

El papel de la banca central en la circulación financiera desde una perspectiva heterodoxa*

The role of central banking in financial circulation from a heterodox perspective

*Noemi Levy Orlik***

ABSTRACT

The role of the central bank in the capitalist system is defined by the assumptions of each theoretical school of thought and the dominant financial organization. Heterodox theory claims that demand determines supply, with strong disagreements surrounding financial circulation and central bank intervention in the financial system. This paper reviews Keynes' proposals based on the assumption of state-dominated money, whose conclusions are that the central bank aims to stabilize the liquidity of the banking sector and that the interest rate can indirectly influence income and employment. Meanwhile, Kalecki starts from the assumption that money is private and the financial system is a reflection of the strengths or weaknesses of the productive sector. Thus, the central bank can only guarantee liquidity for capitalist activities through government securities that affect short- and long-term rates, without affecting investment spending and employment.

Keywords: Effective demand; financial circulation; central bank; Kalecki; Keynes.

JEL codes: E52, E58, G21.

* Artículo recibido el 6 de agosto de 2025 y aceptado el 7 de agosto de 2025. Su contenido es responsabilidad exclusiva de la autora. Este artículo es resultado directo del proyecto PAPIIT-UNAM, IN-303823, "Crisis y restructuración en América Latina: financiamiento, productividad y deuda en el período postpandemia".

** Noemi Levy Orlik, Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad de México (correo electrónico: levy@unam.mx).

RESUMEN

La función de la banca central en el sistema capitalista se define por los supuestos de cada corriente de pensamiento teórico y la organización financiera dominante. La teoría heterodoxa postula que la demanda determina la oferta, con fuertes disensos en torno a la circulación financiera y la intervención del banco central en el sistema financiero. En este trabajo se revisan las propuestas de Keynes a partir del supuesto de la dominación del dinero-estatal, cuyas conclusiones son que el banco central tiene como objetivo estabilizar la liquidez del sector bancario y que la tasa de interés puede influir indirectamente en el ingreso y el empleo. Por otro lado, Kalecki parte del supuesto de que el dinero es privado y el sistema financiero es un reflejo de las fortalezas o debilidades del sector productivo. Así, el banco central sólo puede garantizar liquidez para las actividades capitalistas mediante títulos gubernamentales que inciden en la tasa de corto y largo plazos, sin que ésta afecte el gasto de la inversión y el empleo.

Palabras clave: demanda efectiva; circulación financiera; banco central; Kalecki; Keynes. *Clasificación JEL:* E52, E58, G21.

INTRODUCCIÓN

Las funciones del banco central se analizan a partir de la reproducción del capital, el despliegue del circuito monetario —que está muy relacionado con la organización monetaria dominante— y el funcionamiento de las instituciones en el desarrollo del sistema capitalista. Los temas centrales de la discusión de este trabajo son las características del dinero, los mecanismos de financiamiento y la relación de la tasa de interés con el ingreso y las ganancias.

De manera muy general, la visión ortodoxa relaciona el dinero con un instrumento fiduciario, creado por el Estado, cuya oferta es controlada por el banco central (teoría cuantitativa del dinero), con una velocidad constante del dinero, explicada por aspectos institucionales; alternativamente el dinero puede ser endógeno y la cantidad de dinero en circulación se determina por la brecha entre la tasa de interés monetaria, definida por el banco central, y la tasa de interés natural (Wicksell, 1905/1935). El ahorro determina la in-

versión y se obtiene por la posposición del consumo presente al futuro; se señala que el ahorro voluntario es la vía más eficiente para financiar el crecimiento, libre de procesos inflacionarios (Hayek, 1933).

La escuela ortodoxa supone que la estructura económica opera a través de un sistema de intercambio real, con precios “correctos” o de “equilibrio”, ya que la información es completa (Fama, 1991; Tobin y Brainard, 1977). Otro elemento central de este planteamiento teórico es la variación de precios por incrementos en la masa monetaria, resultados del aumento en la demanda, asociados a déficit públicos. A partir de ello, se postula que la función principal del banco central es controlar los precios, mediante la oferta monetaria o, indirectamente, por la determinación de la tasa de interés que debe aproximarse a la tasa de interés natural, lo que garantiza la igualdad entre el ahorro y la inversión, ya sea en un nivel de pleno empleo o con un nivel de desempleo no acelerador de inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés). Ese planteamiento sigue dominando la teoría económica ortodoxa, en la versión de la nueva economía clásica (Woodford, 2003).

La visión heterodoxa parte de supuestos diferentes: el dinero es un símbolo de valor, carente de valor, caracterizado como una criatura del Estado (Keynes, 1930a: caps. 1 y 2) o resultado de las relaciones entre capitalistas, que se distinguen por una velocidad inestable, explicada por la teoría de la preferencia de la liquidez (TPL) (Keynes, 1936/1965: cap. 15) o el ajuste de la velocidad del dinero a los ciclos de negocios (Kalecki, 1954/1956: cap. 6). La tasa de interés es monetaria, con disensos sobre su efecto en la inversión y el crecimiento económico.

Los principales consensos de la teoría heterodoxa son que la inversión determina el ahorro y crea su propio financiamiento, con importantes desacuerdos sobre la circulación monetaria, la determinación de la tasa de interés y su efecto en la inversión y el empleo. Los precios son estructuralmente incorrectos, por consiguiente la política fiscal debe garantizar el pleno empleo de los factores productivos, mediante gasto público deficitario y políticas de distribución del ingreso. De ahí se sigue que la inflación se explica a partir de factores de la oferta generados por variaciones de costos y de márgenes de ganancias (Kalecki, 1954/1956: cap. 1) o desequilibrios financieros (Keynes, 1936/1965: caps. 2 y 14). En ese contexto, la función del banco central es garantizar liquidez al sistema financiero a través de la estabilización de los precios de los títulos financieros o de garantizar la liquidez de la banca comercial.

En este trabajo nos adherimos a la visión heterodoxa, que supone que la demanda determina la oferta. Nuestra hipótesis es que la banca central sólo puede incidir en la estabilidad de los precios del sistema financiero, lo que garantiza liquidez para las decisiones capitalistas. En específico, la clase capitalista, que toma las decisiones de crecimiento, se distingue por tener capital, y el volumen de su capital empresarial — tamaño de la empresa— determina el acceso o el costo al capital crediticio y rentista, y así genera distintas velocidades de crecimiento (Steindl, 1945). Esta condición se complica en países emergentes, donde existen estructuras productivas desequilibradas con sistemas financieros domésticos débiles, debido a la presencia de una clase dominante que acumula recursos monetarios, que no recircula al aparato productivo (Kalecki, 1955). En el periodo de hiperglobalización este fenómeno se agudizó porque dominaron corporaciones oligopólicas que accedieron a la liquidez en el sistema financiero internacional, lo cual generó una combinación de exceso de liquidez y bajo crecimiento económico, explicada por el comportamiento rentista de la clase capitalista (Bárcena y Cimoli, 2002; Cimoli y Rovira, 2002).

Este trabajo se divide en cuatro secciones después de esta introducción. La sección I revisa críticamente la visión de Keynes sobre el dinero, la tasa de interés, la inversión y el crecimiento económico, la cual contrapondrá con la explicación de Kalecki en torno a las ganancias, el ahorro capitalista, el riesgo financiero y el carácter del dinero (sección II). En la sección III se discuten las funciones de la banca central desde la perspectiva de Keynes y Kalecki, y, finalmente, se presentan las conclusiones en la sección IV.

Las conclusiones de este trabajo son que la política monetaria sólo puede avalar las decisiones de la clase capitalista, al garantizar la liquidez en los diferentes mercados del sistema financiero, porque los capitalistas, para ser capitalistas, tienen capital disponible, y la tasa de interés no incide en el gasto de la inversión; además, los títulos gubernamentales son la vía más eficiente para administrar la tasa de interés y de corto y largo plazos, mediante la cual se garantiza liquidez a las actividades capitalistas.

I. KEYNES: DINERO, TASA DE INTERÉS, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

La visión de Keynes sobre el dinero y su efecto sobre el ingreso y el empleo tiene diferentes explicaciones. La primera se sustenta en la teoría *chartalista*,

en la que la tasa de interés tiene una posición central para lograr el pleno empleo. La segunda se identifica por romper la relación entre tasa de interés de corto y largo plazos, y caracteriza el dinero como una “mercancía especial”, cuya tenencia induce al desempleo. Finalmente, un tercer momento se distingue por reconectar la tasa de interés de corto y largo plazos con el financiamiento; destaca que las variaciones de la tasa de interés de largo plazo pueden interrumpir el proceso de fondeo.

1. *Tasa de interés monetaria y natural e inversión*

Los planteamientos de Keynes de esta etapa están contenidos en el *Tratado sobre el dinero* (TD), en el que supone que el dinero es un símbolo de valor —desprovisto de valor— creado por el Estado. En esa discusión Keynes se adhiere a la visión del dinero-crédito. El dinero es endógeno, condición que se alcanza cuando el dinero de cuenta, creado por las instituciones bancarias, domina el sistema financiero, el cual surge a partir del “reconocimiento de que las deudas en sí mismas son un sustituto útil del dinero ‘propiamente tal’ en la liquidación de transacciones” (Keynes, 1930a: 4).

El volumen del dinero bancario está condicionado por el equilibrio de las hojas de balance del sector en su conjunto: “la cantidad de efectivo pagada día a día, junto con el número de obligaciones hacia otros bancos, no difiere mucho de la cantidad de efectivo recibida junto con el número de obligaciones contra otros bancos” (Keynes, 1930a: 21). El Estado, mediante la banca central, tiene las funciones de normar el comportamiento de la banca comercial; acomodar la demanda de reservas de esta última con dinero de curso legal; administrar la liquidez del mercado interbancario; adoptar la función de prestamista de última instancia, y, finalmente, implementar innovaciones financieras.

El banco central determina la tasa de interés de corto plazo y por esa vía incide en la estructura de la curva de rendimientos, en la que se incluye la tasa de interés de largo plazo, ejemplificada con los *Consols*.¹ En esta discusión, Keynes señala que la relación entre la tasa de interés determinada por

¹ Keynes se refirió a los Consols, bonos irredimibles, emitidos por el gobierno británico, que paga intereses de forma indefinida, sin estar obligado a devolver el principal de la deuda. La emisión de Consols data del siglo XVIII, y en 2015 se retiraron de la circulación. Este bono se volvió una referencia clave en los mercados financieros británicos; fue utilizado por Keynes (1930a) como indicador de la tasa de interés de largo plazo.

el banco central y la curva de rendimientos es válida en tiempos “normales” y de “crisis”. En tiempos de dinero barato, los agentes piden prestado para adquirir bonos de largo plazo, y los préstamos se realizan al poner esos bonos como garantía, lo cual se efectúa si el costo de préstamo es menor que el rendimiento de los bonos. Con base en ello, Keynes (1930b: 320) concluye “rara vez ocurre que los rendimientos de los bonos no suban (o bajen) si la tasa de corto plazo se mantiene en un nivel absolutamente más alto (o más bajo) que el rendimiento de los bonos incluso durante unas pocas semanas”.

La importancia de la determinación de la tasa de interés del banco central y su incidencia en la curva de rendimiento es que puede garantizar un volumen de gasto de inversión de pleno empleo y, por esa vía, afectar el crecimiento económico, aunque también influyen las expectativas en las decisiones de inversión. En sus palabras, “la decisión de la inversión depende de la comparación entre la tasa de rendimientos esperados y la tasa de interés dominante” (Keynes, 1930b: 162, cap. 30) y, aclara, “la tasa de interés influye sobre el volumen de inversión mediante la determinación del costo de préstamos, pero son las expectativas de rendimiento las que gobiernan principalmente la decisión” (Keynes, 1930a, t. I: 157, cap. 29). A partir de ello concluye que “la inversión tenderá a disminuir ante expectativas de rendimientos débiles, sin importar en cuánto descendan las tasas de interés” (Keynes, 1930b: 156, cap. 29).

2. La preferencia por la liquidez y la tasa de interés

Una segunda visión se origina a partir de las observaciones de Keynes sobre el efecto de la crisis financiera de 1929, respecto de la relación entre la tasa de interés y el financiamiento, desarrollado en Keynes (1936/1965). El antecedente de esta discusión se encuentra en los “Chicago papers”, donde Keynes comenta la relación entre la tasa de interés determinada por la banca central y la curva de rendimiento en los Estados Unidos durante la poscrisis; resalta, no obstante, que aunque se redujeron las tasas de interés a niveles anteriores de la crisis, no se restauró la demanda ni la oferta crediticia. Las explicaciones van desde la desconfianza de los depositantes en la banca por las quiebras bancarias ocurridas en la crisis hasta el extraordinario nerviosismo de los bancos por temores a corridas bancarias. Ambos factores inducen a obsesión por liquidez, lo cual explica la ausencia de créditos abundantes y rápidos (Keynes, 1931/1973: 555-567).

A partir de estos elementos, Keynes (1936/1965: 332) ofreció una segunda explicación sobre la tasa de interés y su relación con los determinantes de la inversión, al señalar: “parece improbable que la influencia de la política bancaria sobre la tasa de interés por sí sola sea suficiente para determinar otra tasa de inversión óptima”, porque “el dinero desempeña un papel propio y por sí mismo afecta motivos y decisiones de los individuos y se vuelve uno de los factores operativos de la situación. Ello nos conduce a una teoría monetaria de la producción donde el dinero ha dejado de ser neutral” (Keynes, 1933/1973: 408-411).

La nueva visión de la tasa de interés está expresada en la TPL, donde la especulación tiene un papel central: la tasa de interés se determina por el motivo especulativo de la demanda de dinero, en la que intervienen las evaluaciones futuras de la tasa de interés, específicamente los sentimientos sobre el futuro y las convenciones, con una oferta monetaria determinada. En este contexto, la tasa de interés se define a partir de “la recompensa por privarse de liquidez durante un período determinado [...] Es el precio que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último” (Keynes, 1936/1965: 151-152). En esta explicación la tasa de interés “está determinada en gran parte por la opinión que prevalezca acerca del valor que espera ir a tener. Cualquier nivel de interés que se acepte con suficiente convicción como probablemente duradero será duradero” (Keynes, 1936/1965: 182, 203).

La especulación también afecta los determinantes de la inversión, definidos por el precio de demanda y oferta o, alternativamente, por la eficiencia marginal de capital y la tasa de interés de largo plazo (Keynes, 1936/1965). El precio de demanda es el precio de los rendimientos esperados de la inversión en el mercado financiero, descontados por la tasa de interés esperada, mientras el precio de oferta representa el costo de reposición del bien de capital. Por su parte, la eficiencia marginal del capital es un rendimiento interno de la empresa, determinado por los rendimientos esperados de la inversión y el precio de oferta, así como por la tasa de interés de largo plazo. El desconocimiento sobre el futuro está presente en ambas formas de determinar la inversión, lo cual se expresa directamente en el establecimiento de la tasa de interés de largo plazo, el cálculo de los rendimientos esperados y la determinación del costo de reposición de la inversión. Con base en ello, Keynes concluye que la inversión, aunque es la variable que determina el crecimiento económico, es altamente inestable, y la tasa de

interés determinada por la banca central tiene una incidencia limitada sobre la inversión.

La incertidumbre tiene un efecto mayor en los mercados capitales “organizados” con finanzas complejas, donde dominan los “expertos profesionales”, que, de acuerdo con Keynes (1936/1965: 141),

[No se dedican] a realizar previsiones superiores a largo plazo respecto al rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, sino a prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general. No se ocupan de lo que realmente significa un valor de inversión para el hombre que lo compra “para siempre” sino en cuanto los estimará el mercado dentro de tres meses o un año, bajo la influencia de la psicología de masas.

Ello provoca que el precio de demanda no puede ser estructuralmente un precio correcto, es decir, el precio de los títulos financieros es diferente al “precio en libro”; así, el mercado de capitales se vuelve un espacio de especulación financiera, que limita el gasto de inversión y el crecimiento económico.

3. *Financiamiento y fondeo*

Después de la publicación de la *Teoría general* y a la luz de las críticas de los “neoclásicos” por excluir la discusión del financiamiento en esa obra, Keynes (1937a, 1937b y 1937c) retoma la discusión de este tema en varios manuscritos. Allí, restablece la conexión entre la tasa de interés de corto y largo plazos con la inversión, y reconstruye el circuito monetario. En esta discusión, Keynes (1937a: 109-110) concede a los economistas neoclásicos que los incrementos en la demanda de dinero, relacionados con mayor actividad económica, pueden ejercer presiones alcistas sobre la tasa de interés.

En la discusión, Keynes diferencia entre el crédito bancario —corto plazo— y la emisión de títulos de largo plazo —también denominado *fondeo*—, mientras mantiene el supuesto de que la inversión crea su propio ahorro y, por esa vía, se financia. El circuito financiero inicia con la generación de deudas bancarias, independientemente de las variaciones de la tasa de interés de corto plazo, porque los bancos pueden acomodar, mediante

sobregiros, la demanda crediticia de los empresarios. La circulación monetaria está sustentada en un proceso permanente de creación y destrucción de dinero, donde los prestatarios deben saldar sus deudas y, a la par, crean nuevos préstamos, con la particularidad de que, a diferencia de la teoría de fondos prestables (Hayek, 1933), se emiten nuevos créditos a agentes diferentes, sin sincronizarse con los pagos de las deudas anteriores (Chick, 1983).

Desde esta perspectiva, el incremento de la liquidez tiene dos fuentes. Por un lado, los bancos pueden incrementar el volumen de sus préstamos sin modificar la tasa de interés, lo cual sucede cuando domina una percepción positiva sobre el crecimiento económico futuro (Keynes, 1937b). Así, la creciente liquidez aumenta el gasto de la inversión, el ingreso y el ahorro. A partir de ello, Keynes (1937c: 222) concluyó que “la banca tiene una posición central, en el tránsito de una escala de actividad menor a mayor”. La segunda fuente de liquidez está relacionada con una reducción de la preferencia de los ahorradores, lo que implica que los ahorradores deberán estar dispuestos a comprar más bonos y acciones, a una misma tasa de interés de largo plazo (Keynes, 1937c: 217).

El punto crucial de este argumento es que el ahorro generado por la inversión, caracterizado como “real” —dependiente del ingreso—, retorne al circuito financiero, mediante la adquisición de bonos y acciones. Estos instrumentos crean financiamiento de largo plazo, que tiene la capacidad de cancelar los créditos monetarios —véanse Davidson (1986), Chick (1993) y Studart (1995)—. Este proceso permite superar las asimetrías entre las deudas y los rendimientos.

El circuito monetario puede ser virtuoso o vicioso, dependiendo del movimiento de la tasa de interés, particularmente de la de largo plazo. Si las perspectivas de largo plazo se tornan negativas, los agentes incrementan su preferencia por la liquidez, aumenta la tasa de interés de largo plazo, se detiene el proceso de fondeo, lo cual provoca la cancelación de deuda bancaria, y se paraliza la tasa de crecimiento económico. Nótese que el circuito monetario se interrumpe en el tramo en que el ahorro real debe convertirse en ahorro financiero. El circuito monetario será virtuoso si la tasa de interés de largo plazo se mantiene constante o, al menos, no incrementa; por el contrario, será vicioso, cuando la tasa de interés de largo plazo aumente, lo cual provoca que los agentes incrementen el atesoramiento, ante la perspectiva de que el precio de los bonos tienda a bajar.

II. KALECKI: GANANCIAS, AHORRO CAPITALISTA, RIESGO FINANCIERO Y DINERO

La propuesta de Kalecki en torno a la acumulación y la circulación monetaria se hará a partir de la discusión de cuatro temas: 1) el gasto capitalista determina las ganancias, las cuales deben *monetizarse* para que el proceso de acumulación sea continuo, resumido en la multicuada frase de Robinson (1966), “Los trabajadores gastan lo que ganan y los capitalistas ganan lo que gastan”. 2) El ahorro capitalista determina el financiamiento, específicamente el acceso al capital rentista y a los créditos bancarios, expresado en la famosa frase “El requisito más importante para convertirse en empresario es ser propietario de capital” (Kalecki, 1971/1977: 127). 3) El dinero es lo que los capitalistas deciden que funciona para saldar las deudas, en tanto la “inversión se financia a sí misma [...] [y] la tasa de interés no puede ser determinada por la demanda y oferta del nuevo capital” (Kalecki, 1971/1977: 100). 4) Con base en Toporowski (2022a), se postulan los principios básicos del pensamiento monetario de Kalecki, dispersos en múltiples escritos del autor.

1. *Determinación de ganancias y crecimiento equilibrado*

Las ganancias son resultado del gasto capitalista — inversión y consumo capitalista — que deben monetizarse para que prosiga la acumulación del capital. Esto se garantiza por un crecimiento productivo equilibrado. La actividad productiva se divide en tres departamentos. El departamento I cubre el volumen de la inversión bruta — productos finales no consumidos — y los bienes de consumo se dividen en consumo capitalista (departamento II) y bienes de consumo asalariado (departamento III). Las ganancias se derivan de los excedentes generados en los tres departamentos. La particularidad de este análisis es que los asalariados tienen un papel pasivo porque “gastan lo que ganan”, por lo tanto, la masa salarial de los tres departamentos es igual a la producción del departamento III, y las ganancias de los capitalistas de ese departamento son iguales a la masa salarial de los departamentos I y II. De ahí se deriva que las ganancias brutas son iguales a la inversión más el consumo capitalista; por consiguiente, un elemento clave es que el excedente de los departamentos I y II sea vendido entre los capitalistas para asegurar

las ganancias (Kalecki, 1971/1977: 96), o sea, la monetización de las ganancias depende de “las ventas que los capitalistas hacen de sus mercancías excedentes hacia otros capitalistas” (Toporowski, 2022b: 116).

La segunda propuesta es que el ahorro es igual a la inversión, con una causalidad que va de la inversión al ahorro (Kalecki, 1971/1977: 99), lo cual se mantiene, aunque el financiamiento inicial provenga del capital rentista —ahorro de los capitalistas que invierten o de “otros” capitalistas—. Añade que el gasto capitalista no siempre es igual a las ganancias devengadas en periodos anteriores; por consiguiente, la producción no necesariamente se realiza en todos los periodos, lo que origina los ciclos económicos. De ahí concluye: “los capitalistas pueden decidir invertir y consumir más en un periodo dado de tiempo que en el anterior, pero no pueden decidir ganar más [...] [y] sus decisiones sobre inversión y consumo determinan las ganancias y no al revés” (Kalecki, 1971/1977: 95).

2. Ahorro capitalista y financiamiento “cubierto” y “descubierto”

En esta discusión, Kalecki parte del supuesto de que para ser capitalista hay que tener capital, con varias implicaciones. Primero, no hay democracia empresarial en los negocios, con base en lo cual Kalecki critica la concepción de que “cualquier persona dotada de capacidad empresarial pueda obtener capital para emprender un negocio” (Kalecki, 1971/1977: 127). Segundo, el volumen del capital empresarial se sitúa en el centro de la discusión del financiamiento: “El acceso que una firma tiene al mercado de capitales, o sea, la cantidad de capital rentista que puede esperar está determinado en gran medida por la cuantía del capital de su empresa [...] Por ejemplo, si una firma quisiera lanzar una emisión de bonos demasiado grande en relación con su capital de empresa, no lograría colocarlos todos” (Kalecki, 1971/1977: 123).

En este contexto, el autor desarrolla el concepto de *riesgo financiero*, denominado *riesgo creciente*, al señalar que el acceso de las empresas al capital externo es finito, se reparte de manera desigual y los riesgos están en función inversa a la diversificación de la hoja de balance de las empresas —argumento que retoma Minsky (1975)—. En palabras de Kalecki (1971/1977: 124):

Cuanto mayor sea la inversión en relación con el capital de la empresa, mayor será también la reducción del ingreso del empresario en caso de un fracaso del

negocio [...] si se ha invertido sólo parte del capital de la empresa y el resto lo ha colocado en bonos del mercado firme, obtendrá algún rendimiento; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero, y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir bastante, acabará por hacer desaparecer el negocio.

En términos de las sociedades por acciones, el riesgo se relaciona con el comportamiento de los accionistas mayoritarios que buscan mantener el control de la empresa. Si el financiamiento de un proyecto de inversión se realiza mediante emisión de acciones y las ganancias de la nueva inversión no se elevan por encima de la vieja tasa de ganancia, se merman los dividendos de los viejos accionistas y del grupo controlador. A partir de ello postula que mientras haya mayor emisión de títulos, también habrá mayor riesgo. Asimismo, otorga importancia al tamaño del mercado, al señalar que habrá un número limitado de acciones que se podrán colocar a un precio razonable (Kalecki, 1971/1977: 125-126).

A partir de este argumento se postulan dos tipos de financiamiento: “cubierto” y “no cubierto”. Aquel avalado por activos líquidos y reservas de caja —cubierto— se obtiene a una tasa de interés dada; sin embargo, el financiamiento “no avalado” por recursos propios del empresario provoca aumentos en la tasa de interés proporcional al margen del crédito “no cubierto” (Toporowski, 2022c: 5). También, el riesgo financiero se aplica a los recursos obtenidos en el mercado bursátil, mediante un incremento en el costo de financiamiento, a medida que aumenta la emisión es mayor al capital propio. El mismo Kalecki añade que los accionistas existentes tienden a oponerse a las nuevas emisiones por la dilución del control de las empresas, porque enfrentarían un aumento en los costos si se excede el “tamaño óptimo de emisión” (Toporowski, 2022c: 6).

3. *Dinero bancario y tasas de interés*

El punto inicial de este argumento es que el gasto de inversión crea automáticamente una cantidad igual de ahorros, “por tanto se ‘financia a sí misma’ cualquiera que sea el nivel de la tasa de interés” (Kalecki, 1971/1977: 100). Específicamente:

Si algunos capitalistas aumentan su inversión usando sus reservas liquidez [...] las ganancias líquidas de otros inversionistas aumentarán [...] estas reservas in-

vertidas [pasan] a manos de estos últimos. Si por medio de créditos bancarios se financian inversiones adicionales, el gasto [...] causará que una cantidad igual de ganancias ahorradas se acumule en forma de depósitos bancarios. Por esta razón, los capitalistas que invierten tendrán la posibilidad de emitir bonos [...] para amortizar así los créditos bancarios.

Por consiguiente, la tasa de interés de largo plazo no incide en los determinantes de la inversión y se destaca que no presenta fluctuaciones cíclicas importantes. De hecho, el alza de los rendimientos de los valores actúa en el mismo sentido que el descenso de las utilidades, por lo tanto, se mueve a la par del coeficiente de la tasa de ganancia (Kalecki, 1971/1977: 131). Por su parte, la tasa de interés de corto plazo se explica en términos de la oferta de efectivo de los bancos en respuesta a las fluctuaciones del valor de las transacciones; se añade que la oferta de efectivo fluctúa menos que el valor de las transacciones, por consiguiente, la velocidad de la circulación del dinero y la tasa de interés de corto plazo se elevan durante la fase ascendente y disminuyen durante la fase de depresión (Kalecki, 1954/1956: 81). En este contexto, la tasa de interés de corto plazo es una “simple transferencia de un grupo de capitalistas (deudor neto) a otro grupo (acreedor neto)” (Toporowski, 2022b: 121).

4. Kalecki: principios de la teoría monetaria

Diferentes teóricos heterodoxos han señalado que Kalecki no tenía una teoría monetaria del sistema capitalista —véase Sawyer (2001)—. Esta reflexión es disputada por Toporowski (2022a) y Mott (2010). Siguiendo a Toporowski (2022a: 71-79), en este apartado se enuncian los cinco principios que explican la teoría monetaria de Kalecki.

Primero, el dinero capitalista es el dinero de los capitalistas, cuya particularidad es que está íntimamente relacionado con los procesos de producción e intercambio, a partir de lo cual se afirma que el dinero está conectado con el proceso productivo. Así, los capitalistas adquieren dinero para generar ganancias, proceso que tiene lugar en el sector “real”. Con base en la lógica de dominación del sistema capitalista, el dinero se concentra en los grandes capitalistas y en los bolsillos de las clases dominantes (terratenientes, comerciantes agiotistas, etc.), con la particularidad de que estos últimos no utilizan sus excedentes para generar ganancias; más bien lo retiran de la circulación,

y con ello impiden monetizar las ganancias, lo que desestabiliza el sistema financiero y productivo. Se destaca que en este proceso, los capitalistas determinan el rumbo de la economía, mientras los trabajadores son agentes pasivos (Toporowski, 2022a: 72).

Segundo, el dinero se origina en el proceso de producción, a partir de la generación de las ganancias, resultado del gasto capitalista, particularmente del gasto de la inversión. El dinero proviene de las reservas de los capitalistas, pudiendo aumentar por préstamos bancarios y capital rentista. Los recursos monetarios que se destinan para cubrir salarios circulan hacia los trabajadores y luego retornan a los capitalistas. El gasto capitalista sólo es virtuoso cuando se monetizan las ganancias.

Kalecki coincide con la propuesta de Keynes (1933/1973) de que la producción capitalista tiene como objetivo incrementar las ganancias monetarias, pero precisa que los flujos monetarios se muevan entre las clases sociales. Un elemento relevante de esta circulación es que su velocidad es inestable, porque responde a los cambios de la actividad productiva —véase el apéndice “Mercado monetarios” citado por Toporowski (2022a: 73)—. Además, agrega que la circulación dineraria incide en la distribución del ingreso a través de la determinación de precios, donde el margen de ganancias es determinado por el poder de los grandes capitalistas, lo cual genera concentración de dinero.

El tercer principio indica que variaciones en el volumen de la oferta monetaria no necesariamente financian la producción y la inversión, porque la velocidad de la circulación es la variable que se adapta a las necesidades de la producción y la circulación del dinero que existe en las cuentas capitalistas (Toporowski, 2022a: 75). Así se diferencia de Keynes (1936/1965), quien explica la inestabilidad de la velocidad del dinero con base en la incertidumbre. Desde la perspectiva de Kalecki, la actividad capitalista —producción— está determinada por la demanda y sólo puede ser limitada por el ingreso, no por el dinero, porque los capitalistas, dirigentes de la producción, se distinguen por poseer dinero (Toporowski, 2022a: 77) que requieren gastar para obtener ganancias. Por lo tanto, los aumentos en la oferta monetaria pueden reducir la tasa de interés, mientras que, con una oferta monetaria dada, las variaciones en la inversión y el crecimiento productivo pueden acomodarse mediante aumentos en la velocidad de dinero, y se añade que la tasa de interés sólo equilibra los mercados monetarios del sistema financiero; resalta que la variable de ajuste en el sector no financiero es la velocidad de circulación en relación con la demanda de transacciones (Toporowski, 2022a: 77).

El cuarto principio está relacionado con la función monetaria de la política fiscal, que consiste en movilizar los balances monetarios inactivos de los capitalistas o de la clase adinerada, para financiar la demanda o el gasto de la economía “real”. Kalecki favoreció los impuestos sobre las ganancias, particularmente sobre la riqueza, los cuales debían ser gastados en contratos gubernamentales con el sector privado o en servicios públicos y transferencias de seguridad social. El propósito de los impuestos es poner en movimiento los recursos monetarios inactivos; con ello se aumentan las ganancias y los gobiernos no requieren endeudarse para incrementar la actividad económica (Toporowski, 2022a: 78).

El quinto principio discute el uso de la política fiscal para estabilizar el capital dinerario, en el supuesto de que excesos de liquidez pueden inducir a la inestabilidad financiera; particularmente en países en desarrollo, donde el exceso de liquidez tiende a generar fugas de capital y dolarizar la economía. En esas condiciones, la riqueza también se canaliza a activos ilíquidos (casas habitación, tenencia de tierra), lo que puede neutralizarse mediante impuestos al capital inactivo, los cuales, además, obligan a los tenedores de la riqueza a mantener recursos monetarios líquidos. Por consiguiente, los déficits fiscales deben ser permanentes para lograr el pleno empleo, con el consecuente aumento de las ganancias del sector privado, las cuales deben ser extraídas de los mercados financieros mediante la emisión de bonos públicos de largo plazo (Toporowski, 2022a: 79). Estos bonos tienen la ventaja de fijar los costos de la deuda gubernamental y limitar las salidas de efectivo, ya que refinancian los bonos de corto plazo. Adicionalmente, la ventaja de los bonos de largo plazo es que activan los mercados de capital secundarios, y así incrementan su liquidez (Toporowski, 2022a: 79).

III. FUNCIONES DE LA BANCA CENTRAL

La visión de Keynes de la participación del banco central descansa sobre la idea de que la demanda de dinero abre el ciclo monetario-económico, particularmente aquella demanda por parte de los empresarios, cuyo objetivo es financiar un proyecto de inversión, respaldada por rendimientos futuros, los cuales se consideran probables e inciertos. Los bancos acomodan los créditos de las empresas, siempre y cuando el valor financiero de los rendimientos de la inversión sea mayor o igual al costo de reposición del bien

de capital, o la eficiencia marginal del capital sea superior o igual a la tasa de interés de largo plazo. Como la mayoría de los teóricos de su época, Keynes estaba familiarizado con la noción de que los créditos se crean a partir de la creación de depósitos, que son pasivos del banco comercial. Los depósitos —dinero privado— circulan a la par que el dinero estatal, es decir, tienen la capacidad de saldar deudas. El dinero estatal asume una importancia central porque es capaz de garantizar la liquidez de la banca comercial mediante las funciones de la banca central de “banca de bancos” y “prestamista de última instancia” que permiten acomodar la demanda de reserva de la banca comercial a través de créditos del banco central a la banca comercial, operaciones de mercado abierto (OMA) y tasas de interés. La endogeneidad del dinero se explica a partir de la necesidad de estabilizar la liquidez del sistema bancario para evitar crisis financieras.

La segunda fase del circuito monetario está relacionada con el impacto del gasto de la inversión en el ingreso; se explica a partir del multiplicador del ingreso, en que se señala que el gasto de la inversión tiene un impacto más que proporcional en la actividad económica, porque el ingreso aumenta en el mismo monto que el gasto de la inversión, a lo que se suma la producción de los bienes de capital por el tiempo que dure la maquinaria en el sector productivo. Así, la inversión amplía la masa salarial y las ganancias, lo que determina el consumo y el ahorro, explicado por el coeficiente de la propensión media y marginal a consumir —positiva y menor que la unidad—, la cual se supone que es relativamente estable. Por consiguiente, cada incremento del gasto aumenta el ingreso, específicamente el consumo y el ahorro, con base en lo cual se deduce que la inversión crea su propio ahorro. Entonces, el dinero privado, avalado por el dinero público, tiene la capacidad de generar el volumen dinerario necesario para financiar el crecimiento económico. Las políticas monetarias restrictivas crean escasez de capital dinerario y limitan el crecimiento económico.

La tercera fase del circuito monetario es la anulación de las deudas bancarias. Los capitalistas disponen de mayor ahorro generado por el creciente gasto de la inversión, lo cual puede canalizarse a la compra de títulos financieros, emitidos por las empresas deudoras, y por esa vía anulan los créditos de corto plazo, e igualan los rendimientos de la inversión con las deudas de largo plazo. El círculo monetario será virtuoso si la tasa de interés de largo plazo se mantiene constante, o al menos no aumenta. En caso de que incrementara, el precio futuro de los bonos desciende, lo que aumentará la prefe-

rencia por la liquidez de los agentes, así como el atesoramiento, los títulos financieros no se venderán, y las empresas quedarán imposibilitadas para saldar sus deudas. Una función de la banca central es acomodar toda la liquidez requerida por la banca comercial.

Así, la función principal del banco central es garantizar la estabilidad del sistema bancario mediante la disponibilidad de liquidez, la cual incide en el curso de la economía. Los instrumentos para lograr este objetivo son el crédito directo del banco central a la banca comercial, variaciones de la tasa de interés, acompañadas de OMA para fortalecer estas últimas, modificar los instrumentos de liquidación de las cuentas de la banca comercial con el banco central, por ejemplo, permitir reportos (*repos*) o el uso de títulos gubernamentales en vez de efectivo. El banco central debe administrar las tasas de interés de corto plazo con el propósito de que sean menores que las de largo plazo. De hecho, Keynes propone la “eutanasia de los rentistas”, que implica forzar a los rentistas a volver activos sus fondos dinerarios, y así reducir la tasa de interés a niveles cercanos a cero (Keynes, 1936/1965: 331).

Kalecki tiene una perspectiva diferente. El punto de partida del circuito monetario es el capital dinerario acumulado por los capitalistas, en tanto el dinero es lo que los capitalistas definen como dinero, y los grandes consorcios que dominan el sector productivo tienen liquidez y activos financieros, lo que le otorga acceso al financiamiento externo a la empresa. Así, el capital empresarial se convierte en un aval para obtener préstamos, y el volumen del dinero está determinado por la interacción entre los bancos y los capitalistas, independientemente del banco central. Ello debilita el concepto de dinero estatal. A su vez, se argumenta que los recursos monetarios que avalan el ciclo de negocios están garantizados por la velocidad del dinero; así se señala que aumentos monetarios en la oferta pueden inducir una caída de la velocidad de la circulación y sólo afectar la tasa de interés de corto plazo, una política de relajación monetaria en los Estados Unidos en 2008 (*quantitative easing*).

Un segundo elemento es que los capitalistas usan el capital dinerario para generar ganancias, las cuales, sin embargo, deben ser monetizadas. Entonces, las crisis no son ocasionadas por la inestabilidad del sistema financiero, sino por desequilibrios productivos, específicamente por un bajo gasto de inversión, una demanda deficiente en el interior de la clase capitalista y la retención de capital dinerario por parte de las clases que no recirculan su capital dinerario a la producción. Se destaca que los capitalistas determinan

el monto del gasto y pueden desestabilizar el crecimiento capitalista, mientras que los asalariados son agentes pasivos porque gastan lo que ganan, y un aumento del ahorro de los trabajadores reduce el crecimiento económico.²

Un tercer elemento es que el sector financiero no genera desequilibrios porque la inversión crea su propio financiamiento, que tiene lugar mediante movimientos entre las hojas de balance de los capitalistas que invierten (gastan) y los que venden. Los recursos dinerarios de los primeros se reducen e incrementan los ingresos dinerarios de los segundos. La presencia de los créditos bancarios no altera este planteamiento porque los capitalistas que invierten adquieren una deuda y los que venden aumentan el volumen de sus depósitos. En ambos casos, los capitalistas que venden ven crecer sus depósitos monetarios, lo que los habilita para comprar títulos financieros, emitidos por los capitalistas que gastan y, por esa vía, fondean sus deudas. La tasa de interés es una transferencia en el interior de la clase capitalista que no desestabiliza el conjunto de la clase, porque los haberes son iguales a los deberes, independientemente de la tasa de interés.

La función de la banca central es estabilizar los precios de los títulos financieros, es decir, intervenir en la curva de rendimientos. En específico, el gobierno tiene la capacidad de crear dinero a través de dos vías, mediante déficits fiscales que se financian con títulos de largo plazo, y así se garantiza liquidez al mercado monetario (operaciones *twist*), o al expandir créditos hacia las empresas.

En la explicación sobre la forma en que los gobiernos financian su déficit fiscal y los mecanismos con que retiran liquidez de los agentes que no recirculan sus ingresos monetarios al sector productivo, Kalecki despliega la importancia de contar con mercados monetarios y de capital complejos para estabilizar el sistema financiero.

El déficit fiscal se financia con títulos de largo plazo, que otorgan liquidez al mercado secundario de capitales, y con los rendimientos obtenidos de los títulos de largo plazo se compran títulos de corto plazo, de forma que se inyecta liquidez a los mercados dinerarios. Este proceso será exitoso siempre y cuando la tasa de interés de largo plazo sea suficientemente atractiva para los agentes que operan en el mercado. Y se aclara que la política de en-

² Steindl (1989) analizó los desequilibrios generados por el ahorro de la clase media, que siguen siendo trabajadores pero con un sueldo por encima de sus necesidades, por consiguiente, no gastan todo lo que ganan.

deudamiento del gobierno, dentro de ciertos límites, determina la tasa de interés de largo plazo, porque “la razón de activos de largo y corto plazos más el efectivo determina el margen de riesgo, requerido por prestatarios” (Kalecki citado en Toporowski, 2022a: 146).

La vía ideal para financiar el déficit público es el mercado doméstico de bonos, mediante bonos de largo plazo, seguida por operaciones *twist* que tienen el propósito de comprar bonos de corto plazo a través de los rendimientos de los títulos de largo plazo. El objetivo es “reducir la tasa de rendimiento de los bonos de largo plazo” (Toporowski, 2022a: 145), y se resalta que estas operaciones funcionan si las tasas de interés de largo plazo son atractivas para los tenedores de recursos financieros. En caso de que los títulos de largo plazo no sean atractivos para los inversionistas, el déficit fiscal se financiará con bonos a tasas flotantes (Kalecki citado en Toporowski, 2022a: 145). La idea básica es imponer impuestos a la riqueza, específicamente a los recursos ociosos, para utilizar dichos recursos en gasto público, ya sea mediante gasto de capital, transferencia de ingresos o contratos con el sector privado. La activación de los recursos ociosos aumentará el ingreso de los capitalistas, quienes podrán comprar títulos financieros e, indirectamente, se controla la tasa de interés tanto de largo como de corto plazos. Adicionalmente, el banco central debe retirar el exceso de liquidez, mediante impuestos a la riqueza que reducen la cantidad de activos ilíquidos en los portafolios, y los obliga a mantener liquidez para pagar los impuestos.

Los bonos que emite el gobierno para financiar su gasto deben tener ventajas fiscales, en tanto fija los costos de la deuda pública y neutraliza la salida de efectivo mediante el refinanciamiento constante de los títulos de corto plazo. Así, el problema del financiamiento no es por falta de recursos, ni por la falta de atracción de recursos de países ricos.

Un último elemento interesante de esta discusión es que la complejidad financiera crea avales crediticios que las empresas utilizan para acceder a financiamiento “cubierto”. Este proceso inició en el siglo XVIII, con la emisión de títulos públicos que los bancos debían comerciar o retener a cambio de la concesión de emitir dinero privado. Este proceso se complejizó a fines del siglo XIX con el fortalecimiento de las sociedades anónimas por la consolidación del mercado de capitales. Un tercer momento de la complejización financiera fue el levantamiento de los controles al movimiento intrafronterizo, en el que se desplegaron diferentes estructuras financieras —estructura bancaria y basada en el mercado de capitales— que impactan de distintas

maneras la intervención de la banca central en la estabilidad del sistema financiero, discusión que rebasa los objetivos de este trabajo.

IV. CONCLUSIONES

El consenso sobre el funcionamiento del sistema capitalista se rompe cuando se analizan la génesis y las características del dinero, los mecanismos de creación de dinero, la determinación de la tasa de interés y sus efectos sobre el ingreso y el empleo. A partir de esta discusión se derivan dos visiones sobre el funcionamiento del banco central: 1) debe garantizar liquidez a la banca comercial, avalada por el dinero-estatal, ya sea mediante préstamos directos o indirectos de la banca central a la banca comercial. 2) La otra visión es que la banca central sólo puede administrar la estabilidad del sistema financiero al consolidar el movimiento de los precios de los títulos financieros, al constituir metas para la tasa de interés de largo plazo y controlar las tasas de mercado monetario. Esto se hace mediante la emisión de bonos gubernamentales de corto y largo plazos.

Keynes partió de la idea de que la banca central puede intervenir al acomodar la demanda de reservas de la banca comercial e incorporar a su teoría la función de prestamista de última instancia. La determinación de las tasas de interés se explica con base en la preferencia por la liquidez y la masa monetaria que, al menos, debe ser igual a la eficiencia marginal de capital, para que el crédito sea acomodado por la banca comercial y, por esa vía, la política monetaria incide sobre el gasto de la inversión y el crecimiento económico. Se destaca que la incertidumbre tiene un papel importante en la determinación de la tasa de interés, por consiguiente, los nexos de la política monetaria con el crecimiento no son automáticos.

Kalecki propuso un esquema alternativo: la banca central sólo puede incidir sobre los precios de los activos de largo y corto plazos, porque los capitalistas acumulan capital dinerario, el cual, además, funciona como aval de créditos; por consiguiente, la limitante del gasto de la inversión no proviene de los recursos financieros. Los bancos comerciales acomodan créditos sobre la base de colaterales que vienen de un sistema financiero complejo.

Para proveer liquidez que financia la producción los recursos dinerarios dependen de la velocidad de circulación del dinero, independientemente del *stock* de dinero, lo cual implica que la velocidad de circulación y las variacio-

nes de la tasa de interés de corto plazo se acomodan al ciclo de negocios, y no al revés. La debilidad del sistema financiero es un reflejo de la del sector productivo, no al revés.

La tasa de interés sólo interviene en los balances financieros, con base en lo cual se advierte que las corporaciones tienen hojas de balance altamente diversificadas, y que las grandes empresas obtienen ingresos del sector “real” y financiero. La tasa de interés de largo plazo no incide sobre el gasto de la inversión, porque se mueve a la par de las ganancias, que es uno de los determinantes centrales de las decisiones de inversión.

Finalmente, debe destacarse que los sistemas financieros complejos tienen un papel central en la ampliación del financiamiento externo de las empresas, porque actúan como avales, y éstos provienen de la emisión de títulos financieros gubernamentales que financian el déficit fiscal y movilizan los recursos ociosos del sector privado. Entonces, pese al cuestionamiento de la teoría ortodoxa al déficit fiscal, al que señalan como inflacionario, el rechazo a los impuestos sobre la riqueza y la administración de la tasa de interés provienen de la intervención del gobierno en la actividad económica.

Desde la perspectiva de Kalecki, la política monetaria no puede dinamizar la actividad económica, sólo estabilizar el sistema financiero, específicamente avalar las decisiones de los capitalistas mediante la administración de liquidez en el mercado financiero de largo y corto plazos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bárcena, A., y Cimoli, M. (2022). Repensar el desarrollo a partir de la igualdad. *El Trimestre Económico*, 89(353), 19-37. Recuperado de: <https://doi.org/10.20430/ete.v89i353.1458>
- Chick, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes. A Reconsideration of the General Theory*. Oxford: Philip Allan Publishers Limited.
- Chick, V. (1993). The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest. En P. Arestis y S. C. Dow (eds.), *Money, Method and Keynes: Selected Essays* (pp. 193-205). Nueva York: St. Martin Press.
- Cimoli, M., y Rovira, S. (2008). Elites and structural inertia in Latin America: An introductory note on the political of development. *Journal of Eco-*

- conomic Issues*, 42(2), 327-347. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/00213624.2008.11507142>
- Davidson, P. (1986). Finance, funding, saving, and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(1), 101-110. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/01603477.1986.11489603>
- Fama, E. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. Recuperado de: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Hayek, F. A. (1933). *Monetary Theory and the Trade Cycle*. Nueva York: Alden Press.
- Kalecki, M. (1954/1956). *Teoría de la dinámica económica. Ensayo sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Kalecki, M. (1955). The problem of financing economic development. *Oxford Economic Papers*, 7(2), 147-159.
- Kalecki, M. (1971/1977). *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (1930a). *A Treatise on Money* (book 1). Londres: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1930b). *A Treatise on Money* (book 2). Londres: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1931/1973). An American visit. En D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. XX; pp. 555-567). Londres: Macmillan for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (1933/1973). A monetary theory of production. En D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. XIII; pp. 408-411). Londres: Macmillan for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (1936/1965). *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (2ª ed.). México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (1937a/1973). Alternative theories of the rate of interest. En D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. XIV; pp. 201-214). Londres: Macmillan for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (1937b/1973). The "Ex Ante" theory of the rate of interest. En D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. XIV; pp. 215-223). Londres: Macmillan for the Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (1937c/1973). The general theory of employment. En D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (vol. XIV; pp. 109-123). Londres: Macmillan for the Royal Economic Society.

- Minsky, H. P. (1975). *The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard Theory"*. Nueva York: Levy Economics Institute of Bard College.
- Mott, T. (2010). *Kalecki's Principle of Increasing Risk and Keynesian Economics*. Londres: Routledge.
- Robinson, J. V. (1966). Kalecki and Keynes. En *Problems of Economic Dynamics and Planning Essays in Honour of Michał Kalecki*. Varsovia: Warszawa Polish Scientific Publishers.
- Sawyer, M. (2001). Kalecki on Money and Finance. *European Journal of the History of Economic Thought*, 8(4), 481-508. Recuperado de: <https://doi.org/10.1080/09672560110079502>
- Steindl, J. (1945). *Small and Big Business. Economic Problems of the Size of Firms*. Londres: Basil Blackwell.
- Steindl, J. (1989). Saving and debts. En A. Barrere (ed.), *Money credit and prices in Keynesian perspectives*. Londres: Macmillan.
- Studart, R. (1995). *Investment Finance in Economic Development*. Londres: Routledge.
- Tobin, J., y Brainard, W. C. (1977). *Asset Markets and the Cost of Capital* (Cowles Foundation Paper 440). New Haven: Cowles Foundation for Research in Economics-Yale University.
- Toporowski, J. (2022a). *Interest and Capital. The Monetary Economics of Michał Kalecki*. Oxford: Oxford University Press.
- Toporowski, J. (2022b). Marxian and monetary aspects of Kalecki. En J. Toporowski (ed.), *Polish Marxism after Luxemburg* (pp. 113-127). Leeds: Emerald Publishing.
- Toporowski, J. (2022c, 23 y 24 de septiembre). *Tracy Mott's Understanding of Kalecki's Economics* (presentación). Denver: Tracy Mott Workshop at the University of Denver.
- Wicksell, K. (1905/1935). *Lectures on Political Economy: Volume II. Money*. Londres: Routledge.
- Woodford M. (2003). *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.