
CAMINOS ALTERNATIVOS A LA TEORÍA MONETARIA MODERNA*

L. Randall Wray^a

* DOI: <https://doi.org/10.18601/01245996.v22n43.03>. Tomado de *real-world economics review*, 89, 5-22. Traducción de Alberto Supelano. Se publica con las autorizaciones correspondientes. Recepción: 05-10-2019, aceptación: 06-05-2020. Sugerencia de citación: Wray, L. Randall. (2020). Caminos alternativos a la teoría monetaria moderna. *Revista de Economía Institucional*, 22(43), 29-56.

^a Instituto Levy, Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, Estados Unidos, [wray@bard.edu].

Caminos alternativos a la teoría monetaria moderna

Resumen En este artículo se precisa el significado de la teoría monetaria moderna. Al tiempo que sintetiza cuatro caminos para llegar a esta teoría y a sus conclusiones –los caminos de la historia, la lógica, la teoría y la práctica–, pone en cuestión algunas de las objeciones que le han hecho sus críticos.

Palabras clave: teoría monetaria moderna; JEL: E42

Alternative paths to modern money theory

Abstract This article clarifies the meaning of modern monetary theory. While synthesizing four paths that lead to this theory and its conclusions - the paths of history, logic, theory and practice - it questions some of the objections that its critics have made.

Keywords: Modern money theory; JEL: E42

Caminhos alternativos para a teoria monetária moderna

Resumo Este artigo esclarece o significado da teoria monetária moderna. Ao sintetizar quatro maneiras de chegar a essa teoria e suas conclusões - os caminhos da história, lógica, teoria e prática - ele questiona algumas das objeções que seus críticos fizeram dele.

Palavras-chave: teoria monetária moderna; JEL: E42

En los últimos meses, algunos personajes muy conocidos han tenido que referirse a la teoría monetaria moderna (TMM). El presidente de la Fed Jerome Powell (quien admitió que no ha leído nada sobre el tema, pero afirmó que la TMM es “errónea”), Cari Icahn (quien me llamó durante la campaña presidencial de 2016 para hablar con entusiasmo de las semejanzas con su manera de pensar, pero que ahora la considera “muy peligrosa”), el ministro de Finanzas de Japón, Taro Aso (quien calificó a la TMM como “una idea extrema y peligrosa que debilitaría la disciplina fiscal”, como si la disciplina fiscal de Japón fuera una maravilla impresionante) y el izquierdista Jerry Epstein (quien la ve como una ideología similar a la de “primeros Estados Unidos” con “controles centralizados” en vez de confiar en “políticas más amigables con el mercado”), todos ellos unidos en oposición a la teoría. Lo que tienen en común es que lo que critican nada tiene que ver con la TMM. Aquí no dedico espacio a rebatir sus argumentos falaces, pero remito a los lectores a varias réplicas¹.

Primero explicaré claramente qué es la TMM y luego describiré cuatro caminos que llevan a las conclusiones de la TMM: la historia, la lógica, la teoría y la práctica.

¿QUÉ ES LA TMM?

La TMM ofrece un análisis de la política fiscal y monetaria aplicable a los gobiernos nacionales con monedas soberanas. Argumentamos que hay cuatro requisitos esenciales que califican a una moneda nacional como soberana en el sentido en que usamos el término:

- 1) el gobierno nacional elige un dinero de cuenta en el que se denomina la moneda;
- 2) el gobierno nacional impone obligaciones (impuestos, tasas, multas, tributos, diezmos) denominados en el dinero de cuenta elegido;
- 3) el gobierno nacional emite una moneda denominada en el dinero de cuenta, y acepta esa moneda en pago de las obligaciones impuestas; y
- 4) si el gobierno nacional emite otras obligaciones contra sí mismo, estas también se denominan en el dinero de cuenta elegido y se pagan en la moneda del gobierno nacional.

Hay una quinta consideración importante que se refiere al régimen de tasa de cambio y que se deduce del cuarto requisito anterior. Hablando estrictamente, si un país adopta un patrón oro o “dolariza”, no tiene una moneda soberana porque ha acordado cambiar su

¹ Los vínculos a las críticas y a las réplicas se encuentran en Wray (2019a, 2019b, 2019c, 2019d, 2019e) y Mitchell (2019a, 2019b, 2019c).

moneda por oro o dólares a una tasa de cambio fija. Su obligación es realmente entregar en pago oro o dólares. Por otro lado, una nación con una tasa de cambio flotante no compromete al gobierno a entregar oro o moneda extranjera a una tasa de cambio fijo, de modo que cumple nuestra definición de moneda soberana. Muchos países se sitúan entre estos dos extremos: emiten su propia moneda pero operan con algún grado de manejo de la tasa de cambio. También pueden comprometerse expresamente a entregar divisas en pago de sus obligaciones (es decir, emitir deuda en moneda extranjera). Si bien no se requiere necesariamente una moneda flotante para que la política monetaria y fiscal funcione de manera consistente con una moneda totalmente soberana, la emisión de deuda del gobierno nacional en una moneda extranjera o la promesa de cambiar moneda nacional por moneda extranjera a una tasa de cambio administrada (lo que es casi equivalente) limita el espacio de política interna.

La TMM argumenta que la situación financiera que enfrenta un gobierno nacional con una moneda soberana (que cumple las cuatro condiciones antes mencionadas) es totalmente diferente de la que enfrenta un hogar, una empresa o un gobierno que no emite una moneda soberana. El emisor de moneda soberana:

- 1) no enfrenta una “restricción presupuestal” (como se define convencionalmente);
- 2) no puede “quedarse sin dinero”;
- 3) siempre puede cumplir sus obligaciones pagando con su propia moneda;
- 4) puede fijar la tasa de interés de cualquier obligación que emita.

Es importante tener en cuenta el uso de la palabra “puede” en los dos puntos finales (así como de “no” y “no puede” en los dos primeros). Un gobierno soberano puede imponerse a sí mismo un “presupuesto” que “restringe” su gasto. Esta es una práctica normal y tal vez una buena idea. Un gobierno soberano puede optar por incumplir sus promesas. Esto es muy inusual y quizá siempre sea una mala idea. Un gobierno soberano puede permitir que los mercados financieros fijen al menos algunas de las tasas de interés sobre las obligaciones del gobierno. Esto también es común y quizás una buena idea, aunque, como veremos más adelante, el gobierno fija la tasa base incluso cuando permite que los mercados fijen otras tasas.

Debe tenerse en cuenta que la TMM no argumenta que debido a que un gobierno “no puede quedarse sin dinero” debería “gastar sin límite”. No argumenta que, debido a que un gobierno “siempre puede cumplir sus obligaciones”, “los déficits no importan”. Tampoco

argumenta que debido a que un gobierno no “enfrenta una restricción presupuestal”, debería tener un “presupuesto ilimitado”. Pero estos son los tres principales reclamos que nuestros críticos hacen a la TMM. Por ello se la califica como “peligrosa” y se vincula a la hiperinflación. Pero la TMM nunca ha dicho esas cosas.

Otra crítica importante —especialmente de los banqueros centrales— es que la TMM pide a los bancos centrales que “imprimen dinero” para “pagar” el gasto deficitario. La TMM no recomienda esto, ni se requiere tal acción para validar ninguno de los cuatro puntos antes mencionados. En términos más generales, ninguna de las principales conclusiones o recomendaciones de política de la TMM requiere cambiar los procedimientos actuales adoptados en Estados Unidos y otros países con moneda soberana para hacer pagos del gobierno, para gastos o cumplir obligaciones. Si el Congreso o el Parlamento aprobaran presupuestos mucho mayores que autorizan más gasto, los procedimientos actuales son adecuados para asegurar que el gasto se pueda financiar siguiendo los procedimientos habituales. Si bien es posible que un seguidor de la TMM ejecute una política monetaria muy diferente de la que hoy suelen adoptar los bancos centrales, no se requiere ningún cambio en la banca central para que un gobierno que emite una moneda soberana obtenga el espacio de política implícito en los puntos 1 a 4 antes mencionados: libertad para cumplir todas las obligaciones a su vencimiento y fijar la tasa de interés de política que ya está en manos de los emisores de moneda soberana.

En cambio, lo que la TMM siempre ha subrayado son las limitaciones de recursos reales que enfrentan los emisores de moneda soberana². Incluso en las economías más ricas y productivas (Estados Unidos, China, Japón y Reino Unido), si el gobierno nacional aumentara su gasto, eventualmente enfrentaría restricciones de recursos reales. Puesto que el gobierno “no puede quedarse sin dinero”, puede “ganar” una guerra de pujas, quitando recursos a otros usos (en el sector privado, o utilizados por niveles más bajos del gobierno). En algunos casos (una guerra, el *New Deal* verde) esto podría ser deseable; y en otros no tanto. Las consecuencias inflacionarias también pueden ser indeseables. Y la inflación puede desencadenarse antes del pleno empleo (por cuellos de botella en algunos sectores), de modo que es importante hacia dónde se dirige el gasto del gobierno³.

² Ver una discusión detallada del enfoque de la TMM sobre las limitaciones de recursos en el contexto del *New Deal* verde en Wray y Nersisyan (2019).

³ Por ello la TMM favorece el gasto dirigido de una Garantía de Empleo que contrata a los desempleados.

En todo caso, la TMM siempre ha reconocido que “un gasto excesivo” o mal orientado puede causar inflación; los recursos pueden ser escasos pero las finanzas soberanas no lo son. Además, el tamaño del gasto del gobierno, el tamaño del déficit presupuestal y el tamaño de la deuda pendiente son malas medidas del potencial inflacionario del gasto adicional del gobierno, aunque se midan con respecto al PIB. No hay razones mágicas que indiquen que el gasto del gobierno es excesivo. La medida correcta es la magnitud del gasto adicional con respecto a la oferta de recursos ociosos que el gasto movilizará. Además, el efecto “multiplicador” de la demanda inducida sobre los recursos ya empleados puede ser importante, así como el potencial de importaciones alternativas a la producción nacional que compensarían las presiones multiplicadoras. Afortunada o infortunadamente –según el punto de vista–, las economías modernas suelen operar con suficiente holgura y no es probable que incluso grandes aumentos de la demanda agregada ejerzan mucha presión sobre los salarios y los precios. Nuestros críticos siguen librando una batalla contra la inflación que se ganó hace casi dos generaciones. Decimos esto no porque ignoremos la inflación potencial, sino porque observamos que la situación normal es de gran holgura.

El otro reclamo importante a la TMM proviene de los críticos que argumentan que el enfoque no se puede aplicar a Somalia, la República Centroafricana, la República Democrática del Congo, Burundi, Liberia, Zimbabue, Níger, Malawi, Mozambique, Ecuador, Grecia, Honduras y Nicaragua⁴. Y puesto que no es de aplicación universal, sostienen que la TMM es incorrecta.

En efecto. ¿Cuántos de estos países cumplen los requisitos antes mencionados? Veamos. Somalia no emite moneda desde 1991; las grandes transacciones se manejan en dólares estadounidenses y las pequeñas en la antigua moneda que aún circula. Además de que no cumple las condiciones enumeradas anteriormente, Somalia es, con cualquier medida, un ejemplo de un Estado fallido, y su régimen de tasa de cambio es quizá uno de sus menores problemas. La República Centroafricana ata su moneda al euro. La República Democrática

⁴ Elegí deliberadamente a los países más pobres del mundo y a algunos países que los críticos suelen mencionar como “prueba” de que la TMM es errónea porque no se puede aplicar a ellos. También los eligen como “prueba” de que la TMM es un enfoque de “primero Estados Unidos” que no se preocupa por los países pobres. También cabe señalar que si bien la mayoría de los países quizás no emitan monedas soberanas (como se definieron antes), las naciones con moneda soberana representan la gran mayoría del PIB mundial, quizá más del 80%.

del Congo estaba muy dolarizada hasta hace poco, aunque las reformas hoy presionan para que se recauden impuestos en moneda local. En los últimos años, Burundi ha experimentado con un acuerdo de vinculación monetaria, un sistema de tasa de cambio dual e incluso triple y un sistema de tasa de cambio administrado; parece estar avanzando lentamente hacia una tasa flotante. El dólar estadounidense es una moneda de curso legal en Liberia, donde la moneda local está atada al dólar y en todas las transacciones, salvo las más pequeñas, se utiliza la moneda estadounidense. El dólar también es de curso legal en Zimbabue. Níger tiene un sistema de tasa de cambio triple, administrado y confuso, sin contar la tasa no oficial del mercado negro. Malawi y Mozambique solo pasaron recientemente a tasas flotantes. En Ecuador (como en Liberia), el dólar circula junto con la moneda local atada al dólar. Grecia abandonó su moneda y adoptó una moneda extranjera. Honduras y Nicaragua se atan al dólar.

El lector observador notará un patrón: la TMM no se aplica a estos países porque no cumplen las condiciones antes mencionadas; y aunque algunos pueden estar avanzando hacia la soberanía monetaria, aún les falta recorrer un largo camino. Durante mucho tiempo, los defensores de la TMM han criticado la creación de la zona euro, argumentando que divorciar a los países de sus monedas soberanas anteriores podría llevar al desastre. Y llevó al desastre. Debería ser obvio que nuestra crítica del experimento del euro no es lo mismo que argumentar que Mozambique resolverá todos sus problemas flotando su moneda local⁵. En general, la TMM favorece las tasas flotantes para ampliar el espacio de política interna, pero ese quizá no sea el primer paso ni el más importante para poner a un país en la senda del desarrollo. Durante mucho tiempo he señalado la estrategia de desarrollo de China y el papel positivo que ha cumplido su régimen monetario administrado, al tiempo que he sostenido que China debe flotar y eventualmente flotará su moneda para mantener espacio de política cuando su excedente de exportaciones desaparezca⁶.

Es cierto que la mayoría de los trabajos de los académicos que respaldan la TMM se refiere a países que cumplen las condiciones antes mencionadas como requisito para emitir una moneda soberana, eso es, después de todo, lo que le preocupa a la TMM. Muchos países no cumplen esas condiciones y los han examinado con menos

⁵ Ver la discusión de Bill Mitchell sobre la relevancia de la TMM para los países en desarrollo en Mitchell (2019d) y la excelente explicación de Fadhel Kaboub (2019).

⁶ Ver Wray y Liu (2014).

frecuencia (para excepciones, ver en particular el trabajo de Bill Mitchell y Fadhel Kaboub). Los problemas que enfrentan los países emergentes son muy diferentes de los que enfrentan las naciones desarrolladas con moneda soberana, en las que nos hemos centrado principalmente. La TMM no es por esto errónea: se preocupa por la política económica mal orientada de las economías más grandes del mundo. Y, en gran medida, las fallas de política en estas naciones grandes y ricas se propagan y crean problemas en el resto del mundo. El crecimiento global decae a medida que las naciones ricas recurren cada vez más a la austeridad. Y los países más grandes también dirigen las instituciones internacionales que imponen duras condiciones a los países en desarrollo y exportan el pensamiento neoliberal que infecta la formulación de políticas internas en esos países. La receta de tasas de cambio fijas (así como la dolarización), los préstamos en moneda extranjera, los presupuestos ajustados mediante la “consolidación fiscal”, el crecimiento impulsado por las exportaciones y la política monetaria independiente (que es simplemente un precepto de tasas de interés altas) propagada dentro y dentro y fuera por los neoliberales (e incluso por muchos economistas heterodoxos) no han servido bien a los países desarrollados ni a los países en desarrollo. Argumentar que los emisores de moneda soberana pueden usar mejor su espacio de política interna no es una estrategia de “primero Estados Unidos”, y es posible que los países en desarrollo se beneficien si todas las naciones con moneda soberana reconocen las implicaciones de la TMM y las usan en su beneficio.

Pasemos a describir los caminos alternativos hacia la TMM. A menudo empezamos nuestra explicación por el camino de la lógica, pues se supone que los economistas son buenos en lógica. Se podría pensar que sí lo son, con todos sus modelos, sus matemáticas y su pensamiento deductivo. Pero con casi 35 años de trabajar en esta profesión, he concluido que los economistas son terribles en lógica.

Empecemos entonces con el de la historia.

EL CAMINO HISTÓRICO A LA TMM

A menudo comenzamos por el principio, siguiendo la obra de G. F. Knapp, J. M. Keynes y A. M. Innes para ubicar los orígenes del dinero en las autoridades: primero autoridades religiosas, luego gobernantes seculares, hasta llegar a las democracias modernas⁷. Hemos contado las historias de las primeras tabletas de arcilla, de los palos tallados y

⁷ Para una discusión anterior, ver Wray (1998).

del desarrollo relativamente tardío de las monedas metálicas. Toda la evidencia conocida hasta hoy indica que las autoridades idearon un dinero de cuenta utilizado para denominar deudas y créditos (como Keynes teorizó después de leer a Innes, las primeras unidades monetarias siempre se basaron en unidades de peso del grano, que reflejaban los registros de las asignaciones diarias de alimentos que mantenían los templos que antecedieron a los estados modernos, como también documenta Michael Hudson). Luego impusieron a los súbditos o ciudadanos obligaciones denominadas en esas unidades monetarias (diezmos, tributos, honorarios, multas y después impuestos), emitieron sus propias obligaciones denominadas en el dinero de cuenta y luego cancelaban sus obligaciones a cambio de las obligaciones que habían impuesto.

Solo después se desarrollaron los mercados: estos se hicieron posibles una vez existió un dinero de cuenta y listas oficiales de precios en el dinero de cuenta. El dinero como medio de cambio llegó al final de este proceso histórico, luego del desarrollo del dinero de cuenta, de los impuestos y otras deudas, de los precios y los mercados. Los mercados funcionaban bien con créditos y deudas registradas en pizarra, arcilla u otra sustancia que haya sido útil para mantener registros. En otras palabras, la verdadera historia es contraria a la historia del paso del trueque al dinero que cuentan los libros de texto⁸.

Esta historia alternativa está establecida más allá de toda duda. Y lleva directamente a la TMM. Pero los economistas no son mucho mejores en historia que en lógica. Veamos entonces un ejemplo mucho más reciente, más simple y más claro, mencionado por Farley Grubb, el principal experto en la moneda colonial de Estados Unidos.

Los gobiernos coloniales de este país siempre tuvieron escasez de monedas británicas (pero la Corona les prohibió acuñar las suyas) para financiar sus actividades, de modo que cada cual ideó su propio dinero de cuenta (p. ej., la libra de Virginia o la libra de Carolina del Norte), fijó impuestos en ese dinero de cuenta, emitió billetes en el dinero de cuenta, gastó los billetes, los recolectó en impuestos y luego quemó sus ingresos fiscales⁹. Dije que sería simple y claro. Una historia de la moneda soberana en Estados Unidos colonial de una sola frase. Para más detalles, leer a Grubb.

⁸ Ver Graeber (2011).

⁹ Sí, literalmente los quemó, como se señala en los registros coloniales que mantenían un estricto seguimiento del número de billetes emitidos y después quemados.

Hay varias cosas que me gustan de este ejemplo. Primera, es claro que las colonias gastaron primero los billetes y luego los recaudaron en impuestos. No habrían podido recoger billetes en impuestos si no los hubieran gastado primero porque no había otras monedas de papel. En esa época no había bancos que emitieran billetes en las colonias. Segunda, las colonias no gastaban los ingresos fiscales recibidos en forma de billetes. Como señala Grubb, quemaban los billetes. Todos los billetes. Ese era el propósito del impuesto: en las leyes tributarias, los impuestos se denominaban “Impuestos de redención” con el objetivo expreso de “redimir” los billetes; retirándolos de circulación para quemarlos. Por último, el gasto era simultáneamente una operación de “autofinanciación” a medida que los billetes se gastaban. Los impuestos son para redención, no para recaudar “ingresos” para gastar, como lo expresó Beardsley Ruml¹⁰.

Veámoslo de esta manera: quemar los billetes era una maniobra para evitar la inflación. El objetivo de recoger los billetes era sacarlos de circulación. Si todos los contribuyentes simplemente los hubieran “perdido en el lavado”, no habría sido necesario recogerlos. Alternativamente, si los billetes tuvieran un código de autodestrucción incorporado (como en las cintas de *Misión imposible*), el impuesto de redención no habría sido necesario para eliminar los billetes. Pero nadie habría aceptado los billetes sin la obligación de pagar impuestos. Concluimos entonces que los impuestos son necesarios desde el comienzo para “impulsar la moneda” (es decir, para crearle una demanda) y quizás para redimir la moneda, retirando demanda agregada potencial para mantener a raya la inflación. Pero no para obtener ingresos¹¹.

Las colonias también recaudaban algunos impuestos en forma de moneda británica. Obviamente, las monedas no eran la moneda soberana de las colonias, sino de la Reina. Las monedas recaudadas como pago de impuestos luego se gastaban. Los ingresos fiscales son importantes para los gobiernos que no emiten moneda soberana: primero los impuestos, luego el gasto es su lema. Los emisores de moneda soberana gastan primero luego recaudan impuestos. Y luego

¹⁰ Ver Ruml (1946). También se debe tener en cuenta que nuestro término “ingreso” se deriva de la antigua palabra francesa que indica “devolución”. ¿Qué se devuelve en el pago de impuestos? La moneda emitida cuando el gobierno la gastó. Aún utilizamos el término “devolución de impuestos” cuando declaramos nuestros impuestos.

¹¹ Esto fue lo que observó Beardsley Ruml después de la Segunda Guerra Mundial en su artículo de 1946, “Los impuestos para obtener ingresos son obsoletos”.

quemar los ingresos¹². Esa es la diferencia entre un emisor de moneda y un usuario de moneda.

El punto final que subraya el caso de las colonias es que es bastante claro que el funcionamiento de sus sistemas monetarios soberanos no se basaba en un estado avanzado de desarrollo, un ejército poderoso o la emisión de una moneda de reserva internacional¹³. En esta etapa del desarrollo de Estados Unidos, cada colonia era prácticamente insignificante en términos de poder económico, su moneda no desempeñaba ningún papel fuera de sus fronteras y tenía una moneda internacional dominante (monedas británicas) que circulaba localmente (e incluso era aceptada por su gobierno). Sin embargo, la moneda colonial tenía una gran demanda local, y, según las fuentes de Grubb, en algunos casos era incluso preferida frente a las monedas británicas como medio de cambio. Así, estos pequeños gobiernos coloniales (¡aunque con grandes planes y un futuro brillante!) eran emisores de moneda soberana con capacidad para gastar y así crear su moneda.

Esa es la lección de historia para hoy. Es infinitamente generalizable. Así ha funcionado al menos durante los últimos 4.000 años, como señaló Keynes. Ese es el periodo del dinero moderno al que se aplica la TMM¹⁴.

EL CAMINO LÓGICO A LA TMM

La oficina de Wynne Godley en el Instituto Levy estaba a unos pasos de la mía. Me llamó en un estado de agitación. Estaba examinando todos los modelos macro convencionales que pudo encontrar y me

¹² O fúndala y vuelva a acuñarla en el caso de la moneda de metal.

¹³ Nuestros críticos a menudo dicen que la TMM solo se aplica a Estados Unidos porque es una potencia militar poderosa, ha ido y regresado de la luna, y emite la moneda de reserva internacional. Es claro que Estados Unidos colonial no podía hacer ninguna de esas cosas.

¹⁴ Se me ocurrió el término “dinero moderno” como una broma interna basada en una afirmación de Keynes en el *Tratado*, y lo usé en el título de mi libro de 1998. Keynes parece haber llegado a este punto de vista después de revisar el artículo de Innes de 1913, que lo llevó a estudiar las primeras monedas, durante un periodo al que llamó su “Locura de Babilonia”. Ver Ingham (2000). La afirmación de Keynes fue la siguiente: “Por tanto, el Estado aparece ante todo como la autoridad legal que hace cumplir el pago de lo que corresponde al nombre o descripción de los contratos. Pero aparece otra vez cuando reclama, además, el derecho a determinar y declarar qué cosa corresponde al nombre, y a variar su declaración de vez en cuando, es decir, cuando reclama el derecho a reeditar el diccionario. Este derecho es reclamado por todos los estados modernos y lo ha sido así *al menos durante unos cuatro mil años*” (Keynes, 1976, p. 4; cursivas añadidas).

informó: “todos son incoherentes, todos y cada uno de ellos. El esquema de *stock*-flujo es inconsistente”. No me sorprendió, pues estaba al tanto de los problemas del modelo de caballo de batalla ISLM, un modelo que aún utilizan críticos de la TMM como Tom Palley y Paul Krugman, que incluso fue rechazado por quien lo desarrolló, John Hicks, que en la década de 1980 anunció que no tenía ningún sentido.

La macro convencional nunca ha atribuido un papel significativo al dinero y a las finanzas. A todos los estudiantes de economía se les enseña el diagrama de flujo circular, con una flecha que va de los hogares a las empresas que representa las compras de bienes y servicios, y una flecha que va de las empresas a los hogares que representa los pagos de ingresos a los factores de producción. Los salarios financian el consumo y el consumo financia los salarios. Es una agradable regresión infinita que nunca se pregunta: ¿pero de dónde proviene el dinero?

En el capítulo 10 del libro de texto típico se consideran los bancos. El diagrama de flujo circular sitúa los bancos en el centro; captan depósitos de los ingresos de los factores y los prestan a las empresas para pagar los factores. Los bancos son intermediarios puros: prestan los depósitos que reciben y reciben los depósitos que prestan. No hay ninguna explicación de la génesis del dinero. Esta es aún la opinión de la mayoría de nuestros críticos, basada en una regresión infinita y sin espacio para un dinero del estado

Más tarde aún, el libro de texto presenta un banco central, reservas y el multiplicador de depósitos que amplía la oferta de dinero a pesar de que ningún banco individual puede crear dinero. Es a la vez mágico y desconcertante. Paul Krugman aún lo usa para atacar a los minkianos que sostienen la tonta noción de que los bancos pueden crear dinero “de la nada”. Un impulso al gasto del gobierno simplemente desplaza la curva IS, elevando las tasas de interés y reduciendo la demanda de dinero de modo que una oferta monetaria fija pueda cumplir una doble función como una papa caliente que nadie quiere mantener a tasas de interés más altas. Los teóricos macro convencionales no intentan conciliar las existencias de dinero con los flujos de ingresos y gastos de los diagramas circulares. El esquema de *stock*-flujo es inconsistente.

Ningún economista convencional pierde su tiempo contemplando cómo el gobierno o las empresas privadas gastan más (flujo) sin financiación (el saldo de existencias en el balance). Como observó Joan Robinson, si un estudiante inteligente le hace al profesor una pregunta a este respecto, el profesor le dice que la respuesta se dará más adelante en los cursos más avanzados. Pero, por supuesto, la respuesta nunca llega y, a medida que el estudiante adquiere prudencia, sabe

que no debe volver a preguntar. Estas son exactamente las preguntas que se aprende a evitar si se quiere avanzar en economía.

Kalecki dijo que la economía es la ciencia de confundir los *stocks* con los flujos, así que lo mejor es quedarse callado y confundido cuando se usan modelos incoherentes. Como diría Minsky, su análisis no es disciplinado por los balances. Y como dijo Godley, un análisis coherente requiere que los flujos provengan de alguna parte para acumularse como *stocks*. Toda teoría convencional es incoherente en ese sentido.

Infortunadamente, quizás la mayor parte de la teoría heterodoxa también sea incoherente.

Hace unos años participé en un proyecto de la Fundación Ford que reunió a algunos defensores del “dinero endógeno” y a algunos “nuevos institucionalistas”, incluidos dos ganadores del Premio Nobel, para encontrar un terreno común sobre las finanzas. Cuando intenté explicar que los bancos crean depósitos a medida que otorgan los préstamos que necesitan las empresas para comenzar el proceso de producción, los ganadores del Nobel me dijeron que no es así como funciona. Las empresas obtienen el dinero que necesitan de sus ventas. Bien, pregunté, ¿dónde obtienen ese dinero los compradores? De los salarios que les pagan las empresas. ¿Pero cómo, pregunté, pueden las empresas pagar los salarios? De las ventas, por supuesto. Una regresión infinita. Cuando la discusión se acaloró, uno de los premios Nobel me dijo que los bancos no pueden crear dinero de la nada. Primero tienen que obtener reservas. Él sabía que eso era cierto porque su esposa estaba en la Fed y le había explicado el proceso del multiplicador de depósitos. (Ella pasó a la CBO, donde libró una batalla contra los déficits presupuestales.) Cada banco solo presta el exceso de reservas, pero a nivel agregado hay una expansión múltiple. Ofuscación mágica que triunfa sobre la lógica.

Un relato final sobre los economistas y la lógica. Estuve en una conferencia sobre historia jurídica del dinero, llena de juristas académicos y algunos economistas heterodoxos. Uno de ellos (un teórico monetario postkeynesiano) daba una charla en la que argumentó que la visión de “los impuestos impulsan el dinero” era errónea porque cuando él aceptaba el pago en dólares nunca pensaba en los impuestos. Uno de los estudiosos del derecho levantó la mano y preguntó: ¿por qué lo aceptas? “Porque creo que alguien más lo aceptará”. De modo que acepta dólares porque cree que puede pasárselos a BiffySue. Esta es la teoría del dinero “del idiota” de P. T. Barnum: cada minuto nace un idiota y algunos de ellos son más idiotas que yo, de modo que aceptaré una moneda fiduciaria con la expectativa de que pueda encontrar uno

de esos imbéciles. (El público estalló en carcajadas, gritándole “son los impuestos, estúpido”). Otra regresión infinita.

Como dije, los economistas no son buenos en lógica. Pero sigamos adelante de todos modos.

Warren Mosler da el siguiente ejemplo. Quería que sus hijos lavaran su auto. Para motivarlos, ofreció pagarles con sus tarjetas de presentación personales. “Pero papá, ¿por qué queríamos tus tarjetas? No valen nada”. Bueno, respondió, hoy fijo un impuesto de cinco tarjetas de presentación si quieren tener acceso a comida, ropa y albergue. “¿Cómo podemos obtener esas tarjetas?” Pagaré cinco tarjetas por lavar el auto. Observen cómo se aplica la lógica que aprendimos de la historia de la moneda colonial: Warren debe gastar primero antes de recoger las tarjetas; nadie puede pagar impuestos hasta que Warren gaste; y la redención de las tarjetas con el pago de impuestos las elimina de la circulación. No hay una regresión infinita. El auto se lava y los hijos se alimentan. Los impuestos impulsan el dinero y el dinero moviliza recursos como la mano de obra para el lavado de autos. En pocas palabras, ese es nuestro sistema monetario.

Eric Tymoigne utiliza “cupones de pizza gratis” como ejemplo para demostrar la lógica de una moneda soberana. Su pizzería local emite cupones para obtener pizzas gratis. Cuando llega un cupón, el restaurante debe hornear una pizza. Los cupones pendientes representan obligaciones del restaurante y activos de los poseedores. Cada cupón vale una pizza hasta la fecha de vencimiento, después de la cual su valor cae inmediatamente a cero. Cuando se presenta un cupón al restaurante para redimirlo, se rompe y se arroja a la papelera de reciclaje. Solo un gerente de restaurante desorientado los guardaría en una “caja fuerte” pensando que son activos valiosos. El gerente sabe que representan derechos y, por tanto, costos potenciales en términos de mano de obra, ingredientes y combustible necesarios para producir pizzas. Sería una tontería acumularlos para contarlos como activos que ayudarían a pagar los costos de satisfacer la demanda futura de pizzas de los clientes.

Si bien este ejemplo es muy diferente del anterior, lo más importante es que el emisor soberano también es el que produce el bien relevante (pizza) y no el comprador (del servicio de lavado de autos), pero existen grandes semejanzas. Aquí vemos de nuevo que el “cupón de pizza moneda soberana” se debe emitir antes de que se pueda redimir. Además, el emisor soberano destruye los cupones redimidos; en lugar de verlos como activos que se deben guardar (o gastar), el emisor los ve como una obligación que el restaurante redime cuando

los recibe. Y aprendemos otra lección importante que también se aplica a las monedas soberanas: no tiene sentido que un soberano acumule sus propias obligaciones con el pretexto de que de algún modo estos pueden financiar el gasto más adelante.

Para un ejemplo del mundo real de una acción tan absurda, solo debemos observar el Fondo Fiduciario de la Seguridad Social, en el que el gobierno de Estados Unidos acumula obligaciones sobre sí mismo con la ilógica creencia de que reduce de alguna manera la necesidad de ingresos fiscales en el futuro distante proporcionando una fuente de “financiación” alternativa. La mayoría de los críticos de la TMM desean un Fondo Fiduciario más grande para “pagar” la Seguridad Social y atender a los pensionados dentro de veinte o cincuenta años. Es como la pizzería que guarda absurdamente los cupones redimidos creyendo que después ayudarán en la producción de pizzas.

Los economistas no son muy buenos en lógica.

Para resumir la lógica de la moneda soberana: el soberano elige un dinero de cuenta, fija un impuesto (u otra obligación) en esa unidad, emite una moneda (denominada en esa unidad) en pago por los bienes y servicios que desea, y recoge la moneda como pago de impuestos. La lógica se aplica a cualquier forma de dinero que elija el soberano: monedas, papel o entradas electrónicas, como pulsar teclas para hacer depósitos en bancos privados o para depositar reservas en el banco central. El soberano no puede quedarse sin dinero y no tiene necesidad de almacenar las pulsaciones de teclas para usarlas más tarde.

Como dijo Keynes, los estados han reclamado el derecho de hacer esto al menos durante los últimos 4.000 años. Con la llegada de los bancos centrales, la práctica oscurece parte de la lógica. Pasaremos a la práctica del mundo real en la sección final para mostrar que la lógica aún se mantiene pese a los procedimientos modernos.

EL CAMINO TEÓRICO A LA TMM

Ya mencioné que Keynes adoptó el enfoque de dinero estatal de Knapp-Innes en el *Tratado sobre el dinero* que ha tenido gran influencia en la TMM. También ha influido la teoría de la demanda efectiva de Keynes en la *Teoría general*. La teoría que introduce la causalidad en nuestra lógica contable. Keynes insiste en que la dirección de causalidad va del gasto al ingreso, de las inyecciones a las filtraciones, de la inversión al ahorro. Todos estos son flujos. La misma lógica se aplica a los *stocks* que se acumulan a partir de los flujos. El gasto crea flujos de ingresos que se pueden usar para acumular riqueza financiera. Los

flujos de producción pueden generar acumulaciones de activos reales. El gasto y la producción se deben financiar antes de que se generen ingresos, lo que significa que la financiación se debe proporcionar antes de que se puedan ahorrar los ingresos.

Como argumentó Keynes, el ahorro no puede ser una fuente de financiación (de hecho, sostuvo que el consumo es una fuente mejor, pues crea ingresos, mientras que el ahorro es una filtración que se puede acumular en forma líquida y, por tanto, que nunca vuelva al flujo circular). Necesitamos entonces una fuente de financiación previa. Si bien Keynes no habló de ella en la *Teoría general*, sí lo hizo en el *Tratado sobre el dinero* y en escritos posteriores a la publicación de la *Teoría general*.

Schumpeter lo dijo claramente: el banquero es el éforo del capitalismo. Siguiendo su ejemplo, el enfoque del circuito franco-italiano ofrece una alternativa al diagrama de flujo circular convencional, donde la producción se financia mediante la creación de dinero “de la nada” (en forma de depósitos bancarios) mediante préstamos bancarios. Esta es la fuente de financiación para pagar los salarios, que retorna a las empresas con las ventas de productos y finalmente es redimida cuando se reembolsa el préstamo inicial. No se requieren reservas del banco central para iniciar este proceso, y no necesitamos un multiplicador de depósito fantástico. Los bancos centrales se introducen en el circuito para facilitar la compensación entre bancos, no para proporcionar algún tipo de recursos al proceso de creación de depósitos. Como insiste el enfoque del dinero endógeno, “los préstamos crean depósitos y los depósitos crean reservas”, en el sentido de que si los bancos necesitan reservas para compensación (o para cumplir los requisitos legales), las reservas son suministradas a pedido por el banco central. Los bancos nunca pueden “quedarse sin dinero” porque lo crean cuando otorgan préstamos, y los bancos centrales nunca pueden “quedarse sin reservas” pues las crean cuando prestan.

Hasta aquí todo bien. Creo que todos los economistas heterodoxos (salvo, quizá, “estructuralistas” como Tom Palley, que todavía usa el marco ISLM de oferta de dinero fija), y la mayoría de los banqueros centrales, hoy están concuerdan en esto¹⁵. El dinero bancario y el dinero del banco central no son recursos escasos; podemos tener todo el que queramos (y, en general, tenemos más de lo que es bueno para nosotros cuando los banqueros gánsters de Wall Street se descontrolan).

¹⁵ Para uno de los primeros tratamientos completos del enfoque de dinero endógeno, ver Wray (1990).

Paradójicamente, la mayoría de los economistas heterodoxos y ortodoxos cree que el gobierno soberano, en sí mismo, enfrenta una escasez crítica de dinero. Los banqueros no pueden quedarse sin dinero. El banco central del gobierno soberano no puede quedarse sin dinero. Pero el gobierno enfrenta una estricta restricción presupuestal¹⁶; excederla lleva al desastre: ataques de “vigilantes de bonos”, insolvencia, bancarrota, hiperinflación. La entidad económica más grande y poderosa que el mundo haya visto jamás, el Gobierno Federal de Estados Unidos, debe poner en orden su casa fiscal. ¡Sus déficits desplazan el ahorro interno y así reducen la inversión privada y el crecimiento! ¡Depende demasiado de los préstamos caritativos de los chinos! ¡Cualquier día cortará el suministro de dólares al Tío Sam! ¡Una corrida del dólar reducirá su poder adquisitivo internacional a cacahuetes! ¡Nuestro gobierno despilfarrador está dejando cientos de billones de dólares de deuda a nuestros nietos!

¿Y cuál es la solución de la TMM? ¡La TMM propone obligar a la Fed a imprimir billones de dólares para pagar todo el gasto absurdo! ¡La TMM violaría la sacrosanta independencia del banco central! ¡Weimar! ¡Zimbabue!

No, la TMM sigue a Keynes. El gasto del gobierno, igual que la inversión privada, es una inyección que aumenta el ingreso. Más específicamente, como demostró Kalecki, el gasto del gobierno genera ganancias porque es una fuente de ingresos empresariales pero no un costo de producción. Los impuestos son una filtración, reducen el ingreso neto de los hogares y el ingreso neto de las empresas. Si el gobierno gasta más de lo que le tributan, es un excedente de gasto neto, que aumenta las ganancias dólar por dólar. Un excedente de gasto neto¹⁷ del gobierno no puede “desplazar” la inversión privada: crea ganancias que probablemente aumenten el deseo de invertir. Un excedente de gasto neto del gobierno de Estados Unidos no puede absorber los ahorros globales; crea, en cambio, ingresos netos para el sector doméstico privado de Estados Unidos y para el resto del

¹⁶ Como dice Stephanie Kelton, los progresistas piensan que el dinero crece entre personas ricas, por lo que el tío Sam debe acudir a ellas para obtener financiación.

¹⁷ Esto se llama convencionalmente “gasto deficitario”: el gobierno gastó más de lo que le tributaron. El término “déficit” trae inmediatamente a la mente que el gobierno es de algún modo “deficiente”. Pero gastar más de lo que se le tributa se denomina mejor “excedente de gasto neto”, lo que es positivo para el sector privado. Un superávit presupuestal del gobierno realmente se debería llamar “déficit de gasto” o “déficit de gasto neto”. Agradezco a Kelly Gerling por este marco conceptual.

mundo. China no presta dólares para “financiar el despilfarro del gobierno de Estados Unidos”, más bien, el excedente de gasto neto del gobierno de Estados Unidos genera ingresos que respaldan las importaciones de Estados Unidos, que crean créditos en dólares para los exportadores chinos.

Y esos no son “dólares de los contribuyentes” que gasta el gobierno de Estados Unidos. Igual que los gobiernos coloniales estadounidenses, los gobiernos soberanos modernos “quemán” todo el ingreso que reciben. Como veremos en la siguiente sección, cuando se pagan los impuestos, se debita el depósito del contribuyente y se debitan las reservas del banco en la Reserva Federal. Este es el equivalente moderno de la quema de los billetes recibidos por el pago de impuestos. ¿Y de dónde provinieron esos depósitos de los contribuyentes y de reservas bancarias? Del gasto del gobierno: la inyección que creó los ingresos que se podían gravar.

Ahora bien, es cierto que el gasto del gobierno no es la única inyección. La inversión privada y las exportaciones (o las exportaciones netas) también crean ingresos que pueden filtrarse. El enfoque del balance sectorial de Wynne Godley, incorporado desde hace mucho tiempo en la TMM, muestra que la suma de los saldos de los sectores público, privado y externo es igual a cero. La posición normal para el sector privado es un saldo superavitario, pues los hogares suelen ser ahorradores netos y, a veces, también las empresas. Pero para que el sector privado gaste menos que su ingreso, lo que normalmente se llama un saldo superavitario, al menos uno de los otros sectores debe tener un saldo deficitario (es decir, gastar más que su ingreso). Si un país tiene un superávit externo (superávit en cuenta corriente), el gasto de su gobierno no debe exceder a los impuestos. Pero, obviamente, no todos los países pueden tener superávit en cuenta corriente, y Estados Unidos ha tenido déficits en cuenta corriente casi continuos desde la administración Reagan. Para que el sector privado de Estados Unidos ahorre en términos financieros, el sector del gobierno en su conjunto debe gastar más de lo que le tributan. Como los gobiernos estatales y locales no son emisores de moneda soberana, el gobierno federal debe gastar más que su ingreso tributario, lo que aquí llamamos un excedente neto de gasto¹⁸. Ese excedente neto de gasto (una inyec-

¹⁸ Para ser perfectamente consistente, si el gobierno gasta más de lo que le tributan, ese es un excedente de gasto neto; si el sector privado gasta menos que su ingreso, ese es un déficit de gasto neto; y si Estados Unidos en conjunto gasta más de lo que recibe en pagos del exterior, eso es un excedente de gasto neto. Esta terminología es un marco mejor y más coherente con el enfoque keynesiano de inyecciones/filtraciones, pues las inyecciones

ción) del gobierno federal es, por identidad, igual al déficit de gasto neto del sector privado (es decir, un saldo excedente) y el resto del déficit de gasto neto del mundo (también un saldo excedente), que en conjunto constituyen las filtraciones.

El enfoque de Godley destaca una identidad. La teoría de Keynes añade la causalidad: a nivel agregado, la causalidad va del gasto al ingreso, de las inyecciones a las filtraciones, del excedente de gasto neto del gobierno federal a los saldos excedentes del sector privado. Esto no significa necesariamente que el saldo del gobierno sea el resultado de una política discrecional, sí significa que si la inyección del gobierno fuera menor, la suma de las filtraciones (excedentes de los sectores privado interno y del resto del mundo) sería menor.

El enfoque teórico de la TMM se basa y es coherente con el enfoque Keynes-Kalecki-Godley de las teorías de la demanda efectiva, la generación de ganancias y los equilibrios sectoriales, respectivamente. Las críticas a la TMM se basan en los enfoques, esencialmente ilógicos, de los fondos prestables e ISLM. La TMM extiende el enfoque del dinero endógeno a la creación de dinero privado integrándolo con los enfoques del dinero estatal de Knapp, Innes y Keynes (del *Tratado sobre el dinero*). Las críticas a la TMM se basan en una combinación de la teoría del dinero exógeno y una comprensión errónea del significado de la independencia del banco central.

La TMM no contrasta la teoría del dinero basada en el crédito (usualmente aplicada a los bancos privados) con la teoría del dinero estatal (aplicada al dinero del gobierno). En cambio, siguiendo a Innes y a Minsky (quienes argumentaron que “cualquiera puede crear dinero, el problema es lograr que sea aceptado”), integra ambas teorías. El estado elige el dinero de cuenta y emite su moneda y otras obligaciones en esa unidad; los bancos privados (y otros) también emiten obligaciones en el dinero de cuenta del estado. En ambos casos, el emisor (un banco privado o el estado) debe recuperar, en pago, sus obligaciones, lo que (siguiendo la ley de Estados Unidos colonial) antes llamamos redención. Obviamente, se debe emitir una “moneda” antes de que pueda ser aceptada para su redención. Cuando el emisor recibe, en pago, su propia obligación, simplemente la “quema” (como la moneda colonial y el cupón de pizza aceptado en redención por una pizza).

son excedentes de gasto neto y las filtraciones son déficits de gasto neto. Desafortunadamente, la economía lo enseña al contrario, y así fuerza la opinión de que los “déficits” (inyecciones) son malos y los excedentes (filtraciones) son buenos.

El gobierno de Estados Unidos solo gasta dólares y, más específicamente, en forma de dólares de reservas emitidas por la Fed de Estados Unidos y acreditadas a cuentas bancarias privadas en la Fed. Sus ingresos tributarios se reciben casi exclusivamente¹⁹ en forma de reservas de la Fed debitadas de las cuentas bancarias privadas que se mantienen en la Fed. En la medida en que los bancos centrales extranjeros posean dólares estadounidenses, estos provienen de Estados Unidos y se mantienen en forma de depósitos de reservas en la Fed, de bonos del Tesoro o en efectivo (billetes de la Fed)²⁰. China no puede ser una fuente de financiación neta para el gobierno de Estados Unidos porque los dólares que posee el Banco de China son obligaciones estadounidenses provenientes del gasto de Estados Unidos en importaciones. A nivel agregado, los poseedores extranjeros pueden modificar los portafolios, pero no pueden aumentar (o reducir) la “oferta de dólares” (el cambio de las preferencias de portafolio puede afectar los “precios” –la tasa de cambio y quizá las tasas de interés– pero no la cantidad de obligaciones creadas en dólares).

La oferta de dólares en el extranjero está determinada por el flujo producido por el saldo en cuenta corriente de Estados Unidos. Este puede ser afectado por el excedente de gasto neto del gobierno (como ya se discutió): si todo lo demás es igual, cuanto mayor es la inyección del gobierno, más ingresos del sector privado se generan y mayor es la filtración (neta) de dólares a través de la cuenta corriente. Sin embargo, también puede ser el resultado de que el sector privado de Estados Unidos aumente su gasto con respecto a sus ingresos, o de una reducción del gasto del resto del mundo en productos de Estados Unidos. La acumulación extranjera de bonos del Tesoro de Estados Unidos está relacionada estrechamente con los superávits bilaterales en cuenta corriente frente a Estados Unidos: los mayores tenedores externos de bonos del Tesoro de Estados Unidos son China, Japón, otros exportadores netos a Estados Unidos y centros bancarios extraterritoriales²¹. Incluso si el gobierno federal de Estados Unidos gastara menos de lo que le tributan en los próximos años, si Estados Unidos siguiera teniendo déficits en cuenta corriente, es probable que las tenencias extranjeras de bonos del Tesoro siguieran aumentando. En otras palabras, el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos

¹⁹ Como se indica más adelante, una cantidad insignificante de los impuestos que recibe el Tesoro son en efectivo, emitido por el Tesoro o por la Fed.

²⁰ Con el aumento de la titularización, los bancos centrales extranjeros también tienen algunas obligaciones privadas titularizadas, como los títulos respaldados por hipotecas (MBS) estadounidenses.

²¹ Ver Wray (2019f).

(es decir, el gasto excedente de Estados Unidos que fluye al resto del mundo) es lo que genera obligaciones en dólares de Estados Unidos, incluidas las obligaciones del gobierno de Estados Unidos; los activos más seguros del mundo. Esto no se debe a que Estados Unidos necesite pedir dólares prestados en el extranjero, sino a que los extranjeros acumulan dólares a medida que aumenta el nivel de riqueza neta producida por el gasto neto de Estados Unidos en el extranjero.

Si le preocupa que el Tío Sam tenga que obtener dólares de China para financiar sus gastos, puede respirar con alivio.

EL CAMINO PRÁCTICO A LA TMM

En tiempos anteriores, los gobiernos gastaban y recibían moneda—monedas acuñadas y billetes— directamente. La Constitución de Estados Unidos otorga al Congreso el derecho exclusivo a emitir moneda (y durante muchos años el Tesoro convirtió su gasto en moneda circulante). Sin embargo, esto se ha interpretado en el sentido de que el Congreso puede delegar este derecho en un banco central. A lo largo de los años, muchos críticos se han opuesto a esa disposición, y también a que los bancos privados emitan billetes y ahora depósitos que, para todo fin práctico, son los principales medios de cambio (con la garantía del gobierno). Nuestra moneda actual es todavía emitida por la Fed, en forma de billetes (efectivo) y reservas, y el Tesoro solo emite monedas, a lo que en conjunto se llama la base monetaria. Y los bancos emiten depósitos, que se utilizan como uno de los principales medios de pago. No es probable que esto cambie, aunque el “dinero electrónico” predomine cada vez más en el sistema de pagos.

El efectivo es en esencia un *consol* (un bono sin fecha de redención de cupón cero). Los *consols* son obligaciones perpetuas del gobierno que no tienen vencimiento y, por supuesto, algunos pagan cupones²². Las tesorerías del gobierno también emiten obligaciones de corto y largo plazo que prometen intereses. Los bancos centrales emiten billetes (que también pueden verse como bonos de cupón cero), reservas (que pueden o no pagar intereses) y, a veces, deuda de mayor vencimiento que paga intereses. Los billetes de los bancos centrales se emiten a pedido (la Fed fue creada para proporcionar una oferta elástica de moneda); las reservas se suministran en préstamos de un día a otro en la ventanilla de descuentos cuando los bancos centrales compran activos (en general, bonos del gobierno o activos financieros privados; a menudo son *repos* (compras con pactos de retroventa), o

²² Seth Carpenter presentó esta visión del efectivo en la “Conferencia Minsky” de 2019 celebrada en el Instituto de Economía Levy.

cuando hacen pagos en nombre del Tesoro (de lejos, la fuente más importante de reservas, casi del todo ignorada excepto por la TMM).

Después de la creación de la Fed en 1913, sus billetes gradualmente remplazaron a los billetes del Tesoro (que ya no se emiten). Cabe destacar que la Fed gasta reservas cuando compra activos o presta reservas; entonces crea reservas con el gasto o el préstamo. El Tesoro de Estados Unidos aún emite monedas a pedido (no para gastos), pero contabiliza el señoreaje como ingresos²³. Hoy, todo el gasto del Tesoro toma la forma de un pago de reservas hecho por la Fed; además, esta cambiará sus billetes por reservas, a la vista. No hay ningún caso en el que la Fed “imprima dinero” (es decir, que imprima billetes) para “pagar” gastos del Tesoro, y ninguna de las descripciones o conclusiones de política de la TMM requiere que la Fed empiece a imprimirlos, a pesar de lo que pregonan los críticos deshonestos.

Desde el comienzo, los bancos centrales han desempeñado un papel en las finanzas del gobierno, a menudo comprando bonos del tesoro (a veces a tasas preferenciales, como durante la Primera Guerra Mundial y la Segunda Guerra Mundial). Hoy, el banco central moderno hace y recibe todos los pagos de su tesorería. Todo el gasto del gobierno de Estados Unidos toma la forma de créditos de la Fed para las reservas de los bancos privados, y los bancos receptores acreditan las cuentas de depósito de los receptores del gasto del gobierno. Casi todos los pagos de impuestos toman la forma de débitos de la Fed a las reservas de los bancos privados, y los bancos privados debitan los depósitos de los contribuyentes (aunque es posible pagar impuestos usando billetes o monedas, rara vez se pagan así).

Esto brinda un grado de separación entre la tesorería moderna y el público que confunde a los economistas, que argumentan que el gobierno ya no gasta ni recibe dinero. Creen que el gobierno debe esperar los ingresos tributarios antes de gastar. La forma en que ven el proceso es que el depósito del contribuyente en un banco privado se transfiere al depósito del tesoro en el banco central, lo que permite que el tesoro gire un cheque que eventualmente llevará a un depósito en el banco privado del receptor. En su opinión, el paso crítico es la recepción de impuestos por el Tesoro en la forma de un débito en

²³ Aparentemente, es legal que el Tesoro emita monedas de platino de cualquier denominación (p. ej., de 1 billón de dólares). Potencialmente, esta es una ruta fácil para evadir los límites de la deuda (ya que el Tesoro no contabiliza las monedas como deuda) y fue considerada (y rechazada) por la administración Obama. Esto no es algo que defienda la TMM, pero es una forma de reducir el límite de la deuda. Prefiero abordar de frente el límite de la deuda, ya que es una estúpida regla autoimpuesta.

la cuenta del contribuyente y de un crédito en la cuenta del Tesoro en la Fed. Su opinión es, en esencia, que los bancos privados crean dinero para que el gobierno lo gaste. Cuando la TMM explica que el gobierno realmente gasta acreditando las reservas de un banco privado, los críticos objetan que esto solo es cierto porque hemos consolidado la tesorería y el banco central. Luego exaltan las virtudes de la independencia del banco central y advierten que tal consolidación es el camino hacia la hiperinflación de Zimbabue. La independencia del banco central se debe preservar para que pueda “decir no” al gasto del Tesoro.

Durante 25 años, la TMM ha explicado todos los procedimientos contables internos involucrados cuando las tesorerías y los bancos centrales modernos cooperan para que tengan lugar los gastos e impuestos del gobierno. En Estados Unidos esto toma una media docena de pasos. Siempre que hacemos a una descripción detallada de esos procedimientos, nuestros críticos nos acusan de confundir las cosas al recurrir a una contabilidad compleja. Nadie ha podido mostrar ningún error en nuestra explicación. Pero los críticos siguen afirmando que de algún modo estos procedimientos restringen el gasto del gobierno. Demostramos que en realidad los procedimientos adoptados aseguran que, por diseño, el tesoro nunca enfrente una restricción. Todos sus pagos pueden hacerse y se harán a medida que vencen. Los cheques de tesorería nunca se rechazan por fondos insuficientes. Todo lo que el Congreso ha presupuestado se puede gastar.

La TMM aún espera que los críticos prueben que los cheques del Tesoro de Estados Unidos a veces se rechazan porque la Fed se niega a liquidarlos cuando el saldo del Tesoro llega a cero. De hecho, eso nunca sucede, lo que demuestra que los procedimientos funcionan para garantizar que se hagan los pagos.

Reconocemos, por supuesto, el límite de deuda impuesto por el Congreso, que introduce la posibilidad de que algún día ocasione un incumplimiento de las obligaciones. Pero esto nada tiene que ver con los procedimientos operativos desarrollados por la Fed y el Tesoro. Y tampoco con los ataques de los “vigilantes de bonos”. El límite existe porque el Congreso lo impone. Pero hasta que el Congreso obligue a un incumplimiento negándose a elevar el límite de la deuda, todas las obligaciones del Tesoro se cumplirán reunió con los procedimientos actuales²⁴.

²⁴ Si ocurre un incumplimiento de ese tipo, es un incumplimiento voluntario, en el sentido de que el gobierno lo decidió. Ningún vigilante de bonos

No voy a repetir la exposición detallada²⁵. Lo importante para nuestros propósitos es que, mientras la Fed cumple las prohibiciones de “financiación directa” del gasto del Tesoro, su enfoque estrictamente centrado en el sistema de pagos y su deseo de alcanzar la meta de tasas de interés interbancaria aseguran que coopere con las operaciones del Tesoro. Cualquier “independencia” en estos asuntos es ilusoria. La independencia de la Fed se limita a su capacidad para elegir la meta de tasa de interés interbancaria²⁶.

Para decirlo del modo más simple posible, los procedimientos actuales aseguran que el Tesoro tenga créditos en su cuenta en la Fed que se pueden debitar cuando la Fed abona reservas en las cuentas de los bancos privados de los receptores del gasto del Tesoro. Esto es poco más que un registro interno entre el Tesoro y la Fed. Si se proyecta que los créditos del Tesoro serán menores que los débitos, el Tesoro venderá bonos a los bancos comerciales autorizados que estén dispuestos a presentar ofertas²⁷. La Fed, a su vez, suministrará reservas según sea necesario para garantizar que los bonos vendidos en el nuevo mercado de emisiones no ejerzan una presión temporal sobre las tasas interbancarias. Cuando se venden los bonos, se acredita el depósito del Tesoro en la Fed. El gasto del Tesoro revierte este proceso cuando se debita su cuenta de depósito y se acreditan las reservas de los bancos privados, y la Reserva Federal elimina las reservas del sistema bancario cuando sea necesario para evitar la presión sobre las tasas²⁸.

Los críticos de la TMM sostienen que esto demuestra que los impuestos y los préstamos “financian” el gasto del Tesoro, de modo que, después de todo, el Tesoro está sujeto a una restricción presupuestal del gobierno. La TMM responde que las operaciones que acabamos de describir se llevarían a cabo si el presupuesto del gobierno estuviera

lo habrá forzado. Los “vigilantes de bonos” de los bancos comerciales autorizados siempre están dispuestos a presentar ofertas por más bonos.

²⁵ Ver Bell (2000), Fullwiler (2011), Tymoigne (2014), y Wray y Tymoigne (2014).

²⁶ Además, se supone que la Reserva Federal está aislada de la política partidista, pero eso es cierto de otras agencias del gobierno federal. (Y el presidente Trump parece estar dedicando mucha energía a romper esa barrera).

²⁷ Para mantenerse en buen estado, los bancos comerciales autorizados deben presentar ofertas; el Tesoro utiliza encuestas antes de las subastas para determinar qué vencimientos desean los mercados.

²⁸ Los procedimientos se han simplificado en los últimos años con el paso al pago de intereses sobre las reservas (para que el exceso de reservas no resulte en una tasa de interés cero (ZIRP) indeseable) y con la flexibilización cuantitativa (que coloca tantos excesos de reservas en el sistema que no hay peligro de que las ventas de bonos ocasionen insuficiencias de reservas).

balanceado, en superávit o en déficit (como se definen convencionalmente) en el transcurso del año. Esto se debe a que incluso si el gasto del gobierno es menor que los impuestos que se pagan en el transcurso del año, puede haber grandes desajustes entre los flujos de gasto e impuestos en forma diaria, semanal y mensual. Como se supone que la Fed no debe permitir “sobregiros”, el Tesoro deberá vender bonos en el transcurso del año, incluso si el año termina con un ingreso fiscal total mayor que el gasto²⁹. Además, las ventas de bonos requieren que los bancos tengan reservas, que solo pueden provenir del gasto del Tesoro (realizado en su nombre por la Fed), de compras de activos de la Fed o de préstamos de la Fed. Las reservas deben depositarse en el sistema bancario antes de que se puedan retirar (así como las tarjetas de presentación de Mosler deben emitirse a sus hijos antes de que puedan pagar impuestos en tarjetas de presentación). Lo mismo ocurre con los pagos de impuestos: puesto que el banco del contribuyente perderá reservas cuando se paguen impuestos, las reservas primero deben ingresar al sistema mediante gasto del Tesoro, compras de la Fed o préstamos de la Fed. Ni los impuestos ni las ventas de bonos pueden ser una fuente neta de financiación del gobierno, pues los medios para pagar impuestos o comprar bonos (reservas en la Fed) deben provenir del gobierno (Tesoro o Reserva Federal) antes de pagar impuestos o comprar bonos.

El argumento es análogo al argumento de Keynes de que el ahorro no puede ser una fuente neta de financiamiento de la inversión y que, de hecho, el consumo es una mejor fuente de financiación. Debe haber un crédito a una cuenta bancaria antes de que un ahorrador pueda comprar un bono corporativo. Los ingresos de un hogar se pueden acumular en forma de depósitos bancarios, algunos de los cuales se utilizan para consumo y otros para ahorro. Solo una parte del ahorro se destinará a la compra de bonos; otra se mantendrá en forma más líquida y, por tanto, no estará disponible para financiar inversión. Por otro lado, toda la parte del ingreso que se consume fluirá a los productores y, por tanto, está potencialmente disponible para financiar gasto empresarial (salvo las compras de importaciones de los consumidores, que luego están disponibles para la inversión de productores extranjeros).

Los impuestos, así como el ahorro, son una filtración creada por inyecciones, como la inversión y el gasto público, que generan ingresos.

²⁹ Como muestra Tymoigne (2019), incluso durante el periodo de Clinton, cuando el gasto cayó por debajo del ingreso tributario, los bonos del gobierno pendientes aumentaron.

Ni los impuestos ni el ahorro pueden financiar el gasto a nivel agregado. Son filtraciones que se deben crear mediante gastos financiados. Algunos economistas heterodoxos entienden esta lógica, pues se aplica a la filtración de ahorro, pero se “desorientan y se confunden” cuando se trata de la filtración de impuestos.

Las preferencias de portafolio pueden afectar las tasas de interés y de cambio. Como Keynes insistió, esto sucede en el segundo paso de la decisión de ahorrar, no en el primer paso como en la teoría de los fondos prestables. Existe gran temor de que los vigilantes de bonos lancen ataques contra la deuda del gobierno, que eleven las tasas de interés y reduzcan las tasas de cambio. Pero el banco central de cualquier país emisor de moneda soberana puede fijar cualquier tasa de interés que desee, simplemente anunciando una meta. Ningún vigilante insensato irá contra un banco central cuyos fondos de dinero son ilimitados, y menos aún después de ver bancos centrales dispuestos a gastar 4 billones de dólares o más en los absurdos experimentos de flexibilización cuantitativa.

Muchos defensores de la TMM siguen a Keynes cuando abogan por una política permanente de tasa de interés cero (ZIRP), que él llamó “eutanasia del rentista” (y que suprimiría toda retribución de intereses sobre obligaciones libres de riesgo, incluida la deuda soberana del gobierno de corto plazo). Esto se hace fijando la tasa de política en cero (la tasa de fondos federales para préstamos interbancarios en Estados Unidos) y luego limitando la emisión de obligaciones del gobierno soberano a títulos de corto plazo (cuya tasa sigue a la tasa interbancaria). El método más simple es permitir que la Fed otorgue sobregiros automáticos al Tesoro (lo que hace innecesarias las ventas de títulos). Cuando el Tesoro gasta, el banco central simplemente otorga un sobregiro a la cuenta de depósito del Tesoro y simultáneamente acredita las reservas de un banco privado. A lo largo del año, las reservas pendientes netas aumentarán si hay gasto neto excedente (lo que se denomina déficit presupuestal) o disminuirán si hay déficit de gasto neto (lo que se denomina superávit presupuestal). Esto eliminaría el pago de intereses del gobierno (“eutanasia del rentista”), el cual suele ser una forma ineficiente de gasto (principalmente una filtración, acumulada como ahorro nacional e internacional) que aumenta la desigualdad.

Se debe señalar que esta es una propuesta de política y no una descripción. Este cambio de política no es en absoluto necesario para lograr las características distintivas de la soberanía monetaria antes mencionadas: ausencia de una “restricción presupuestal”,

imposibilidad de “quedarse sin dinero”, capacidad de hacer todos los pagos a su vencimiento y fijar tasas de interés. Incluso con los acuerdos actuales, los emisores de moneda soberana operan sin esas restricciones financieras. Pero la propuesta de eliminar los bonos y títulos del tesoro simplifica los procedimientos operativos, elimina los pagos innecesarios de intereses del gobierno y hace mucho más transparentes las operaciones de gasto público. También elimina todo un sector de la economía que se ha creado alrededor del mercado de bonos del gobierno, para bien o para mal. En mi opinión, esta es una política que vale la pena considerar, aunque no es una precondition necesaria para reformar la política fiscal y monetaria.

CONCLUSIÓN

En este escrito definimos cuidadosamente que entendemos por TMM. La comparación de los principios fundamentales de la TMM con lo que los críticos pretenden que la TMM afirma dejará en claro que los críticos son ignorantes o deshonestos. Ninguna de las críticas planteadas hasta ahora desafía a la TMM porque no cuestionan el trabajo académico de quienes la proponen.

También resumimos cuatro caminos alternativos a la TMM: los de la historia, la lógica, la teoría y la práctica. Los estudios más avanzados y coherentes en todas estas áreas llevan inexorablemente a la TMM.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bell, S. (2000). Do taxes and bonds finance government spending? *Journal of Economic Issues*, 34(3), 603-620.
- Fullwiler, S. (2011). Treasury debt operations: An analysis integrating social fabric matrix and social accounting matrix methodologies. SSRN, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1825303].
- Graeber, D. (2011). *Debt: The first 5000 Years*. Melville House Publishing.
- Grubb, F. (2015). Colonial Virginia's paper money regime, 1755-1774: A forensic accounting reconstruction of the data. Working paper 2015-11 University of Delaware Alfred Lerner College of Business and Economics.
- Hudson, M. (2004). The archaeology of money: Debt versus barter theories of money's origins. En L. Randall W. (ed.), *Credit and State theories of money* (pp. 99-127). Cheltenham: Edward Elgar.
- Innes, A. M. (1913). What is money? *Banking Law Journal*, 30(5), 377-408.
- Innes, A. M. (1914) The credit theory of money. *Banking Law Journal*, 31(1), 151-168.
- Ingham, G. (2000). Babylonian madness: On the historical and sociological origins of money. En J. Smithin (ed.), *What is money* (pp. 16-41). Londres y Nueva York: Routledge.

- Kaboub, F. (2019). Why government spending can't turn the U.S. into Venezuela, [<http://inthesetimes.com/article/21660/united-states-venezuela-modern-monetary-theory-trade-deficits-sovereignty>].
- Keynes, J. M. (1976). *A treatise on money* [1930], vols. I y II. Nueva York: Harcourt, Brace & Co.
- Keynes, J. M. (1964). *The general theory of employment, interest and money* [1936]. Nueva York: Harcourt, Brace Jovanovich.
- Knapp, G. F. (1973). *The State theory of money* [1924]. Clifton: Augustus M. Kelley.
- Mitchell, W. (2019a). [<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=42618>].
- Mitchell, W. (2019b). [<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=42113>].
- Mitchell, W. (2019c). [<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?s=epstein>].
- Mitchell, W. (2019d). [<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=41327>].
- Ruml, B. (1946). Taxes for revenue are obsolete. *American Affairs*, 8(1), 35-39.
- Schumpeter, J. A. (1934). *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Tymoigne, E. (2014). Modern money theory and the interrelation between the Treasury and the Central Bank: The case of the United States. *Journal of Economic Issues*, 48(3), 641-662.
- Tymoigne, E. (2019). Debunking the public debt and deficit rethoric. *Challenge*, 62(5), 281-298.
- Tymoigne, E. y Wray, L. R. (2014). *The rise and fall of money manager capitalism*. Londres y Nueva York: Routledge.
- Wray, L. R. (1998). *Understanding modern money: the key to full employment and price stability*. Northampton, Mass.: Edward Elgar.
- Wray, L. R. (1990). *Money and credit in capitalist economies: The endogenous money approach*. Aldershot, UK: Edward Elgar.
- Wray, L. R. (2015a). *Modern money theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Wray, L. R. (2019a). [<https://neweconomicperspectives.org/2019/03/mmt-responds-to-brad-delongs-challenge.html>].
- Wray, L. R. (2019b). [<https://neweconomicperspectives.org/2019/03/a-conspiracy-against-mmt-chicago-booths-polling-and-trolling.html>].
- Wray, L. R. (2019c). [<https://neweconomicperspectives.org/2019/03/a-must-read-why-does-everyone-hate-mmt.html>].
- Wray, L. R. (2019d). [<https://neweconomicperspectives.org/2019/06/japan-does-mmt.html>].
- Wray, L. R. (2019e). [<https://neweconomicperspectives.org/2019/02/response-to-doug-henwoods-trolling-in-jacobin.html>].
- Wray, L. R. (2019f). Does America need global Savings to finance its fiscal and trade deficits? *American Affairs*, 3(1).
- Wray, L. R. y Liu, X. (2014). Options for China in a dollar standard world: A sovereign currency approach. Working paper 783. Annandale-On-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College.
- Wray, L. R. y Nersisyan, Y. (2019). How to pay for the Green New Deal, [<http://www.levyinstitute.org/publications/how-to-pay-for-the-green-new-deal>].