

# La Teoría Monetaria Moderna: la alternativa a la ortodoxia



*Juan Laborda*

La actual crisis sistémica ha puesto de manifiesto el vacío intelectual y el escaso soporte empírico de la mayoría de las teorías macroeconómicas y microeconómicas que se enseñan en las Facultades de Ciencias Económicas y Empresariales de todo el mundo. Hoy es más necesario que nunca enmendar la plana a los distintos programas académicos impartidos y buscar, en definitiva, ese paradigma perdido que permita acercar la ciencia económica a los hechos reales, más allá de prejuicios ideológicos. Sí, existe un antídoto

contra el “pensamiento único”. Sí, **existe una alternativa coherente** a las interpretaciones tradicionales. Nos referimos a la **Teoría Monetaria Moderna (TMM)**.

Tras la aparición del dinero fiat era necesario un esfuerzo intelectual en el campo de la economía. Ni las **principales corrientes de pensamiento económico**, ni las **principales corrientes de pensamiento político** entendieron las consecuencias que conllevó el abandono del patrón oro y la adopción de un modelo basado en el **dinero fiat**. Por lo tanto, a fecha de hoy, **no entienden que hay detrás del dinero moderno**. Sólo un pequeño grupo de economistas postkeynesianos (**Randall Wray, William Mitchell, Wynne Godley, Jan Kragel, Warren Mosler, Steve Keen**, y, sobretodo el gran **Hyman Minsky**) hicieron el esfuerzo intelectual para reflejar las consecuencias de ese cambio en la economía. La Teoría Monetaria Moderna (TMM) es la plasmación de dicho esfuerzo intelectual. Como señala Randall Wray, uno de los padres de la TMM, “hemos descubierto la manera en que el dinero funciona en la economía moderna”.

El dinero es deuda de la entidad que lo emite, no es una mercancía, es decir, **el dinero es algo intangible. Esta verdad**, como iremos viendo, **es aterradora para la oligarquía**. Desde el momento en que los emisores de dinero, los Estados, empiezan a ser gobernados democráticamente, las élites político-financieras decidieron sin titubear crear y difundir mitos que se han ido extendiendo, y que en el momento actual están muy arraigados en la intuición colectiva. El objetivo no era otro que mantener sus privilegios convirtiendo la economía en una especie de religión. Es un ejemplo más de cómo el sentido común en algunos casos es el menos común de los sentidos. Pero si el objetivo es mantener el poder de las élites, qué más da si se asume en el

psique colectivo ideas absolutamente erróneas. Por eso es necesario siempre comprobar lo que **Leijonhufvud** llamaba los **presupuestos o conceptos esenciales** de una escuela de pensamiento que no pueden ser formalizados y que son previos a la constitución de hipótesis y teorías. En este sentido, los presupuestos de la ortodoxia dominante actual, **Consenso de Washington**, como ya saben ustedes, no se ajustan a la realidad de los datos. Los de la Teoría Monetaria Moderna, sí.

Pretendemos en varios blogs introducir y detallar los elementos básicos de la TMM. Si bien existe multitud de artículos académicos sobre la TMM, refrescaremos las ideas principales de la misma a partir de dos manuales de divulgación, traducidos al español por la editorial **Lola Books**, en un enorme esfuerzo por acercar a la ciudadanía el pensamiento económico alternativo que tanto asusta a las élites económicas, financieras, políticas, y, peor aún, a las académicas. Nos referimos, por un lado, al libro de **Randall Wray** *Teoría Monetaria Moderna*, traducción al español de la obra en inglés cuyo título original es “*Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*”; y por otro, a un libro que ya conocen, el del economista y profesor australiano **William Mitchell** “*Eurozone Dystopia Groupthink and Denial on a Grand Scale*”, traducido al español bajo el título *La Distopía del Euro: Pensamiento Gregario y Negación de la Realidad*.

### **Ideas básicas: desmontando mitos.**

Para ello iremos viendo la **teoría macroeconómica** que nos **permitirá analizar** las **bases** de la **economía tal como ésta existe en la actualidad según la TMM**. En el libro de **Randall Wray**, en el prefacio se resumen las conclusiones más importantes. Desde la contabilidad

macroeconómica y a nivel agregado, los gastos son iguales a los ingresos. Cuando se analiza los balances por sectores, se demuestra que los déficits de un sector tienen que ser compensados con los superávits de otro; y, además, es necesario asegurar la coherencia entre stocks y flujos, ya que los déficits se acumulan en forma de deuda financiera y los superávits en forma de activos financieros.

Posteriormente, al analizar el modo en que gastan los gobiernos que emiten su propia moneda, se defenderá que un régimen de tipo de cambio variable proporciona a las políticas económicas nacionales el mayor margen de maniobra posible. En este sentido, un país que decida fijar su tipo de cambio es probable que no pueda llevar a cabo las políticas internas destinadas a lograr el pleno empleo y un fuerte crecimiento económico. Si bien la TMM es neutra respecto al tamaño del sector público, de los preceptos de la misma se deriva la estrategia de la “**finanza funcional**” de **Abba Lerner** que nos permitirá discutir las políticas monetarias y fiscales que se deberían hacer.

Finalmente se explorará **el papel del dinero**. El dinero no puede ser una mercancía sino que obligatoriamente tiene que ser un pagaré. Se demostrará por qué las economías monetarias suelen operar por debajo de sus capacidades al no hacer uso de todos sus recursos, incluyendo parte de la fuerza de trabajo. Asimismo se examinará la razón por la cual algunos pasivos monetarios tienen una mayor aceptación que otros. En base a ello se podrá entender qué falló en la **crisis sistémica de 2007** y **cuáles son los problemas de la zona Euro**.

En el caso de **gobiernos que emiten su propia moneda**, es decir, que tienen soberanía monetaria, y **teniendo en cuenta la teoría económica de la TMM**,

tanto **Randall Wray** como **William Mitchell** desmontan en sus libros toda una serie de mitos que se venden como verdades indiscutibles. Es falso que los gobiernos estén sujetos a restricciones presupuestarias como los hogares y empresas. Es falso que los déficits presupuestarios sean malos y una carga para la economía. Es falso que los déficits públicos aumenten los tipos de interés, dismantelen el sector privado y provoquen inflación. Es falso que los déficits públicos confisquen ahorros que podrían ser destinados a la inversión. Es falso que los déficits públicos supongan una deuda para las generaciones futuras. Es falso que los déficits públicos de hoy impliquen impuestos más altos mañana. Por mucho que ciertas afirmaciones estén asumidas en la psique colectiva, en realidad no tienen validez alguna en el caso de países emisores de su propia moneda.

## (II)

Ante el vacío intelectual y el escaso soporte empírico de la mayoría de las teorías macroeconómicas y microeconómicas que están detrás de la ortodoxia dominante, era necesario construir un paradigma alternativo que permitiera acercar la ciencia económica a los hechos reales. Ese antídoto contra el “pensamiento único” que constituye una **alternativa coherente** a las interpretaciones tradicionales es la **Teoría Monetaria Moderna** (TMM). Después de introducirla en el blog anterior, nuestro objetivo va a ser darle cuerpo y contenido.

Para poder comprender la Teoría Monetaria Moderna conviene empezar por refrescar ciertos fundamentos de contabilidad macroeconómica que aunque parezca mentira la gran mayoría de los economistas ignoran. Es la única explicación plausible ante ciertos comentarios carentes de fundamento muy extendidos en los medios de comunicación convencionales. La referencia básica para introducir los fundamentos de la contabilidad de flujos y stocks y

los balances y comportamientos sectoriales es el libro de **Randall Wray** *Teoría Monetaria Moderna*, traducido al español por la editorial **Lola Books** de la obra original en inglés “*Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*”

### **El déficit de un sector es el superávit de otro**

Un **principio fundamental** de la **contabilidad** establece que **por cada activo financiero existe un pasivo financiero que lo compensa**. Así, por ejemplo, el patrimonio financiero neto de un hogar es igual a la suma de todos sus activos financieros menos la suma de sus pasivos financieros. Si es mayor que cero, tendrá un patrimonio financiero neto positivo. Para que, por ejemplo, el sector privado acumule patrimonio financiero neto, éste tiene que tener forma de derechos financieros sobre otro sector, bien sea el sector público o el sector resto del mundo. Ello aunque suene a algo elemental, parece que no lo ha sido para **muchos economistas** que aún a fecha de hoy **no entienden que el proceso de desapalancamiento del sector privado** patrio tras el estallido de la burbuja inmobiliaria **requeriría por definición déficits públicos**. Aunque nuestro sector exterior ha tenido y tiene un comportamiento formidable desde 1994 no era suficiente para absorber la reducción de deuda privada.

Vamos a **dividir la economía en tres sectores: sector privado nacional**, formado por hogares y empresas (financieras y no financieras); **sector público nacional** que incluye todos los niveles gubernamentales (estado central, comunidades autónomas, ayuntamientos, y seguridad social); **y resto del mundo** (empresas, hogares y sectores públicos extranjeros). Hay un principio contable que se cumple siempre: **si se suman los déficits en los que incurren uno o más sectores el resultado debe de ser igual** a los

**superávits** en los que **incurren otro sector o sectores**. Siguiendo a **Wynne Godley** obtenemos la siguiente ecuación:

$$\text{Balance Privado Doméstico} + \text{Balance Público Doméstico} + \text{Balance Exterior} = 0$$

Si un sector tiene superávit presupuestario por lo menos uno de los sectores tiene que incurrir en déficit presupuestario. En términos de variables stock para que un sector acumule patrimonio financiero neto al menos uno de los sectores tiene que aumentar su endeudamiento en la misma proporción. Es imposible que todos los sectores acumulen patrimonio financiero neto incurriendo en superávits financieros.

### **La TMM y los balances sectoriales**

No basta con decir que a nivel agregado el balance privado más el balance público más el balance exterior es igual a cero. Hay que abordar las relaciones de causalidad. A pesar de que la economía es una ciencia social (interdependencias, histéresis, libre albedrío...), sí que podemos establecer conexiones causales entre flujos y stocks. Veámoslas.

El **gasto a nivel individual viene determinado** en su mayor parte **por los ingresos**, de manera que la relación causal va desde los ingresos a gastos. Además podemos inferir la dirección causal en la acumulación de patrimonio financiero individual: es la decisión de gastar incurriendo en déficit lo que representa la causa inicial de la creación de patrimonio financiero neto. Por lo tanto **los déficits crean patrimonio financiero**. Ello supone también que a la causalidad va desde la deuda al patrimonio financiero. Pero como por otro lado la acumulación de un stock de patrimonio financiero neto es el resultado de un superávit presupuestario (flujo de ahorro) la **causalidad tiende a ir desde el gasto vía déficit al ahorro**.

**A nivel agregado**, sin embargo, **ocurre lo contrario: el gasto agregado crea ingresos agregados**. El gasto no se va a ver constreñido por los ingresos ya que hogares, empresas o estados pueden gastar más de lo que ingresan: cualquiera de los tres sectores puede incurrir en déficits ya que por lo menos uno de los otros sectores tendrá superávit. Sin embargo no es posible a nivel agregado que el gasto sea diferente a los ingresos ya que la suma de los balances sectoriales tiene que ser igual a cero. A nivel agregado, por lo tanto, la causalidad entre ingresos y gastos se produce a la inversa que a nivel individual.

Finalmente es vital entender que los déficits de un sector generan los superávits de otro de manera que cuando un sector incurra en déficit por lo menos uno de los otros tiene que tener superávit. Dado que la causa inicial del déficit presupuestario es el deseo de gastar más de lo que se ingresa, **la causalidad va desde los déficits hacia los superávits y desde la deuda al patrimonio financiero neto**.

Tanto la contabilidad de balances que hemos visto como las relaciones de causalidad se cumplen ya **para cada país y para cada moneda se cumple la correspondiente ecuación de balance macroeconómica**. A partir de todas estas ideas se puede explicar **qué ocurrió en la crisis sistémica de 2007**: los **déficits presupuestarios del sector público son** en gran medida **no discrecionales**, es decir, no son atribuibles a los diferentes paquetes de estímulo fiscal sino a los estabilizadores automáticos. Pero **de ello ya hablaremos en otro blog**.

## (III)

**Bruselas**, después de garantizarse la continuidad del “Régimen”, **acaba de exigir a España** de nuevo **otro ajuste presupuestario** para tratar de evitar la correspondiente multa con que nos amenazan por la persistencia en el tiempo del déficit presupuestario del sector público español. **La historia y relatos alrededor** de los **déficits públicos** **empiezan a ser patéticos** y la manera en que enfocan el problema los **medios de comunicación dominantes** simplemente es preocupante, antidemocrática, **actúan como “perros de Pavlov”**, expresión que utiliza un seguidor de este blog. Sin embargo, ya **disponemos de herramientas para relativizar y atacar sin piedad tanta histeria**.

Como consecuencia de la **crisis sistémica** el **gasto social aumentó** y la **recaudación de impuestos se derrumbó**. El resultado es conocido: el déficit público se expandió rápidamente y en muchos países, especialmente aquellos que no tenían soberanía monetaria (como el nuestro), surgió el miedo de una eventual insolvencia o bancarrota. Y a partir de ahí la histeria entre la mayoría de economistas de intentar reducir los déficits mediante la disminución del gasto y/o el aumento de impuestos.

Sin embargo aquel **gobernante** que **promueva** una **reducción del déficit público** tiene que **tener en cuenta** los **impactos** que dicha reducción provocará **en los balances del sector privado**. Sabemos por nuestra ecuación fundamental de balance macroeconómica que el déficit público no puede reducirse al no ser que se reduzcan los superávits del sector privado y del sector exterior.

## Crisis sistémica, gasto discrecional y estabilizadores automáticos

Si el incremento del déficit presupuestario del sector público no se hubiera producido de manera discrecional, los intentos de reducción de los déficits por parte de los defensores de la austeridad quedarían en entredicho. En este sentido, **se puede demostrar que en plena crisis sistémica la mayor parte del incremento de los déficits públicos en la mayoría de los países tuvo como origen los estabilizadores automáticos y no el gasto discrecional.** En el caso español estuvo aderezado a su vez con la factura del rescate bancario muy superior a lo que nos suelen contar.

Tras el **estallido de la enésima burbuja** generada por los Bancos Centrales y la **recesión de balances** que conllevó, los **deficits presupuestarios aumentaron de forma automática.** La tasa de crecimiento de la presión fiscal se desplomó ya que los ingresos impositivos colapsaron. De manera paralela los gastos de transferencia reuntaron fuertemente debido al deterioro económico. Combinando todo no es de extrañar que el presupuesto público incurriera en un déficit cada día mayor a pesar del estancamiento del consumo público. Los **estabilizadores fiscales automáticos fueron la causa principal** por la cual la **economía no colapsó como en La Gran Depresión.** A través del **gasto anticíclico** y los **impuestos procíclicos** el **presupuesto del sector público actuó como un estabilizador fiscal automático.**

## El caso español y la mejor política doméstica

Si analizamos el **caso español** en el **período 2009-2013** a pesar del descenso del consumo público o gasto discrecional, el déficit presupuestario del sector público aumentó notablemente. La **reducción del consumo público** se

producía en un período de aumento de los superávits de los sectores privados y del resto del mundo y obviamente **augmentó** como contrapartida el **déficit público**. Por el contrario **desde la segunda mitad de 2013** se incrementó el déficit estructural mediante  **aumentos del gasto discrecional y bajadas de impuestos** en un período de reducción de los superávits del sector privado y, en menor medida, del resto del mundo. Obviamente la contrapartida era una **reducción del déficit público**. ¡Qué poco tiene que ver esta foto de la realidad con las chorradas repetidas de manera machacona por el establishment! ¡Qué **hilarantes** las **declaraciones de Rajoy y Merkel** explicándonos como la austeridad y las reformas estructurales estaban dando sus frutos! **Es exactamente lo contrario**.

Si se dan cuenta, simplemente hemos utilizado una serie de ideas que introdujimos en el blog anterior. El **balance de los tres sectores de la economía** (privado nacional, público nacional, resto del mundo) **tiene que sumar cero**, de manera que es imposible cambiar uno de los balances sin modificar por lo menos el de uno de los otros dos. **A nivel agregado el gasto determina los ingresos**.

Si nos fijamos en el **sector público**, aunque pueda decidir gastar más o menos (gasto discrecional) el **resultado presupuestario no es discrecional**. **Algo parecido ocurre** con el **sector exterior**. Si bien la economía doméstica puede influir en la intensidad de las exportaciones, el impacto de las políticas económicas sobre las exportaciones no está tan claro. Las importaciones son en gran medida procíclicas. Por lo tanto **lo único que nos queda que sí es discrecional es el gasto doméstico** hecho por empresas, hogares y sector público. Por eso la **mejor política doméstica es promover un gasto que haga uso de la práctica totalidad de**

los **recursos domésticos** y que **permita alcanzar el pleno empleo** y no alcanzar déficit o techos de deuda arbitrarios como en la Eurozona.

## (IV)

La característica diferenciadora de la **Teoría Monetaria Moderna (TMM)** es su visión de **cómo gasta** en realidad **el sector público**. Para ello se debe introducir el concepto de **soberanía monetaria** y el **modo en que gastan los gobiernos que emiten su propia moneda nacional**. Cuando se entiendan estos conceptos comprenderán la tomadura de pelo de las actuales élites extractivas –políticas, económicas y académicas-.

La **práctica habitual** es que **un país adopte su propio y exclusivo dinero contable**. Si bien en muchos países existen contratos privados que se fijan en moneda contable extranjera, en los países desarrollados que emiten su propia moneda estas prácticas son prácticamente inexistentes. Sin embargo, y tristemente, existe una excepción, los países del Euro, los cuales utilizan una moneda que a todos los efectos, tal como está diseñada, es “extranjera” desde el punto de vista de las naciones individuales.

La moneda nacional se llama **moneda “soberana”** (moneda emitida por un gobierno soberano). Los gobiernos soberanos se reservan para sí mismos diferentes poderes que no tienen ni los individuos ni las instituciones privadas. Determinan qué dinero contable va a reconocer la contabilidad oficial. Tienen el poder de emitir monedas correspondientes a sus dineros contables. El gobierno soberano impone obligaciones tributarias en términos de su dinero contable y decide lo que aceptará como pago. Pero **en qué se apoya el dinero moderno**.

## Qué hay detrás de una moneda

Partimos de una idea aún no entendida por muchos economistas: las **monedas de un país soberano son monedas fiat**, es decir, **no están respaldadas por nada**, ni por metales preciosos ni por reservas de monedas extranjeras. Más aún, las leyes de monedas de curso legal por sí solas no pueden explicar por qué se acepta una moneda. Entonces **qué hay detrás de una moneda**. Veamos la contestación o respuesta dada por la TMM.

Uno de los **poderes más importantes** ostentados por un **gobierno soberano** es la **autoridad para recaudar y cobrar impuestos**, y estas obligaciones fiscales son impuestas en la moneda nacional. El gobierno soberano también determina lo que puede entregarse como pago de la obligación fiscal: la moneda del propio gobierno. Los bancos privados hacen de intermediarios entre contribuyentes y gobierno y realizan pagos en nombre de los contribuyentes.

Por lo tanto, el hecho de que todo el mundo con obligaciones fiscales pueda usar la moneda para acabar con dichas obligaciones es lo que hace que la moneda gubernamental tenga demanda y pueda ser usada en compras o en pagos de deudas privadas. En definitiva, **son los impuestos los que dan respaldo al dinero**. Primero el gobierno crea el dinero contable y luego impone las obligaciones fiscales en dicho dinero contable. En realidad, además de los impuestos existen otra serie de obligaciones que también tendrán el mismo efecto: multas, tasas...

Bajo estas premisas, los gobiernos soberanos tienen que llevar a cabo políticas que tiendan a reducir la evasión fiscal y a formalizar una mayor parte

de la economía sumergida. Aunque no es correcto decir que los impuestos “pagan” el gasto público, la incapacidad para imponer y hacer cumplir las obligaciones tributarias limitará la cantidad de recursos que el gobierno podrá controlar. Una apreciación final, aunque hemos dicho que los gobiernos gastan y gravan en moneda (monedas y billetes) en la práctica el gobierno usa cheques y entradas electrónicas en las cuentas bancarias.

### **El sistema financiero como marcador electrónico**

Los stocks y flujos financieros vienen denominados en dinero nacional contable que casi siempre suele ser la moneda doméstica. Cuando un estado gasta crea “activos financieros netos” en el sector no gubernamental que puede tomar la forma de reservas, títulos de deuda del Tesoro o dinero en efectivo. Las reservas son solo una forma especial de moneda gubernamental usadas por los bancos para pagarse entre ellos y para pagar al estado. Las reservas vienen a ser pagarés del gobierno. Bajo estas premisas, los **stocks y flujos financieros no son más que entradas contables** calculadas en dinero contable de forma que **el dinero que fluye o se acumula no tiene que tener presencia física**.

El sistema financiero moderno no es más que un sistema complejo de contabilidad y registro. Todos los depósitos bancarios proceden de pulsaciones sobre teclas de un ordenador de un banco realizadas cuando los bancos aceptan “pagarés” de los solicitantes de un préstamo, de manera que todas las compras mediante depósitos a la vista poseen un préstamo en alguna parte (esto es al revés de lo asumido en los manuales de texto). En este planteamiento **hay un problema de fondo: la continua monetización** de las **distintas actividades humanas** constituye en sí misma un grave problema ya que **amenaza la misma supervivencia de nuestra especie**. Pero eso se

aleja de nuestro objetivo, explicar cómo funciona hoy en día el dinero moneda. Nos queda finalmente por explicar qué es o que los gobiernos deberían hacer, es decir, detallar como deberían de ser las políticas monetarias y fiscales para monedas soberanas.

## La puesta en práctica de la Teoría Monetaria Moderna

Durante varios blogs hemos ido introduciendo **conceptos básicos** de la **Teoría Monetaria Moderna (TMM)**. Ahora es importante **ponerlos en práctica**. Concretamente qué es lo que los gobiernos deberían hacer, es decir, cómo deberían ser las **políticas monetarias y fiscales para monedas soberanas**. Ello se traducirá en una especie de programa de gobierno en el que propondremos una estrategia de pleno empleo compatible con la TMM y donde la estabilidad de precios salga incluso reforzada.

Pero para ello **previamente** hay que **tener en cuenta** y dejar bien claro **una serie de afirmaciones que no se cumplen** para un **país emisor** de su **propia moneda** pero que de manera machacona escuchamos en los medios de comunicación. Se trata de **creencias populares falsas**, afirmaciones que no son aplicables a un gobierno con moneda soberana. A su vez **presentaremos**, por contra, una serie de **afirmaciones que sí son aplicables a un país emisor de su propia moneda**.

En blogs previos ya discutimos e introdujimos los mitos del mercado. Para ello tomamos dos referencias. Por un lado, **James Montier** en el artículo ***Market Macro Myths: Debts, Deficits, and Delusions***, mostraba por qué los defensores de la austeridad presupuestaria se equivocan: utilizan una serie de "mitos" fundacionales falsos para justificar que los gobiernos deben implementar un presupuesto equilibrado. Por otro, **William Mitchell** en su

libro *Eurozone Dystopia Groupthink and Denial on a Grand Scale*, traducido al español, por la editorial Lola Books bajo el **título *La Distopía del Euro: Pensamiento Gregario y Negación de la Realidad*** demuestra por qué los defensores de las políticas de austeridad están equivocados. Para ello analizaba y combatía también una serie de mitos fundacionales falsos pero presentes en la mente de la mayoría de los economistas.

Ahora vamos a darles una mayor formalización, utilizando el libro de **Randall Wray** ***Teoría Monetaria Moderna***, traducido al español por la editorial Lola Books de la obra original en inglés ***Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems***. En el capítulo cuatro Wray presenta los principios introductorios: tanto las afirmaciones que no son aplicables a un país que tiene soberanía monetaria, como aquellas aplicables.

### **Falsedades no aplicables a un país con soberanía monetaria**

La mayoría de economistas y medios de comunicación en líneas generales **utilizan** una serie de **afirmaciones** que **no son más que meras creencias falsas**. Veámoslas:

- Es falso que los gobiernos estén sujetos a restricciones presupuestarias como las familias o las empresas.
- Es falso que los déficits presupuestarios sean malos y una carga para la economía, salvo en una serie de circunstancias excepcionales.
- Es falso que los déficits públicos hagan aumentar los tipos de interés, desmantelar el sector privado y aumentar la inflación.
- Es falso que los déficits públicos confiscan ahorros destinados a la inversión.

## Afirmaciones que sí son aplicables a un país emisor de moneda

Ahora veamos **proposiciones que siempre son ciertas** para un gobierno emisor de moneda:

- El gobierno nombra una unidad contable y emite moneda denominada en dicha unidad.
- El gobierno se asegura que haya demanda de su propia moneda al obligar a pagar las obligaciones fiscales en la misma.
- El gobierno gasta aumentando el saldo de las reservas bancarias y recauda impuestos reduciendo dicho saldo.
- Los bancos actúan como intermediarios el gobierno y el sector no público.
- Los déficits públicos conllevan aumentos netos de los saldos de las reservas del sistema bancario y de los depósitos en los bancos.
- El banco central fija el tipo de interés objetivo a un día. La tasa objetivo de los tipos de interés a un día es exógena.
- El multiplicador monetario solo es una tasa ex post de las reservas respecto a los depósitos.
- El Tesoro coopera con el banco central para garantizar que sus cheques no sean devueltos; proporcionando nuevas emisiones de bonos para drenar excesos de reservas o haciendo que el Banco Central compre deuda soberana cuando los bancos sufren escasez de reservas (no es un préstamo sino una herramienta para alcanzar la tasa objetivo del tipo de interés día a día.

Solo un comentario final: **estos principios no implican que el sector público deba gastar sin restricciones**, como algunos puedan creer, y **tampoco niegan que un gasto público excesivo sea inflacionario**. Además el tipo de

cambio puede verse afectado (se podría disparar la presión en pos de una depreciación de la moneda). Pero de ahí a falsedades generalizadas en economistas y medios hay un abismo. Seamos serios.

## (II)

Tras introducir los **conceptos básicos** de la **Teoría Monetaria Moderna (TMM)**, hay que **ponerlos en práctica**. El objetivo final, proponer una especie de programa de gobierno donde se detalle una estrategia de pleno empleo compatible con la TMM y donde la estabilidad de precios salga incluso reforzada. Un primer paso fue desmontar una serie de afirmaciones que no se cumplen para un país emisor de su propia moneda pero que de manera machacona escuchamos en los medios de comunicación. Detallemos ahora la **relación entre los déficits presupuestarios y los ahorros**, así como los **efectos de los déficits públicos sobre las reservas bancarias y los tipos de interés**.

Una de las ideas clave que presentamos a la hora de introducir los conceptos básicos de la TMM, es que el **gasto vía déficit del sector público genera los superávits (ahorros) del sector no público**. Ello va contra de la secuencia causal ortodoxa en la que se apoya la creencia popular, ya que es el déficit público el que financia el ahorro no público, es decir, el gasto vía déficit del sector público proporciona el ingreso que permite que el sector no público obtenga un superávit.

Desde un punto de vista financiero, la **existencia de déficits del sector público** durante un período de tiempo **significa** que hay **más cuentas bancarias cuyo saldo ha aumentado** que cuentas bancarias cuyo saldo ha

disminuido (recordemos que implicaba que el gobierno recaude impuestos o compre bienes y servicios sobre el saldo de las cuentas bancarias de los contribuyentes o beneficiarios). Inicialmente el sector no público de la economía recibe sus superávits bajo la forma de aumentos de saldos netos en cuentas bancarias.

En el caso de **superávit del sector público** este análisis se invierte: el **sector no público incurre en un déficit** de manera que el **saldo neto** de las **cuentas bancarias disminuye**, siendo la destrucción de activos financieros netos del sector no público equivalente al superávit presupuestario del sector público.

### **Efectos déficits presupuestarios sobre reservas y tipos de interés**

Los **déficits presupuestarios aumentan las reservas bancarias en el mismo importe**. ¿Por qué? Muy sencillo, el gasto del Tesoro conlleva un aumento del saldo simultáneo en la cuenta de ahorro del beneficiario y en la cuenta de reservas de su banco en el Banco Central. Veamos cómo. Para ello analizamos en primer lugar un sistema donde el Banco Central no paga intereses por las reservas, que es lo usual y, posteriormente, que sucedería si el Banco Central pagara intereses por las reservas (lo que han hecho distintos Bancos Centrales con la actual crisis sistémica).

En el **caso** en el que el **Banco Central no paga intereses por las reservas**, el **gasto vía déficit** que crea las reservas bancarias **producirá un exceso de reservas**: los bancos, y el sistema bancario en su conjunto, tendrán más reservas de las que desean. Los bancos con excesos de reservas ofertarán el préstamo de reservas a tipos de interés cada vez más bajos, lo cual empujará

a que la tasa de descuento real se sitúe por debajo de la tasa objetivo fijada por el Banco Central. Como la demanda de reservas es inelástica respecto al tipo de interés, bajar los tipos de interés no aumentará mucho la cantidad de reservas demandada. El Banco Central intervendrá retirando el exceso de reservas, vendiendo parte de su stock de bonos del Tesoro (operación de mercado abierto). Se sustituye el exceso de reservas por bonos, de manera que los pasivos del Banco Central disminuyen al igual que las reservas del banco comprador. A su vez la cantidad de títulos de deuda soberana en posesión del Banco Central disminuye y los activos del banco comprador aumentan.

Se trata de una **sustitución de activos** donde el **banco comercial poseerá ahora un derecho sobre el Tesoro (bonos)**, en vez de un derecho sobre el banco central (reservas). Asimismo el **Banco Central posee menos activos (bonos) pero debe menos pasivos (reservas)**. El banco comercial estará satisfecho porque recibirá finalmente los intereses de los bonos.

**¿Qué ocurre si el Banco Central paga intereses por las reservas?** Hay dos efectos. En primer lugar, una vez que los bancos han acumulado todas las reservas deseadas tratarán de sustituirlas por títulos de deuda del Tesoro (son más entables). Ya no empujarán el tipo de interés a un día por debajo del tipo oficial del Banco Central, ya que ningún banco le prestará a otro a una tasa menor de lo que puede recibir del Banco Central. Por el contrario, los bancos con reservas indeseadas acudirán inmediatamente al mercado de títulos de deuda soberana en busca de una mayor rentabilidad. El **impacto será el de empujar los tipos de interés de los títulos de deuda soberana hacia abajo**, que es lo que está sucediendo ahora.

Solo dos reflexiones finales de calado en todo este planteamiento. Por un lado, **¿qué pasaría si el Banco Central se negara a cooperar con el Tesoro?** El Banco Central no alcanzaría el objetivo para el tipo oficial, es decir, el tipo de interés a un día y pondría en peligro el sistema de pagos.

Por otro lado, **¿qué pasaría si las preferencias en lo que respecta al gasto y a la cartera de valores del sector privado no se corresponden con el resultado deseado para el presupuesto público?** Muy sencillo. Si la política fiscal del gobierno no es coherente con el grado de ahorro deseado por el sector no público, entonces los **gastos e ingresos se ajustan hasta que el resultado fiscal y el balance del sector no público sean coherentes el uno con el otro.**

### (III)

En diferentes blogs previos, donde detallábamos las bases de la Teoría Monetaria Moderna, hemos visto cómo los déficits públicos toman la forma de aumento de saldos netos de las reservas en el banco central y para las cuentas de ahorro de aquellos que reciben el gasto público neto. Ello conlleva un exceso de reservas que es retirado mediante la oferta de bonos del gobierno vendidos bien por el Banco Central o por el Tesoro. Como consecuencia, los déficits públicos suelen dar como resultado una adquisición neta positiva de títulos de deuda del Tesoro, es decir, el **gasto público vía déficit crea ahorros en el sector no público** en forma de moneda nacional.

Los déficits públicos, en definitiva, significan necesariamente que el sector público ha aumentado el saldo a través de sus gastos a más cuentas que a las que ha hecho disminuir su saldo a través de impuestos. Nos estamos refiriendo al ahorro neto en la moneda nacional. Por lo tanto, **los ahorros**

**públicos en moneda nacional no pueden darse con anterioridad al déficit presupuestario.** El gasto público es conceptualmente anterior y se realiza mediante el aumento de saldos de cuentas bancarias. Además, el déficit público resultante, así como los ahorros no públicos de activos financieros netos son en este sentido residuales e iguales.

El **ahorro** en definitiva **es un proceso de dos fases:** para un determinado ingreso, cuánto de él será ahorrado; y para un determinado ahorro subsiguiente, en qué forma será mantenido. Bajo esta idea, ¿cómo podemos estar seguros que el déficit presupuestario que genera acumulación de derechos sobre el sector público será coherente con la cartera de preferencias no públicas? La respuesta es que los tipos de interés se ajustan para asegurar que el sector no público esté satisfecho de mantener sus ahorros dentro del conjunto de activos existentes. Los precios de los activos y los tipos de interés se ajustan para asegurar que las preferencias de la cartera de valores no pública estén en consonancia con la cantidad de reservas y depósitos nacidos del gasto público, y si el banco central no quiere que los tipos de interés se alejen del objetivo marcado, intervienen en el mercado abierto.

**El ahorro neto del sector no público es una consecuencia del gasto vía déficit del sector público,** el cual da lugar a ingresos y ahorros. Estos ahorros no pueden ser anteriores a los déficits, ya que los saldos netos concedidos por el sector público son los que crean los ahorros. En realidad los ahorros no financian los déficits, sino que **los déficits crean una cantidad igual de ahorros.** El miedo de que el gobierno pueda imprimir dinero si el suministro financiero fuera insuficiente está injustificado. Todo gasto público genera aumentos de saldo en las cuentas bancarias privadas, lo cual se contabiliza como un incremento del suministro del dinero; y serán las

preferencias de la cartera de valores del sector no público quien determinará qué cantidad de reservas creadas será transformada en bonos, mientras que el incremento impositivo determinará qué cantidad de las reservas creadas y de los depósitos será destruida.

### **La deuda pública en manos de extranjeros**

Si analizamos por ejemplo la evolución del **déficit público** y la **deuda soberana** de España observamos que su financiación **requiere de un flujo continuo de ahorros globales**. ¿Qué ocurriría si los ahorros foráneos fueran insuficientes?, ¿se vería forzado el gobierno a imprimir dinero para financiar sus déficits?, ¿podría acabar en bancarrota? **Bajo soberanía monetaria, los déficits públicos crean una cantidad equivalente de ahorros no públicos**, de manera que **es imposible que el sector público se enfrente a un suministro insuficiente de ahorros**. Pero ahondemos un poco más en esta idea.

Cuando el sector público gasta vía déficit, parte de los derechos sobre el sector público acabarán en manos de personas extranjeras, ya que ellos también pueden acumular deuda denominada en moneda doméstica del gobierno. Además de la posesión de moneda, incluidos el dinero en metálico y las reservas, también pueden poseer bonos del gobierno. Todos estos suelen tomar la forma de entradas electrónicas en los libros del banco central correspondiente al gobierno emisor, al igual que los intereses pagados por los bonos. Las preferencias en la cartera de inversiones de estos extranjeros determinarán si acumularán bonos o reservas. El paso de reservas a bonos se realiza electrónicamente.

La pregunta es **¿qué ocurre si los extranjeros en posesión de deuda del gobierno deciden optar por deuda denominada en otra moneda?** Ello suele generar el **temor** entre los economistas de tener **efectos indeseados en los tipos de interés y en los tipos de cambio**. Veámoslo si tales temores están fundados.

Empecemos primero por analizar la **presión sobre los tipos de interés**. Los extranjeros o los residentes domésticos compran bonos del gobierno cuando son más atractivos que las reservas. Si cambian las preferencias y se niegan a reinvertir los bonos que vencen, los bancos tomados en su conjunto tendrán más reservas y menos bonos. Si los extranjeros venden bonos que no vencen, ello solo supone traspasar reservas desde el comprador hasta el vendedor. En ninguno de los dos casos se obliga a nada al banco emisor. No existe ninguna presión sobre él para ofrecer tipos de interés más altos. En definitiva, **los mercados no pueden forzar al gobierno**, ya que **este puede simplemente dejar de vender bonos y dejar que en su lugar los mercados acumulen reservas**.

**¿Qué ocurre con la presión sobre el tipo de cambio?** Sin duda alguna ésta es la cuestión más importante que tiene que ver con aquella situación en la que los extranjeros deciden que no quieren ni acumular reservas, ni bonos denominados en una moneda en concreto. Cuando los propietarios extranjeros deciden vender bonos del gobierno deben de encontrar compradores. Si quieren pasarse a otra moneda tienen que encontrar propietarios de saldos de reservas denominados en otra moneda que estén dispuestos a intercambiar estos saldos por los bonos puestos en venta. Para ello los compradores solo comprarán bonos a un tipo de cambio menor. Por esta razón la **venta de bonos del gobierno por extranjeros pueden afectar al tipo de cambio**.

**Pero mientras el gobierno esté dispuesto a dejar que su tipo de cambio fluctúe, no necesita entrar en acción para evitar una depreciación.**

La conclusión a la que llegamos es que un cambio de preferencias de las carteras de inversiones de los propietarios extranjeros sí que puede conllevar una depreciación de la moneda. Pero, mientras la moneda sea flotante, el gobierno no tiene por qué hacer nada.

*Fuente: Vozpopuli*