



Conociendo la Teoría Monetaria Moderna

Recibido: 23/01/2024
Aceptado: 25/01/2024
Publicado: 01/02/2024

Carlos Enrique Calderón-Monroy

Licenciado en Administración de Empresas (UFM), maestro en administración de negocios (Claremont Graduate University, EEUU), doctor en ciencias económicas (USAC). Catedrático universitario. Investigador económico.

Resumen

Durante los últimos años, la Teoría Monetaria Moderna (TMM) ha recibido mucha atención, tanto en el plano académico como en los medios de comunicación. Esta teoría propone que un gobierno que emite una moneda soberana, que adoptó un tipo de cambio flexible y no contrata deuda en moneda extranjera no presenta restricciones financieras en su presupuesto, porque el Estado siempre puede crear dinero. La limitación que en realidad enfrenta dicho esquema son los recursos que la sociedad pueda producir para evitar que la creación de dinero genere inflación. El objetivo de este artículo es presentar el argumento que los fundamentos que presenta la TMM representan un valioso marco analítico para entender cómo funciona una economía monetaria de producción. Sin embargo, esos fundamentos no representan política pública que se pueda ejecutar en naciones en vías de desarrollo. El artículo concluye que, a pesar de sus limitaciones, las ideas de la TMM deben incluirse en programas de estudio sobre economía y finanzas.

Palabras clave

Teoría Monetaria Moderna, política fiscal, dinero endógeno, déficit fiscal, creación y destrucción de dinero.

Abstract

During the past few years, Modern Monetary Theory (MMT) has received much attention, both in academia and in the media. This theory proposes that a government that issues a sovereign currency, adopts a flexible exchange rate and does not contract debt in foreign currency has no financial constraints in its budget, and the State can always create money. The real constraint facing such an scheme must deal with the resources that society can produce to prevent money creation from generating inflation. The objective of this article is to present the argument that the fundamentals presented by MMT represent a valuable analytical framework for understanding how a monetary production economy works. However, those fundamentals do not represent public policy that can be implemented in developing nations. The article concludes that, despite its limitations, MMT's ideas should be included in economics and finance curricula.

Keywords

Modern Monetary Theory, fiscal policy, endogenous money, fiscal deficit, money creation and destruction.

Introducción

Durante los últimos años, la Teoría Monetaria Moderna (TMM) ha recibido mucha atención, no solo en plano académico, sino también en el análisis de políticas económicas que realizan personas ajenas al estudio de la ciencia económica. Algunos economistas que proponen esta teoría, como Stephanie Kelton, Bill Mitchell y Randall Wray, han ganado mucha notoriedad por llevar estas ideas a foros y discusiones públicas. Incluso, el libro que Kelton publicó en 2020 titulado «El mito del déficit» (*The deficit myth*) se convirtió en un éxito en ventas, de acuerdo con el periódico *The New York Times*.

De acuerdo con Palley (2020), el argumento central detrás de la TMM es que «los gobiernos emisores de moneda soberana, con tipos de cambio flexibles y sin deuda denominada en moneda extranjera, no tienen restricciones

financieras. Esto se debe a que el gobierno tiene el poder de crear dinero para pagar sus facturas, incluidas sus deudas» (p. 473). Los economistas que apoyan la TMM argumentan que un gobierno que cumple con estos requisitos no enfrenta una restricción financiera en su presupuesto, porque nunca «se quedará sin dinero» ya que el Estado siempre puede crear más. En esta línea de pensamiento, la limitación que enfrenta la economía es la productividad de la sociedad y su capacidad de producir recursos reales (bienes y servicios) para evitar que la creación de dinero genere inflación.¹ El nivel de inflación determinará el momento en que el Estado ha creado demasiado dinero.

El objetivo principal de este artículo es presentar el argumento de que la TMM representa un valioso marco analítico para conocer cómo funciona en realidad una economía monetaria de producción. Por esta razón, representa un elemento que debería incluirse en todos los programas sobre economía y finanzas,

1. Vernengo y Pérez Caldentey (2019), sostienen que la propuesta principal de TMM también incluye el objetivo de convertir al Estado en «empleador de última instancia.» Por cuestiones de espacio, no se discute este aspecto importante de TMM en este artículo.

tanto de pregrado como de posgrado. Sin embargo, los argumentos en los que se basa la TMM no representan una política pública que puede ser aplicada por todas las naciones por igual. La teoría presenta varias limitaciones para naciones en vías de desarrollo, aún si sus gobiernos cumplen con los requisitos antes mencionados.

El artículo se divide en tres partes principales. La primera expone los aportes más importantes que ha realizado la TMM para comprender mejor cómo funciona una economía monetaria de producción. La segunda plantea las limitaciones de la TMM como política pública, especialmente para naciones en vías de desarrollo. Por último, la tercera presenta la conclusión.

Los aportes de la TMM como marco analítico

Los aportes que han realizado los economistas que apoyan la TMM al análisis económico son muy significativos. Incluso

podrían ser calificados como invaluable. El punto de inicio del esquema analítico que presenta este nuevo marco teórico es utilizar la contabilidad de partida doble para mostrar el proceso de creación y destrucción de dinero.² Conocer este proceso facilita enormemente la comprensión de cómo funciona una economía monetaria de producción, lo que ha llevado a descartar algunos argumentos incorrectos que, lamentablemente, aún se utilizan para analizar la economía y, peor aún, se continúan presentando a los estudiantes universitarios en programas de economía y finanzas. A continuación, se presentan algunos de los aportes más valiosos que ofrece el marco analítico de la TMM.

La importancia del dinero en el análisis económico

La gran mayoría de economistas neoclásicos, dentro de ellos algunos de renombre a nivel internacional, como por ejemplo Paul Krugman,³ Keneth Rogoff⁴

2. Palley (2020) apunta que esta propuesta no es en realidad un aporte de la TMM, pues economistas como James Tobin y Wynne Godley ya habían trabajado en este tipo de análisis.

3. Ver Krugman, P. (25 de febrero de 2019) Running on MMT. *The New York Times*.

y Gregory Mankiw (2020) han descartado desde un inicio las ideas básicas detrás de la TMM. Esto representa un grave error, pues el análisis que presentan estos economistas neoclásicos podría complementarse considerablemente de las conclusiones que se han generado por medio del marco analítico que presenta la TMM, especialmente en lo que se refiere a la importancia de incluir al dinero en el análisis económico, específicamente el dinero endógeno.

Este término se refiere al hecho de que la mayor parte del dinero que circula en la economía está conformado por depósitos, los cuales son creados principalmente por la banca comercial al entregar financiamiento. Este tema lo desconocen estos y otros economistas de la corriente dominante. A continuación, se presentan dos ejemplos puntuales.

El economista chileno Sebastián Edwards, quien es profesor de economía en UCLA y acérrimo crítico de las ideas detrás de la

TMM,⁵ ha sido contratado en más de una ocasión por el Banco de Guatemala para presentar su evaluación del trabajo que realiza esa institución. En su evaluación de la institución publicada en 2022, Edwards (2022) escribe

La limitación que vemos en estos momentos –y que se arrastra desde hace ya años– es que si bien el sector bancario exhibe (a través de una serie de indicadores, incluyendo sus operaciones en línea) una capacidad interesante, no cumple cabalmente el rol de intermediario ... Un mayor nivel de intermediación, con la debida regulación, sería un avance importante en Guatemala y generaría beneficios particularmente importantes para empresas medianas en el rubro de exportaciones. (p.61)

Como segundo ejemplo, en su crítica a la TMM, el economista estadounidense Gregory Mankiw (2020), refiriéndose al

4. Ver Rogoff, K. (4 de marzo de 2019). Modern Monetary Nonsense. *Project Syndicate*

5. Ver Edwards, S. (2019). "Modern Monetary Theory: Cautionary Tales from Latin America." Hoover Institution, Working Paper 19106.

interés que generan las reservas que mantienen los bancos comerciales de Estados Unidos en la Reserva Federal, escribe

...si no se pagan suficientes intereses por las reservas, la expansión de la base monetaria aumentará los préstamos bancarios y la oferta monetaria. Los tipos de interés deben entonces reducirse para inducir al público a mantener la oferta monetaria ampliada, ejerciendo de nuevo una presión al alza sobre la demanda agregada y la inflación. (p.3)

Estas dos citas representan una evidencia clara de las falencias que padece el análisis macroeconómico contemporáneo. En el caso de Edwards, profesor de uno de los programas universitarios más prestigiosos de economía en Estados Unidos y asesor del Banco de Guatemala, aún considera a los bancos comerciales intermediarios financieros. El análisis de creación de dinero a través de la contabilidad de partida doble que ofrece la TMM permite

concluir que los bancos comerciales no pueden prestar sus reservas. Al entregar financiamiento, los bancos crean dinero nuevo al crear de la nada un depósito a favor del agente económico que ha contratado un préstamo. Por lo tanto, los bancos no pueden ser considerados intermediarios financieros pues no deben esperar a recibir depósitos para entregar financiamiento.

Por otro lado, Mankiw, profesor de la Universidad de Harvard, considera que la banca comercial extiende préstamos multiplicando la base monetaria, es decir, de acuerdo con Mankiw, el multiplicador monetario juega un papel fundamental en la creación de dinero. El marco analítico que ofrece la TMM lleva a la conclusión que la base monetaria es una consecuencia del nivel de crédito bancario, pues los bancos crean los depósitos al entregar financiamiento y buscan las reservas después. Como escribiera Alan R. Holmes, quien trabajó por más de 33 años en la Reserva Federal (quince de esos años como el encargado de la creación de dinero en Estados Unidos)⁶

6. Bennet, R. (14 de septiembre de 1982). Obituary: Alan Holmes, Federal Reserve Money Expert. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/1982/09/14/obituaries/alan-holmes-federal-reserve-money-expert.html>

La idea de una inyección regular de reservas –al menos en algunos planteamientos– también adolece de la ingenua suposición de que el sistema bancario solamente se expande después de que el sistema (o factores del mercado) han puesto reservas en el sistema bancario. En el mundo real, los bancos conceden créditos, creando depósitos en el proceso, y buscan las reservas después. (Holmes, 1969, p. 73)

Los impuestos como instrumento de política fiscal

También es importante mencionar que el esquema analítico que propone la TMM permite visualizar a los impuestos por lo que realmente son: una herramienta de política fiscal. El análisis del proceso de creación y destrucción de dinero en el ámbito público por medio de la contabilidad de partida doble lleva a concluir que, a pesar de que los impuestos financian los programas del gobierno, para una nación que emite y administra su propia moneda, el dinero que el Estado recolecta como

impuestos no es el que efectivamente se utiliza para implementar gasto público. Calderón-Monroy (2023) argumenta que el cobro de impuestos representa destrucción de dinero, pues representa la destrucción de depósitos (el pago que los contribuyentes al fisco realizan a la Tesorería Nacional) y la destrucción de reservas en el banco central a favor de la banca comercial.

El dinero que cobra un gobierno que emite y administra su propia moneda en concepto de impuestos no se recicla. Es decir, la ejecución de gasto público representa creación de dinero. De este argumento se confirma la conclusión a la que llegaron personajes como Beardsley Ruml⁷ y Abba Lerner⁸ desde los años cuarenta del siglo 20, los impuestos no deben considerarse por su capacidad de generar ingresos para el Estado. En realidad, deben considerarse (y diseñarse) por sus consecuencias económicas y sociales, como, por ejemplo, la estabilización de la economía y la reducción de la desigualdad en el ingreso.

7. Ver Ruml, B. (1946). Taxes for revenue are obsolete.

8. Ver Lerner, A. (1947). Money as a creature of the State.

El financiamiento del déficit y las políticas de austeridad

En el marco analítico que ofrece la TMM pueden concluirse aspectos importantes sobre la política fiscal, específicamente sobre el déficit fiscal y las políticas de austeridad. La contabilidad de partida doble indica que la presencia de un déficit fiscal representa creación de dinero por parte del Estado, por lo que los gobiernos no toman prestado del sector privado para financiar el déficit, el Estado crea los fondos para financiarlo. De igual forma, el esquema analítico que presenta la TMM lleva a la conclusión de que si un gobierno crea una emisión de bonos del tesoro denominados en la moneda que emite para financiar el déficit fiscal, el déficit del Estado representa el superávit del sector no estatal. Esto significa que en ninguna circunstancia es recomendable implementar políticas de austeridad ya que reducir el nivel de gasto público para lograr un superávit en el presupuesto del Estado equivale a retirar dinero de la economía, lo cual puede crear una desaceleración económica o agravar una ya existente.

2. Las limitaciones de TMM como política pública

Sin embargo, lo que se propone con la TMM debe ser utilizado exclusivamente como un esquema analítico para comprender la enorme incidencia que tienen el dinero con el financiamiento de la inversión) y la política fiscal en generar crecimiento económico y alcanzar un nivel de pleno empleo. Las ideas en las que se basa la TMM no representan políticas económicas que puedan ejecutarse en países en vías de desarrollo. A continuación, se presentan algunos ejemplos importantes.

El comportamiento de las tasas de interés en el largo plazo

Si todos los argumentos que propone la TMM se aplican como política económica es bastante probable que las tasas de interés en el largo plazo tiendan a subir. Como escribe Palley (2020), «es probable que el Estado enfrente un importante contragolpe en los mercados

financieros si estos creen que [el Estado] está realizando una emisión de dinero excesiva. Los tipos de interés a largo plazo tenderán a subir si los mercados financieros anticipan una mayor inflación en el futuro» (p. 480). Esto es un tema muy importante, especialmente para países como Guatemala, cuyo banco central tiene el impedimento de financiar las operaciones del Estado. Al no poder actuar como comprador de última instancia de los títulos del gobierno, no se tiene un control sobre las tasas de interés en el largo plazo.

La sostenibilidad de la deuda pública.

Este punto se refiere al costo de servicio de la deuda que enfrentan economías en vías de desarrollo en relación con el crecimiento de su economía. De acuerdo con Epstein (2019), «una relación comúnmente entendida indica que la sostenibilidad de la deuda, definida como una relación limitada entre la deuda pública y el PIB, depende en gran medida de la tasa de crecimiento del PIB en relación con los intereses de

la deuda» (p. 8). Es decir, si la tasa de interés que se paga sobre la deuda es mayor a la tasa de crecimiento del PIB nominal, la deuda se vuelve insostenible a través del tiempo. Esta limitación también tiene relevancia para Guatemala, pues, como indica Calderón-Monroy (2023), la exención de impuestos a los rendimientos que generan los instrumentos de deuda pública del gobierno de Guatemala erosiona la sostenibilidad de la deuda pública del país.

La TMM no es relevante para países en vías en desarrollo

De acuerdo con los economistas que apoyan la TMM, las políticas que proponen pueden ejecutarse para toda nación que cuente con una moneda soberana. Para aquellas naciones que emiten una moneda con poca demanda en mercados internacionales, las personas que diseñan la política pública pueden generar más espacio para implementar política monetaria y política fiscal adoptando un régimen de flote libre para la moneda. Sin embargo, Epstein (2019) señala que «el trabajo empírico que se ha

implementado sobre este tema indica que varias economías deben detenerse en la creación de dinero mucho antes de llegar al nivel de pleno empleo» (p.12) Esto se debe principalmente a la especulación financiera y paradas repentinas (sudden stops) de capital que proviene de mercados internacionales y esto aplica tanto para tipos de cambio fijo como flexible. Epstein concluye que las ideas de la TMM «podrían aplicarse únicamente a países que emiten monedas importantes a nivel internacional» (p.12). Esta crítica se basa en un concepto desarrollado por varios economistas post keynesianos: la jerarquía de las monedas.

La jerarquía de las monedas

Desde la caída de las barreras de movimientos de capitales que se suscitó después de la desaparición del sistema monetario Bretton Woods en 1971, la especulación financiera, especialmente con las inversiones de cartera (los flujos

de capital de corto plazo), aumentó considerablemente. Esta tendencia generó un punto de quiebre en 1980, tras aplicarse la política monetaria altamente restrictiva de Paul Volcker en la Reserva Federal. Este shock fue el principal artífice de las devaluaciones que sufrieron las monedas de países emergentes y las crisis de deuda que se presentaron en esa época. Estas dos variables originaron procesos inflacionarios enormes, especialmente en Latinoamérica, durante toda la década de los años ochenta e inicios de la década de los años noventa. Poco a poco, los países de economías emergentes abandonaron el régimen de tipo de cambio fijo (el legado de Bretton Woods) y adoptaron principalmente un tipo de cambio administrado⁹ (también conocido como flote sucio) dada la alta volatilidad en el tipo de cambio que presentan sus monedas.

Uno de los argumentos que presentan los economistas que apoyan la TMM es que los países que emiten su propia moneda tienen pocas restricciones financieras

9. Este régimen cambiario permite al banco central emisor de una moneda soberana a intervenir regularmente en el mercado internacional de divisas para cambiar la dirección del flote de la moneda y mejorar su posición en la balanza de pagos durante períodos de incertidumbre o mucha volatilidad.

para lograr crecimiento económico y un nivel de pleno empleo si adoptan un régimen de flote libre para su moneda. Sin embargo, para los países en vías de desarrollo se presenta una restricción muy importante: la demanda por estas monedas en mercados internacionales difiere considerablemente de la demanda que existe por monedas consideradas «más duras.» Lavoie argumenta (2022), «el meollo del asunto, al parecer, es que las restricciones externas a las que se enfrentan las economías en desarrollo no son las mismas que las de las economías avanzadas, en las que se basan la mayoría de los argumentos esgrimidos por los estudiosos de la TMM» (p. 540).

Prates (2020) presenta el argumento de la jerarquía de las monedas de la siguiente forma

Las monedas se sitúan jerárquicamente según su grado de liquidez, que se relaciona con su capacidad para desempeñar las tres funciones del dinero a escala internacional. La moneda clave (actualmente, el fiduciario y flexible dólar estadounidense) tiene la prima de liquidez más alta, ya que

desempeña las tres funciones del dinero a escala internacional (medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor) ... En el extremo opuesto, encontramos las monedas periféricas emitidas por las economías de mercados emergentes, cuya prima de liquidez es la más baja, ya que no desempeñan las tres funciones [del dinero] a escala internacional. (pp. 503-4)

De acuerdo con el concepto de jerarquía de las monedas que presenta Prates, la posición de una moneda en esa escala jerárquica dependerá de su demanda en los mercados financieros internacionales para desempeñar las tres funciones del dinero: medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor a nivel internacional. La baja demanda en mercados financieros internacionales por las monedas de países en vías de desarrollo establece varias limitaciones. Vernengo y Pérez Caldentey (2019) explican que estas naciones necesitan tomar deuda denominada en moneda extranjera para adquirir materia prima y bienes de capital para desarrollar sus economías (p. 25). Esto significa que requerirán de moneda extranjera para darle servicio a esa deuda. Y, como explica

Lavoie (2022), estos fondos denominados en moneda extranjera

...no son necesariamente prestados por el Estado; pueden ser prestados por bancos, empresas no financieras o incluso hogares. Cualquiera que sea el caso, si por alguna razón la moneda nacional se deprecia, habrá consecuencias negativas, ya que la carga de la deuda valorada en moneda local aumentará. (p. 541)

Para varios economistas, el concepto de la jerarquía de las monedas representa una limitación importante en cuanto a la relevancia de las ideas que propone la TMM y su aplicación a países en vías de desarrollo. Uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria es el tipo de cambio y la necesidad de los países en vías de desarrollo de contratar deuda denominada en moneda extranjera puede resultar no solo en problemas en la balanza de pagos sino también en problemas inflacionarios si la moneda local se deprecia considerablemente. Por esta razón, varios economistas heterodoxos argumentan que la puesta en práctica de las ideas de la TMM en países en vías de

desarrollo no es equivalente a la ejecución cuidadosa de política fiscal.

3. Conclusión

El aporte que han realizado los economistas que proponen la TMM es muy valioso, pues representa un marco analítico que ha permitido identificar argumentos equivocados utilizados en el análisis macroeconómico tradicional. Ha sido con la TMM que se han confirmado argumentos muy importantes que han mejorado nuestro entendimiento sobre cómo funciona realmente una economía monetaria de producción. Por ejemplo, la importancia del dinero en el análisis macroeconómico y el papel fundamental que puede jugar la política fiscal para generar crecimiento económico sostenido y un nivel de pleno empleo.

Sin embargo, la TMM no representa política pública que se pueda ejecutar puesto que presenta limitaciones importantes para economías en vías de desarrollo. Los economistas que proponen

la TMM aseguran que un Estado soberano cuyo banco central emite la moneda que se acepta como medio de pago, que solamente emite bonos denominados en su propia moneda y ha adoptado un tipo de cambio flexible «siempre podrá hacer frente a sus obligaciones denominadas en su propia moneda y puede fijar el precio o el tipo de interés de cualquier obligación que emita» (Wray y Nersisyan, 2020, p. 263). Pero, esta condición no se cumple para economías en desarrollo cuyos bancos centrales enfrentan limitaciones en cuanto al financiamiento del Estado y que, por sus características

macroeconómicas, debe contratar deuda denominada en moneda extranjera para financiar su déficit.

Aunque no representa una receta de política pública, la TMM representa un marco analítico valiosísimo, cuyos principales fundamentos deben enseñarse en todas las aulas de programas de estudio sobre economía y finanzas para formar una nueva generación de funcionarios públicos que tengan un mejor entendimiento sobre cómo funciona en realidad una economía monetaria de producción.

Referencias

- Calderón-Monroy, C.E. (2023). El indispensable escenario para la contratación de deuda pública interna. *Revista Análisis de la Realidad Nacional*, IPNUSAC, 12(254), 46-67. https://ipn.usac.edu.gt/wp-content/uploads/2023/10/El_indispensable_escenario_para_la_contratacion_de_deuda_publica_interna.pdf
- Edwards, S. (2022). Evaluación del diseño e implementación de la política monetaria y cambiaria del Banco de Guatemala: 2012-2022. <https://banguat.gob.gt/sites/default/files/banguat/Publica/Prensa/EvaDisImplePolMon12-22.pdf>
- Epstein, G. (2019). The institutional, empirical and policy limits of 'Modern Money Theory'. Working Paper Series, No. 481. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.

Holmes, A. (1969). Operational constraints on the stabilization of money supply growth. Federal Reserve Bank of Boston.

Lavoie, M. (2022). *Post Keynesian Economics. New Foundations*. Second Edition. Edward Elgar Publishing, Northampton, MA, USA.

Mankiw, G. (2020). A skeptic's guide to Modern Monetary Theory. Harvard University. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26650/w26650.pdf

Palley, T. (2020). What's wrong with Modern Money Theory: macro and political economic restraints on deficit-financed fiscal policy. *Review of Keynesian Economics*, 8(4), 472-493

Prates, D. (2020). Beyond Modern Money Theory: a post-Keynesian approach to the currency hierarchy, monetary sovereignty and policy space. *Review of Keynesian Economics*, 8(4), 494-511.

Vernengo, M. y Pérez-Caldentey, E. (2019). Modern Money Theory (MMT) in the tropics: functional finance in developing countries. Working Paper Series, No. 495. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst.

Wray, R. y Nersisyan, (2020). Does the national debt matter? *Japanese Political Economy*, 46(4), 261-286.