 27 de noviembre 2025 Aceptado 30 de julio 2026

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96848