El dinero endógeno como teoría del capitalismo

Endogenous money as a theory of capitalism

Louis-Philippe Rochon [*]

Sergio Rossi [**]

Resumen

Este artículo explica que el dinero siempre ha sido una magnitud endógena dentro de cualquier sistema económico. La endogeneidad del dinero implica que la oferta monetaria resulta de la demanda de este. En particular, cuando un banco otorga una línea de crédito a cualquier tipo de prestatario, el pago de este genera un nuevo depósito bancario, lo que incrementa la oferta monetaria. Esta causalidad es opuesta a la que sostienen los economistas convencionales, como explicaron Joseph A. Schumpeter y Basil J. Moore. Este artículo proporciona, por lo tanto, un marco analítico sólido para comprender el papel de los bancos y la importancia de una serie de regulaciones financieras adecuadas para evitar la inflación de burbujas crediticias que pueden dar lugar a crisis financieras sistémicas, como las observadas a nivel mundial en 2007-2008. Nuestro análisis señala diversas implicaciones de la endogeneidad del dinero para la política monetaria, con el fin de dilucidar el papel fundamental de los bancos centrales en la orientación del sistema económico en su conjunto hacia el bien común, en lugar de aumentar la fragilidad financiera de un sector bancario altamente interconectado a nivel global.

Palabras clave: Crédito bancario, Dinero endógeno, Dinero y banca

Abstract

This paper explains that money has always been an endogenous magnitude within any economic system**s**. Money's endogeneity means that the supply of money results from a demand for it. In particular, when a bank provides a

[*] Laurentian University, Canada, ORCID 0000-0002-8542-7497

[**] University of Fribourg, Switzerland, ORCID 0009-0002-5926-5356, Traducción del inglés al español por Wesley Marshall, revisión de Jesús Sosa.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

credit line to any kind of borrowers, the payment by the latter gives rise to a new bank deposit, which increases therefore the money supply. This causality is the opposite of what mainstream economists believe, as both Joseph A. Schumpeter and Basil J. Moore explained famously. This paper provides thereby a cogent analytical framework to understand the role of banks and the importance that a series of appropriate financial regulations play in averting the inflation of credit bubbles that can give rise to systemic financial crises as observed in 2007–8 at global level. Our analysis points out a variety of monetary policy implications of money's endogeneity with a view to elucidate the seminal role of central banks in steering the economic system as a whole to contribute to the common good instead of increasing the financial fragility of a highly-interconnected banking sector at global level.

Keywords: Bank credit, Endogenous money, Money and banking

Introducción

Un chiste conocido sugiere que los profesores de economía disfrutan hacer las mismas preguntas de examen año tras año, mientras que solo cambian las respuestas consideradas correctas. Pocas preguntas ilustran esto mejor que la simple pregunta "¿qué es el dinero?", que también planteó Smithin [2000] en su libro, cuyo título es muy apropiado.

Para la mayoría de los hogares, el dinero es simplemente las monedas y billetes que llevamos en el bolsillo, que nos permiten comprar bienes y servicios. En cierto modo, es correcto. Una pregunta rápida a un chatbot nos dice lo mismo: "El dinero es algo que la gente usa para comprar, vender y medir el valor. En esencia, es un acuerdo compartido en una sociedad de que un determinado objeto, papel o registro digital puede representar un valor". Sin embargo, esto "no nos acerca mucho a comprender el dinero en el mundo en el que realmente vivimos", según Dillard [1987, p. 1623]. Desde esta perspectiva, como afirmó el economista Hicks [1967, p. 1], "el dinero es lo que el dinero hace", enfatizando así su definición

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

funcional o transaccional. La pregunta sobre qué es el dinero comienza con las monedas que llevamos en el bolsillo, pero debemos ir más allá y preguntarnos de dónde provienen realmente estas monedas y billetes, y cómo llegaron hasta aquí.

La historia del pensamiento económico revela no solo definiciones cambiantes de dinero, sino también concepciones fundamentalmente diferentes sobre el funcionamiento de los sistemas económicos. Como observó Schumpeter [1954/1994, p. 289], "las visiones sobre el dinero son tan difíciles de describir como las nubes cambiantes". Durante gran parte de la historia de la economía convencional, el dinero se ha considerado bien como una mercancía seleccionada por los participantes del mercado por sus propiedades intrínsecas, o bien como un activo financiero neutral que facilita el intercambio. En ambos casos, el dinero ocupa un papel secundario. Se considera un instrumento técnico que reduce los costos de transacción y supera el inconveniente de la "doble coincidencia de necesidades" [Jevons, 1875, p. 3] asociada al trueque. Según esta perspectiva, el dinero actúa simplemente como un "velo" [Pigou, 1949, p. 25] que oculta las fuerzas reales del sistema económico, sin comprender "ninguno de los elementos esenciales de la vida económica" [ibíd.]. Desde esta perspectiva, la actividad económica puede analizarse independientemente del dinero, los bancos, la deuda y las instituciones financieras. El dinero, por lo tanto, entra en juego solo después de que se hayan establecido los mecanismos esenciales de intercambio, producción y distribución.

Sin embargo, al mirar más allá de este "velo", emerge una realidad radicalmente diferente. Lejos de ser ajeno a la actividad económica, el dinero constituye una de las instituciones centrales de las economías capitalistas. De hecho, no puede haber un debate serio sobre producción, empleo, distribución, inflación o política económica sin comprender primero qué es el dinero, cómo se crea y cómo circula en el sistema económico.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

Sobre la creación de dinero

El dinero no es simplemente un medio de intercambio pasivo; es el medio de pago final que permite saldar deudas y cumplir obligaciones contractuales [Goodhart, 1989, p. 26]. Fundamentalmente, el dinero no cae del cielo, ni se arroja externamente desde el famoso helicóptero de Friedman [1969]. Se crea dentro del propio sistema económico a través de relaciones institucionales específicas centradas en la actividad bancaria y la creación de deuda.

En nuestro libro coeditado *Advances in Endogenous Money Analysis* [Rochon y Rossi, 2017], argumentamos que era necesario reabrir el debate sobre el dinero endógeno. En aquel entonces, persistía una considerable confusión tanto sobre el significado preciso de la endogeneidad del dinero como sobre las implicaciones teóricas y políticas más amplias que de ella se derivaban. Casi una década después, estos malentendidos aún persisten, a pesar de la creciente relevancia del análisis del dinero endógeno tras las crisis financieras, las políticas monetarias no convencionales y las presiones inflacionarias pospandémicas. Por lo tanto, el objetivo de este artículo es introducir a estudiantes e investigadores a las múltiples dimensiones del dinero endógeno y examinar sus implicaciones para la teoría monetaria, la banca, la inflación, la inestabilidad financiera y la política económica.

Para comprender el dinero endógeno, es necesario plantearse varias preguntas fundamentales. ¿Qué es el dinero? ¿Cómo se crea? ¿Qué relación guarda con la producción y la actividad económica? ¿Cómo se conectan el dinero y la inflación? ¿Es la inflación realmente un fenómeno monetario? Estas no son meras preguntas teóricas abstractas. Las respuestas a estas preguntas dan forma al diseño de las instituciones económicas y determinan las políticas que implementan los gobiernos y los bancos centrales.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

La confusión en torno al dinero se hizo especialmente patente en el periodo posterior a la COVID-19, cuando los bancos centrales aumentaron drásticamente los tipos de interés en un intento por combatir la inflación, lo que puso en riesgo graves perturbaciones de la actividad económica y la estabilidad financiera. Estas políticas reflejaban la persistencia de un marco teórico predominante según el cual la inflación está fundamentalmente vinculada a la creación excesiva de dinero o a una demanda agregada excesiva y, por lo tanto, puede controlarse principalmente mediante intervenciones de política monetaria. Desde esta perspectiva, la política monetaria sigue siendo el principal instrumento de estabilización, mientras que la política fiscal se ve con recelo y a menudo se considera intrínsecamente inflacionaria. La comunidad económica ha perdido en gran medida la confianza en la capacidad de la política fiscal para sustentar el pleno empleo y la estabilidad económica, recurriendo en cambio a los ajustes de los tipos de interés como mecanismo preferido para la gestión macroeconómica.

Desde una perspectiva poskeynesiana, sin embargo, esta dependencia de la política monetaria resulta profundamente problemática. La inflación no es fundamentalmente un fenómeno monetario generado por "demasiado dinero persiguiendo pocos bienes". Más bien, la inflación tiene su origen en conflictos, estructuras institucionales, luchas distributivas, interrupciones en las cadenas de suministro y la dinámica del capitalismo. Incluso si la inflación fuera de origen monetario, la política monetaria seguiría siendo un instrumento poco fiable y a menudo desestabilizador. De hecho, los bancos centrales afirman realizar ajustes precisos, pero en la práctica las autoridades monetarias suelen modificar repetidamente los tipos de interés en una misma dirección, endureciendo las condiciones monetarias mucho después de que los efectos acumulativos de los aumentos anteriores se hayan vuelto inciertos. Históricamente, estos episodios de austeridad monetaria han contribuido repetidamente a las recesiones y la fragilidad financiera.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

La recuperación posterior a la COVID-19 ilustró claramente estas contradicciones. En Estados Unidos, por ejemplo, el endurecimiento agresivo de la política monetaria coincidió con una importante expansión fiscal durante la administración Biden. Por lo tanto, la resiliencia económica no fue prueba de la eficacia de la política monetaria, sino más bien consecuencia de una política fiscal expansiva que contrarrestó las fuerzas monetarias contractivas. Estos acontecimientos refuerzan una conclusión central del pensamiento poskeynesiano: la política monetaria por sí sola no puede estabilizar las economías capitalistas ni abordar eficazmente las causas estructurales de la inflación [véase Rochon, 2022].

En el fondo de estos debates subyace una divergencia más profunda entre dos visiones contrapuestas de la realidad económica. La tradición neoclásica presenta una economía que tiende naturalmente al equilibrio y al pleno empleo. Se supone que los mercados se autorregulan, mientras que las intervenciones gubernamentales se consideran distorsiones que retrasan el retorno de la economía al equilibrio. En este marco, la política fiscal suele considerarse inflacionaria, dejando a la política monetaria la tarea fundamental de la estabilización macroeconómica. Esto es lo que Rochon y Setterfield [2007] denominaron "dominio de la política monetaria": sencillamente no hay espacio para la política fiscal.

La visión poskeynesiana difiere fundamentalmente. Las economías capitalistas son inherentemente frágiles, conflictivas y se caracterizan por una incertidumbre fundamental. No existe una tendencia automática hacia un equilibrio de pleno empleo, como lo imagina la visión neoclásica [véase Rochon y Rossi, 2021, cap. 1]. La demanda agregada, en lugar de la oferta, impulsa la producción y el empleo, mientras que los mercados financieros y las relaciones de deuda generan una inestabilidad persistente. Por lo tanto, la política económica no busca alcanzar un equilibrio, sino "estabilizar una economía inestable", parafraseando la célebre expresión de Minsky [1986]. La política monetaria puede desempeñar un papel

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

dentro de este marco más amplio, pero no el papel dominante que le asigna la teoría convencional.

Estas visiones contrapuestas parten de concepciones radicalmente diferentes del dinero. La economía convencional suele considerar el dinero como algo externo a la producción e introducido únicamente por conveniencia. La narrativa tradicional del trueque ejemplifica esta perspectiva con especial claridad. Se imagina a los agentes económicos intercambiando bienes y servicios directamente hasta que las ineficiencias del trueque conducen naturalmente al surgimiento del dinero como medio de intercambio. Sin embargo, la evidencia antropológica e histórica ofrece escaso respaldo a la existencia de economías de trueque a gran escala previas a los sistemas monetarios. Como sostuvo célebremente Humphrey [1985, p. 48], «se rechaza la visión predominante entre los economistas de que el trueque debe considerarse un fenómeno "natural" de la naturaleza humana y el origen del dinero». En su libro "En deuda: Una historia alternativa de la economía", el antropólogo David Graeber [2011] argumenta que el «mito del trueque» fue creado por Adam Smith para explicar los orígenes del dinero sin involucrar al Estado [véase también Servet, 1984]. De hecho, las sociedades primitivas dependían en mucha mayor medida de sistemas de deuda, reciprocidad, redistribución y obligación social que del intercambio mediante trueque generalizado.

Esta crítica revela una debilidad fundamental en la concepción ortodoxa del dinero. Al presentarlo como una innovación neutral introducida simplemente para facilitar el intercambio, la economía convencional oculta los fundamentos sociales, institucionales y políticos de los sistemas monetarios. De hecho, el dinero no es solo una mercancía o un instrumento técnico. Es una relación social arraigada en el derecho, las instituciones, los contratos y las obligaciones de deuda [Graziani, 2003].

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

Aquí es donde el enfoque heterodoxo y poskeynesiano diverge fundamentalmente de la ortodoxia. En la economía poskeynesiana, el dinero se entiende como una relación institucional y social intrínsecamente ligada a la producción y las finanzas. El dinero surge de la interacción entre prestatarios y prestamistas y se crea mediante operaciones de balance realizadas por los bancos. Como explicaron Parguez y Seccareccia [2000, p. 101], «'el dinero' es el subproducto de una operación de hoja de balance de un tercer agente que, en términos modernos, puede denominarse 'banco'».

Esta perspectiva transforma nuestra comprensión de la actividad económica. En la teoría neoclásica, la producción y el intercambio pueden ocurrir independientemente del dinero y los bancos. En la teoría poskeynesiana, por el contrario, la producción capitalista requiere financiamiento previo a través del crédito bancario. Las empresas deben obtener crédito antes de que pueda comenzar la producción, para pagar los salarios y comprar insumos. Como Keynes [1930/1971, p. 197] observó célebremente: "El crédito es el pavimento por el que viaja la producción y los banqueros, si conocieran su deber, proporcionarían las facilidades de transporte en la medida justa para que las capacidades productivas de la comunidad puedan emplearse al pleno empleo".

Por lo tanto, la creación de dinero se produce mediante la extensión de crédito bancario. Cuando los bancos otorgan préstamos, simultáneamente crean depósitos, generando así dinero nuevo (Tabla 1).

Tabla 1: La creación de dinero en el balance de un banco

Banco

Activos	Pasivos
Préstamo x $	Depósito x $

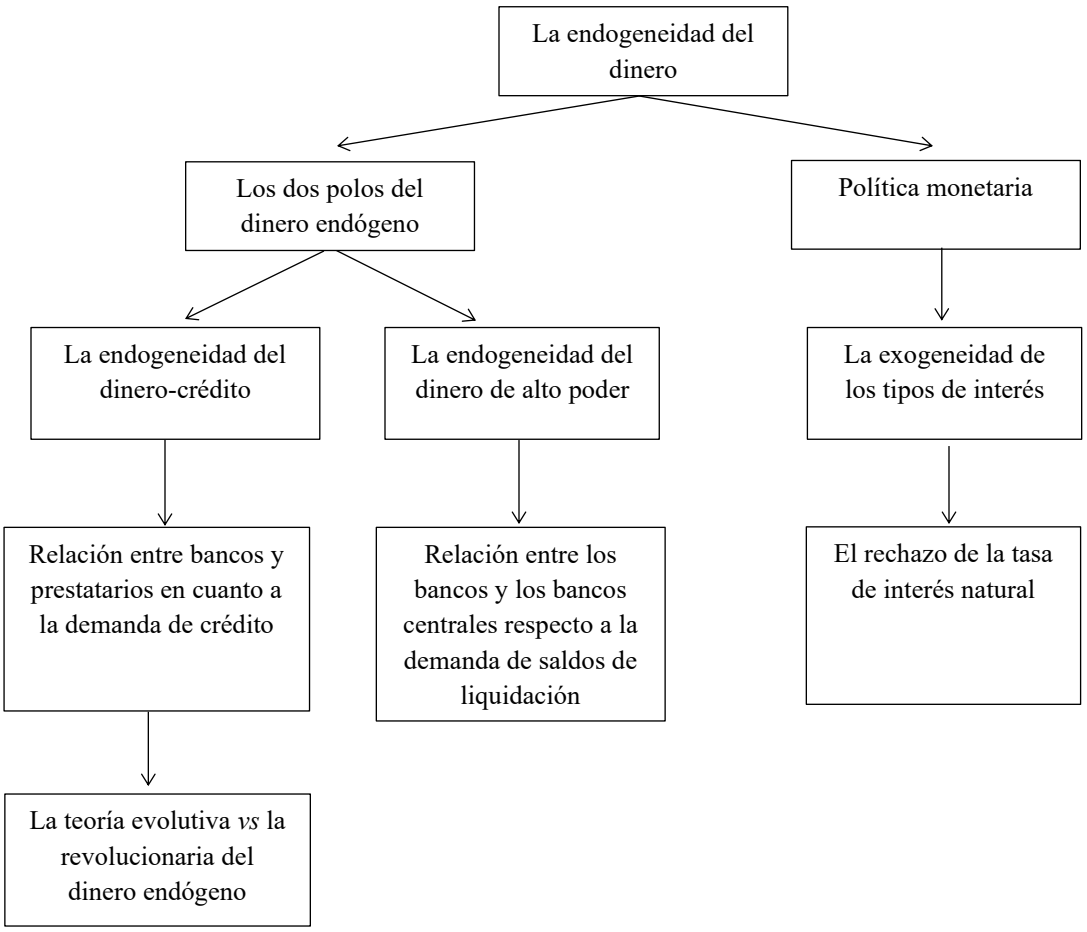
Fuente: elaboración propia.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

La oferta monetaria, por lo tanto, está "impulsada por el crédito y determinada por la demanda" [Moore, 1988, p. 46]. En lugar de prestar ahorros preexistentes, los bancos crean poder adquisitivo en respuesta a la demanda de crédito de prestatarios solventes. Esto invierte la relación causal convencional inherente a la teoría ortodoxa. La inversión no depende del ahorro previo; más bien, la inversión financiada mediante crédito bancario genera los ingresos de los que posteriormente surge el ahorro. Esta es una idea fundamental de la *Teoría General* [1936] de Keynes.

Las implicaciones son profundas, como muestra la Figura 1.

Figura 1: La endogeneidad del dinero y sus consecuencias



Fuente: elaboración propia.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

La creación de dinero es endógena, ya que se origina dentro del proceso económico. La demanda de financiamiento de las empresas, la evaluación de la solvencia crediticia por parte de los bancos y las expectativas sobre la demanda agregada futura determinan conjuntamente la creación de dinero. Los bancos no están limitados por las reservas ni por los depósitos preexistentes, sino principalmente por la rentabilidad, la regulación, la gestión de la liquidez y la disponibilidad de prestatarios solventes.

Ahora bien, es necesario profundizar en el concepto de solvencia [véase Rochon, 2006]. En este contexto, es decir, desde la perspectiva del banco que concede el préstamo, se refiere a la capacidad de la empresa para vender suficientes bienes o servicios como para generar, al menos, los fondos necesarios para reembolsar al banco y saldar su propia deuda. Esta es la principal preocupación del banco: recuperar su inversión. A su vez, esto depende de la demanda agregada en algún momento futuro, una vez realizada la producción. Sin embargo, vivimos en un mundo de incertidumbre, como nos recuerda Keynes, y no hay garantías de que se materialice la demanda agregada que anticipamos en el futuro. Por lo tanto, las empresas deben prever el nivel o la tasa de crecimiento de la demanda agregada en un futuro previsible. Pero los bancos también. En consecuencia, entran en juego dos expectativas: las de los bancos y las de la empresa prestataria.

En el capítulo 12 de *La Teoría General,* Keynes [1936] nos dice que el optimismo y el pesimismo sobre el futuro juegan un papel importante. De hecho, si las empresas son optimistas sobre los niveles futuros de demanda agregada, querrán endeudarse. Sin embargo, si los bancos son pesimistas o, al menos, menos optimistas, reducirán sus actividades crediticias [véase Rochon, 2006]. Por supuesto, surge la pregunta de dónde obtienen los bancos los fondos que prestan. La teoría convencional nos dice que utilizan sus fondos internos. Esta es la teoría de los fondos prestables: la idea de que los bancos tienen limitaciones en lo que pueden prestar y que

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

los fondos deben racionarse entre la demanda existente. Un buen ejemplo de esto es la crisis financiera mundial de 2007-2008. La recesión económica se atribuyó en parte a la incapacidad de los bancos para prestar y reactivar la economía; y la flexibilización cuantitativa tenía como objetivo proporcionar a los bancos la liquidez que tanto necesitaban para reanudar sus préstamos. En realidad, sin embargo, los bancos nunca tienen limitaciones en su capacidad de préstamo, aunque, como se mencionó anteriormente, pueden negarse a prestar. Los fondos nunca se racionan, aunque sí pueden estar sujetos a restricciones. Los bancos solo están limitados por la demanda de prestatarios solventes [véase Wolfson, 1996; Rochon, 1999; Lavoie, 2022]. Cabe destacar que no existe racionamiento de crédito —como se suele decir—, ya que esto implicaría una oferta fija de crédito.

Sin duda, la actividad de los bancos durante la crisis financiera mundial de 2007-2008 fue malinterpretada, precisamente debido a una incomprensión generalizada de la naturaleza del dinero. En definitiva, la reticencia de los bancos a conceder préstamos durante un período de gran incertidumbre se confundió con una incapacidad general para hacerlo.

Ahora bien, el acto de pedir prestado para financiar la producción tiene ciertas implicaciones. En primer lugar, este paso conduce a la creación de dinero, como se explicó anteriormente. En segundo lugar, nos recuerda la relación entre deuda y dinero, así como la relación entre dinero y actividad económica. En otras palabras, no podemos hablar de dinero sin referirnos a las actividades económicas. Esto nos recuerda cómo los autores convencionales disocian la existencia del dinero de la sociedad y los mercados. En definitiva, lo que destaca es que la creación de dinero está impulsada por la demanda, en el sentido de que es el resultado de la demanda de crédito.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

Esta comprensión también socava el modelo convencional del multiplicador monetario, aún vigente en muchos libros de texto de economía, como señalan Rochon y Rossi [2021]. Según la visión ortodoxa, las reservas determinan los préstamos bancarios mediante un mecanismo multiplicador estable. En este modelo, un depósito inicial en el sistema bancario puede generar un aumento significativo en la oferta monetaria total. Los bancos están obligados a mantener una fracción de los depósitos como reservas y pueden prestar el saldo restante. En los cursos introductorios de macroeconomía, los profesores suelen mostrar a los estudiantes cómo un depósito inicial de, por ejemplo, 1000 dólares estadounidenses, genera un aumento de la oferta monetaria de 10,000 dólares estadounidenses, con un coeficiente de reserva del 10 %. Cuando los prestatarios gastan estos préstamos, el dinero se vuelve a depositar en los bancos, que luego prestan parte de esa suma. Este proceso se repite en todo el sector bancario, creando múltiples ciclos de depósitos y préstamos. La magnitud del multiplicador monetario depende principalmente del coeficiente de reserva y del comportamiento de los agentes privados en cuanto a la tenencia de efectivo, es decir, los hogares y las empresas.

De hecho, como nos recuerda Lavoie [2022, p. 200], "los postkeynesianos […] rechazan la teoría estándar del multiplicador monetario, también conocida como la teoría bancaria de reserva fraccionaria de creación de crédito". Los postkeynesianos argumentan que esta no es la forma en que se crea el dinero, como se indicó anteriormente, ni la forma en que operan los bancos en un marco monetario endógeno. De hecho, en muchos países, los bancos centrales han abolido estos requisitos de reserva, lo que revela una laguna en la teoría predominante. En efecto, ¿cómo podría funcionar esta teoría ante la ausencia de reservas? ¿Cuál es el propósito de dichas reservas?

La historia poskeynesiana comienza por denominar a estas reservas por su nombre correcto: saldos de liquidación, cuyo propósito es

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

saldar los balances pendientes con otros bancos. Esto solo puede hacerse utilizando dinero del banco central (también llamado dinero de alta potencia) y solo surge cuando se han creado depósitos. Solo después de esto los bancos requieren saldos de liquidación. Esto se debe a la necesidad de la finalidad del pago, lo que significa que "[el] vendedor de un bien, servicio u otro activo, recibe algo de igual valor del comprador, lo que deja al vendedor sin ningún derecho adicional sobre el comprador" [Goodhart, 1989, p. 26]. En otras palabras, estos saldos de liquidación surgen de la demanda de estos, para que cualquier pago entre dos bancos sea definitivo.

En definitiva, la finalidad del pago se refiere al punto en el que una transacción se vuelve irreversible y legalmente vinculante entre sus dos partes (el pagador y el beneficiario, es decir, el comprador y el vendedor). Una vez alcanzada la finalidad del pago, el pagador no puede cancelar ni revertir la transacción sin el consentimiento del beneficiario. Este es un concepto crucial en la banca, los mercados financieros y los sistemas de pago digitales, ya que reduce la incertidumbre, minimiza el riesgo de liquidación y garantiza la confianza en todo tipo de transacciones. La finalidad del pago es especialmente importante en los sistemas de liquidación bruta en tiempo real, las redes de tarjetas de crédito y las tecnologías blockchain. Unas normas claras sobre la finalidad del pago contribuyen a mantener la estabilidad financiera, fomentan un comercio eficiente y protegen a los participantes de disputas, fraudes o retrasos en las liquidaciones en las economías modernas.

Por consiguiente, entonces, en la teoría postkeynesiana, los préstamos crean depósitos, lo que a su vez genera la necesidad de saldos de liquidación. Como señaló Lavoie [2022, p. 200], "la causalidad asociada a las reservas bancarias también se invierte, siendo las reservas endógenas y dependientes de la demanda, por lo que constituyen una fracción (el divisor) de los depósitos, en lugar de que los depósitos sean un múltiplo de las reservas bancarias". De hecho, para garantizar el buen funcionamiento de todo el sistema

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

bancario, los bancos centrales están preparados para proporcionar a los bancos la liquidez que necesitan a demanda para pagar finalmente sus deudas interbancarias. Cabe destacar que estos saldos de liquidación (o dinero de alta potencia) también son endógenos. En otras palabras, tanto el dinero bancario como el dinero del banco central son endógenos.

Por lo tanto, queda claro que los bancos centrales son fijadores de precios (tipos de interés exógenos) y tomadores de cantidad (dinero endógeno de alta potencia). Además, desde un punto de vista teórico, esto implica el rechazo total de la denominada "teoría cuantitativa del dinero", según la cual los cambios en la oferta monetaria provocan cambios en la renta nominal. Como mínimo, tal como señala Joan Robinson, debería haberse interpretado al revés: "el argumento de ambas escuelas consiste en leer la ecuación cuantitativa de izquierda a derecha en lugar de derecha a izquierda" [Robinson, 1970, p. 511].

Al mismo tiempo, el análisis postkeynesiano enfatiza la exogeneidad de las tasas de interés oficiales. Los bancos centrales actúan como fijadores de precios en los mercados financieros, determinando las tasas de interés a corto plazo según sus objetivos de política monetaria, al tiempo que se ajustan a la cantidad de reservas que demanda el sector bancario. Esta postura también implica rechazar la noción de una tasa de interés natural hacia la cual la política monetaria deba tender. Como Keynes [1936, p. 243] concluyó finalmente, el concepto de una tasa de interés natural tiene escaso valor analítico. Rechazar esta doctrina permite una concepción más amplia de la política monetaria, orientada hacia el empleo, la distribución de la riqueza y la estabilidad financiera, en lugar de centrarse únicamente en el control de la inflación.

Aquí se pueden presentar dos argumentos. En primer lugar, es imposible calcular el valor del tipo de interés natural. Como señala Borio [2017, p. 8], "el tipo natural es un concepto abstracto,

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

inobservable y dependiente del modelo". En segundo lugar, en este tipo de modelos, el tipo natural actúa como centro de gravitación: es el tipo de interés hacia el cual el banco central debería orientar el tipo de interés a corto plazo. A este tipo, la economía se encuentra en equilibrio, el ahorro es igual a la inversión y no hay inflación; o dicho de otro modo, este es el tipo que prevalecería si no hubiera dinero en el sistema [Lavoie, 2022, p. 201]. Pero, ¿cuán exógena es la tasa de interés del banco central si gravita hacia un tipo natural determinado endógenamente? Smithin [2000, p. 3] se pregunta si la "noción wickselliana de un 'tipo de interés natural' (no monetario) […] es un concepto significativo". Según Lavoie [2022, p. 25], "prohíbe cualquier imaginación en la política del banco central".

Por esta razón, una teoría coherente del dinero endógeno implica tanto la exogeneidad del tipo de interés del banco central como el rechazo de un tipo de interés natural [Rogers, 1989]. Curiosamente, en su transición del *Tratado del Dinero* a la *Teoría General*, Keynes también llegó a rechazar el tipo de interés natural. Según Keynes [1936, p. 243], ya no opinaba que el concepto de "tipo de interés natural […] tuviera algo muy útil o significativo que aportar".

Al rechazar el tipo de interés natural, los postkeynesianos otorgan a los bancos centrales la libertad de aplicar su propia política monetaria independiente, sin preocuparse por la necesidad de converger hacia dicho tipo. De este modo, los bancos centrales pueden implementar libremente políticas de pleno empleo sin preocuparse por un objetivo de inflación.

El dinero endógeno en la economía postkeynesiana

Ahora que sabemos qué es el dinero endógeno y cómo se crea realmente, centrémonos en su relación con los economistas poskeynesianos, para quienes el dinero endógeno ha sido un principio fundamental. Lamentablemente, sus puntos de vista sobre el dinero y el dinero endógeno no son uniformes. De hecho, en

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

investigaciones anteriores [véase Rochon y Rossi, 2013], identificamos dos enfoques del dinero endógeno: el evolutivo y el revolucionario. Si bien existen importantes coincidencias entre ambos enfoques, su principal diferencia radica en si el dinero se volvió endógeno con el tiempo (este es el enfoque evolutivo) o si es siempre y en todas partes un fenómeno endógeno (el enfoque revolucionario).

Con respecto a la primera perspectiva, el dinero se habría vuelto endógeno con el tiempo, dada la evolución específica de algunas instituciones, especialmente los bancos centrales. En este sentido, Chick [1986] analizó las cinco etapas del dinero endógeno y argumentó que este se volvió endógeno solo en las últimas etapas de la evolución del capitalismo, es decir, con el tiempo, a medida que el sistema bancario pasó de estar limitado por las reservas a estar impulsado por la demanda. En otras palabras, sostiene que el dinero y los sistemas bancarios evolucionan a través de "etapas" históricas, y que cada etapa modifica la forma en que se crea el dinero, cómo operan los bancos y cómo se relaciona el ahorro con la inversión. Chick rechaza la idea de que la banca funcione de la misma manera en todos los períodos históricos. En cambio, argumenta que el grado de "endogenicidad" del dinero (creado dentro de la economía por los bancos en respuesta a la demanda de crédito) depende del desarrollo institucional del sistema bancario. En las primeras etapas, el sistema bancario y el dinero funcionaban de forma muy similar a la teoría neoclásica, y solo a través de cambios institucionales el dinero se volvió endógeno.

Que esta perspectiva sea verdaderamente poskeynesiana queda a criterio del lector. Sea como fuere, esta visión también se asocia con la idea de que el dinero puede ser tanto endógeno como exógeno dependiendo de periodos de tiempo específicos [véase, por ejemplo, Rousseas, 1960]. Los poskeynesianos han abandonado en gran medida este enfoque, con razón, en favor de lo que denominamos la perspectiva "revolucionaria", según la cual "el dinero es y siempre

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

ha sido un fenómeno endógeno, debido a su naturaleza esencialmente ligada a la deuda y a la necesidad de un medio de pago final que debe ser proporcionado por un tercero a petición de los agentes" [Rochon y Rossi, 2013, p. 224]. De hecho, nos hacemos eco de la opinión expresada anteriormente, por ejemplo, por Lavoie, quien argumentó que "esta endogeneidad no es una cuestión de instituciones, sino de necesidad lógica. […] La acomodación o su ausencia, la gestión de pasivos o su ausencia, y las innovaciones financieras o su ausencia son fenómenos de segundo orden en comparación con la historia crucial que va desde la creación de deuda hasta la oferta de medios de pago" [Lavoie, 1996, p. 533]. Además, esta perspectiva "constituye los fundamentos adecuados para una teoría monetaria no ortodoxa, que a su vez debe formar parte de un programa de investigación no ortodoxo más amplio que abarque tanto la teoría de la demanda efectiva como las teorías del valor" [p. 534].

Los lectores podrían preguntarse por qué esto importa. En cierto modo, esta pregunta es ciertamente válida: al final, todos los economistas poskeynesianos reconocen ahora que el dinero es endógeno. Entonces, ¿por qué discutir estas diferencias, quizás superficiales, entre los poskeynesianos? La respuesta tiene que ver con nuestra percepción de los tipos de interés. Para el *mainstream*, los tipos de interés son un costo y pueden utilizarse eficazmente como una forma de controlar la economía. Los bancos centrales aumentan los tipos de interés cuando la economía se recalienta con la esperanza de generar un aterrizaje suave. El objetivo de la política monetaria es, en realidad, la inflación. Pero algunos poskeynesianos comparten esencialmente esta visión del uso de la política monetaria. Rochon y Setterfield [2008] han denominado a este enfoque el enfoque "activista". En ciertos aspectos, aparte de tener quizás un objetivo diferente, no hay mucho que diferencie a los poskeynesianos activistas del *mainstream*.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

Para los poskeynesianos "revolucionarios", de hecho, el tipo de interés no es solo un costo, sino también una fuente de ingresos para los tenedores de bonos o rentistas. Por lo tanto, la política monetaria se centra en la distribución funcional de la renta, y su uso para regular la actividad económica, independientemente del objetivo elegido, debe minimizarse. Este enfoque fue bien resumido por Lavoie [1996, p. 537], quien argumentó que "la política monetaria no debería diseñarse tanto para controlar el nivel de actividad económica, sino más bien para encontrar el nivel de tipos de interés que resulte adecuado para la economía desde el punto de vista de la distribución".

Capitalismo como una economía monetaria de producción

Como señalamos en las secciones anteriores, es necesario ir más allá de los límites inmediatos de la endogeneidad del dinero y situar este enfoque en el contexto social y económico del capitalismo. En este sentido, el capitalismo gira en torno al dinero y la deuda. De hecho, una economía capitalista es una economía monetaria: se trata de vender bienes a cambio de dinero y obtener beneficios (es decir, que M se convierta en M').

Al considerar la teoría neoclásica del dinero, donde este es solo un velo (la llamada neutralidad del dinero), y donde no se requiere para explicar las variables económicas reales, cabe preguntarse si esta teoría es apropiada para estudiar la dinámica del capitalismo. Al omitir el papel fundamental y la existencia del dinero, o al reducirlo a un rol secundario, la teoría neoclásica no puede considerarse una teoría del capitalismo.

La teoría del circuito monetario [véase, por ejemplo, Rochon, 1999] proporciona una teoría clara del dinero endógeno al presentar una economía dividida por clases sociales, con instituciones como bancos, el Estado y un banco central. La creación de dinero en esta visión está ligada a una visión específica de los mercados: los

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

mercados capitalistas. Como escribe Dillard [1987, pp. 1623-24], "analizar el dinero como una institución del capitalismo presupone una imagen clara de las características más destacadas del sistema capitalista. Bajo el capitalismo, los propietarios de los medios de producción no personales (maquinaria, equipo, materias primas, tierra) dependen de una clase de trabajadores libres para poner en marcha los medios de producción no personales".

Recientemente, algunos autores circuitistas han desarrollado y extendido la teoría del circuito monetario para abarcar una variedad de cuestiones como la especulación, la financiarización y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, que son potencialmente desestabilizadores [véase Rochon y Tropeano, 2025]. Para estar seguros,

> Las verdaderas fortalezas del capitalismo son características ausentes en el paradigma neoclásico. La economía está en constante evolución: no es el equilibrio lo que distingue al capitalismo de los sistemas sociales del pasado, sino el rápido cambio evolutivo. De igual modo, las verdaderas debilidades del capitalismo son aspectos que ni siquiera pueden expresarse dentro del paradigma neoclásico. Las finanzas monetarias son vitales para una economía capitalista, pero pueden convertirse en un torbellino de especulación que socava la capacidad productiva de la economía física. La distribución de la renta y la riqueza en una economía capitalista refleja desequilibrios de poder que se eliminan con la "competencia perfecta" (requisito previo de la teoría de la productividad marginal de la distribución de la renta). El cambio climático se trivializa porque, en un modelo neoclásico, la producción puede generarse sin energía, o con una energía que desempeña un papel relativamente insignificante. [Keen, 2025, p. 160]

Conclusión

En este artículo señalamos que la importancia del dinero endógeno trasciende con creces la teoría monetaria: proporciona las bases para una comprensión más amplia del capitalismo. Las economías capitalistas son, en efecto, economías monetarias de producción en

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

las que la deuda, las finanzas y las expectativas constituyen principios organizativos fundamentales. Las teorías que prescinden del dinero y las finanzas no pueden explicar adecuadamente la dinámica del capitalismo moderno, incluyendo las crisis, la inestabilidad y la desigualdad.

Estos problemas se han vuelto aún más acuciantes desde finales de la década de 1980 con el auge de la financiarización, definida por Epstein [2005, p. 3] como "el creciente protagonismo de los motivos financieros, los mercados financieros, los agentes financieros y las instituciones financieras". La financiarización ha transformado la estructura de las economías capitalistas, fomentando la especulación, expandiendo las actividades de la banca en la sombra e intensificando la fragilidad financiera. El crecimiento de las instituciones financieras no bancarias (a las que antes llamábamos "banca en la sombra" debido a sus formas de comportamiento poco transparentes) y de los instrumentos financieros complejos ha permitido con frecuencia a los agentes financieros eludir las regulaciones impuestas a los sistemas bancarios tradicionales tras la crisis financiera mundial de 2007-2008 [véase Rochon y Tropeano, 2025].

Tales acontecimientos han contribuido no solo a la inestabilidad financiera recurrente, sino también al aumento de la desigualdad, al debilitamiento de la inversión productiva, a la degradación ecológica y a una mayor inseguridad económica. En este contexto, los bancos centrales y las autoridades monetarias no pueden considerarse meros guardianes neutrales de la estabilidad de precios. Sus decisiones influyen en la distribución del ingreso, los precios de los activos, las estructuras financieras y la trayectoria general del desarrollo económico.

En definitiva, la teoría del dinero endógeno no es simplemente una teoría sobre la banca o las operaciones monetarias. Es una teoría del capitalismo. Reconoce que el dinero, la deuda, la producción y las

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

instituciones financieras conforman un sistema integrado, caracterizado por la incertidumbre, el conflicto y la inestabilidad. En este sentido, el análisis del dinero endógeno representa uno de los puntos de partida más importantes para el amplio "ataque a la fortaleza" de la economía ortodoxa que propuso Keynes. Al situar el dinero, la banca y las finanzas en el centro del análisis, este trabajo ofrece un marco más realista para comprender la economía contemporánea y desarrollar políticas capaces de promover la estabilidad financiera, el pleno empleo, la equidad social y la sostenibilidad ecológica.

Referencias

Borio, C. [2017], "Through the looking glass", OMFIF City Lecture, London, September 22, available online at www.bis.org/speeches/sp170922.pdf (last accessed on 14 May 2026).

Chick, V. [1986], "The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest", *Économies et Sociétés*, 20 (8–9), pp. 111–26. Reprinted in P. Arestis and S.C. Dow (eds) (1992), *On Money, Method and Keynes: Selected Essays of Victoria Chick*, London and New York: Macmillan and St. Martin's Press, pp. 193–205.

Dillard, D. [1987], "Money as an institution of capitalism", *Journal of Economic issues*, 21 (4), pp. 1623–47.

Epstein, G.A. [2005], "Introduction: financialization and the world economy", in G.A. Epstein (ed.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 3–16.

Friedman, M. [1969], *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine Publishing.

Goodhart, C.A.E. [1989], *Money, Information and Uncertainty*, London and Basingstoke: Macmillan, second edition (first published 1975).

Graeber, D. [2011], *Debt: The First 5000 Years*, New York: Melville House.

Graziani, A. [2003], *The Monetary Theory of Production*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

Hicks, J.R. [1967], *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press.

Humphrey, C. [1985], "Barter and economic disintegration", *Man*, 20 (1), pp. 48–72.

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

Keen, S. [2025], *Money and Macroeconomics from First Principles, for Elon Musk and other Engineers,* available online at www.scribd.com/document/884622697/Money-From-First-Principles-for-El-on-Musk (last accessed on 14 May 2026).

Keynes, J.M. [1930/1971], *A Treatise on Money, Volume 2: The Applied Theory of Money*, in A. Robinson and D. Moggridge (eds), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. VI, London: Macmillan.

Keynes, J.M. [1933], "The monetary theory of production", in G. Clausing (ed.), *Der Stand und die nächste Zukunft der Konjukturforschung: Festschrift für Arthur Spiethoff*, Munich, DE: Duncker and Humblot, pp. 123–125. Reprinted in A. Robinson and D. Moggridge (eds), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIII, *The General Theory and After, Part I – Presentation*, London: Macmillan, 1973, pp. 408–411.

Keynes, J.M. [1936], *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.

Lavoie, M. [1996], "Monetary policy in an economy with endogenous credit money", in

G. Deleplace and E.J. Nell (eds), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, Basingstoke: Macmillan, pp. 532–45.

Lavoie, M. [2022], *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Lee, F. and M. Lavoie [2013], *In Defense of Post-Keynesian and Heterodox Economics: Responses to their Critics*, London and New York: Routledge.

Minsky, H. [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.

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

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

Reprinted in 2026 by Routledge, with an introduction by Marc Lavoie and Louis-Philippe Rochon.

Parguez, A. and M. Seccareccia [2000], "The credit theory of money: the monetary circuit approach", in J. Smithin (ed.), *What is Money?*, London: Routledge, pp. 101–23.

Pigou, A.C. [1949], *The Veil of Money*, London: Macmillan.

Robinson, J. [1970], "Quantity theories old and new: comment", *Journal of Money, Credit and Banking*, 2 (4), pp. 504–12.

Rochon, L.-P. [1999], "Creation and circulation of money: A 'circuit dynamique' approach", *Journal of Economic Issues,* 33 (1), pp. 1–21.

Rochon, L.-P. [2006], "Endogenous money, central banks and the banking system: Basil Moore and the supply of money", in M. Setterfield (ed.), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory: Essays in Honour of Basil J. Moore*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 220–43.

Rochon, L.-P. [2022], "The general ineffectiveness of monetary policy or the weaponization of inflation", in S. Kappes, L.-P. Rochon and G. Vallet (eds), *The Future of Central Banking*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 20–37.

Rochon, L.-P. and S. Rossi [2013], "Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views", *Review of Keynesian Economics*, 1 (2), pp. 210–29.

Rochon, L.-P. and S. Rossi [2017], "Introduction: the need to discuss endogenous money again", *Advances in Endogenous Money Analysis*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar, pp. 1–18.

Rochon, L.-P. and S. Rossi (eds) [2021], *An Introduction to Macroeconomics: A Heterodox Approach to Economic Analysis*, *Second Edition*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Rochon, L.-P., S. Rossi and G. Vallet (eds) [2026], *Central Banking, Monetary Policy and the Common Good*, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Rochon, L.-P. and M. Setterfield [2007], "Interest rates, income distribution, and monetary policy dominance: Post Keynesians and the 'fair rate' of interest", *Journal of Post Keynesian Economics*, 30 (1), pp. 13–42.

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851

Rochon, L.-P. and M. Setterfield [2008], "The political economy of interest-rate setting, inflation, and income distribution", *International Journal of Political Economy*, 37 (2), pp. 5–25.

Rochon, L.-P. and D. Tropeano [2025], "Some unexplored financial issues in the monetary circuit since the financial crisis", *Review of Political Economy*, 37 (5), pp. 1877–96.

Rogers, C. [1989], *Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory*, Cambridge, UK: Cambridge University Press

Rousseas, S. [1960], "Velocity changes and the effectiveness of monetary policy, 1951–1957", *Review of Economics and Statistics*, 42 (1), pp. 27–36.

Schumpeter, J.A. [1954/1994], *History of Economic Analysis*, London and New York: Routledge.

Servet, M. [1994], "La fable du troc", *Dix-Huitième Siècle*, 26, pp. 103–15.

Smithin, J. [2000], *What is Money*?, London and New York: Routledge.

Vernengo, M. [2026], "What is heterodox economics? A comment on Hodgson and his critics", *Journal of Economic Issues*, 60 (1), pp. 305–12.

Wolfson, M.H. [1996], "A post-Keynesian theory of credit rationing", *Journal of Post Keynesian Economics*, 18 (3), pp. 443–70.

Recibido 28 de julio 2026 Aceptado 24 de agosto 2026

https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2026.55.96851