

La Teoría Monetaria Moderna: ¿Un Trágico “Déjà Vu”?

Jorge Madrigal Badilla *
jmadrigal@secmca.org

Se ha denominado Teoría Monetaria Moderna (MMT, por sus siglas en inglés) a una corriente de pensamiento que afirma que los estados que emiten su propia moneda no enfrentan una restricción presupuestaria, en el sentido en que tradicionalmente se trata en el análisis macroeconómico contemporáneo. Es decir, el potencial de gasto no estaría determinado por la capacidad del fisco de recolectar impuestos o de financiarse mediante endeudamiento. Esto por cuanto el estado, por intermedio de los bancos centrales, tiene el poder de crear dinero para pagar sus cuentas, incluido el servicio de la deuda.

Esta Nota Económica no pretende realizar una exposición exhaustiva de los postulados de la MMT. Su objetivo es, fundamentalmente, llamar la atención del lector con respecto de una doctrina económica heterodoxa, que ha ido ganando una popularidad y apoyo crecientes, especialmente entre los sectores políticos más “progresistas” dentro del Partido Demócrata en los Estados Unidos (EE.UU.) Más específicamente, quienes apoyan la MMT abogan por destinar más dinero público a una mayor cobertura de los seguros médicos (Medicare for All), reducir la dependencia de los EE.UU. de los combustibles fósiles (Green New Deal), ampliar los beneficios de los fondos de retiro o garantizar la gratuidad de las matrículas universitarias, entre otras aspiraciones.

Los orígenes de la MMT

Podría decirse que MMT tiene sus raíces en las brechas que se han generado a través del tiempo entre las diferentes corrientes de pensamiento en la doctrina económica. En las décadas posteriores a la Gran Depresión, existió un gran debate entre algunos economistas sobre cómo continuar desarrollando la teoría económica sobre las ideas de John Maynard Keynes. Con el tiempo, una corriente del keynesianismo más orientada hacia la matemática y principalmente originaria de los EE.UU. se convirtió en la dominante, mientras que otras variantes (una mezcla ecléctica de ideas más heterodoxas) fueron agrupadas en la categoría

*Economista Jefe de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA). Magister en Macroeconomía Aplicada por la Pontificia Universidad Católica de Chile. Las opiniones expresadas por el autor no necesariamente reflejan los puntos de vista de la SECMCA ni del CMCA.

de “post-keynesianismo”. En la década de 1990, un grupo de pensadores afines se basó en estas ideas post-keynesianas para dar fundamento a la perspectiva plasmada en la MMT, la cual no es del todo clara, pues no puede asociarse formalmente con un “modelo” propio.

Aunque se pueden citar referencias a la literatura de la MMT desde hace más de veinte años, el que podría considerarse el primer libro de texto académico basado en la teoría fue publicado recién en febrero del presente año. El volumen de casi 600 páginas titulado *Macroeconomics*, es de [William Mitchell](#), economista de la Universidad de Newcastle en Australia; [Martin Watts](#), profesor emérito de la misma universidad y [Randall Wray](#) de Bard College en Annandale-on-Hudson, Nueva York.

En qué consiste la MMT?

Jones y Llewellyn (2019) resumen los postulados esenciales de la MMT de la siguiente manera:

- Un estado que emite su propia moneda (por intermedio de su banco central), generalmente no caerá en “default” en la deuda denominada en dicha moneda.
- Un déficit del sector público es necesariamente la contrapartida de un superávit del sector privado.
- Durante una contracción económica, la política fiscal es más poderosa que la política monetaria para reestablecer el dinamismo.
- Un gobierno puede adquirir bienes y servicios sin la necesidad de recaudar impuestos o emitir deuda.
- Por intermedio de la creación de dinero, el costo de la deuda puede limitarse. De hecho, un déficit sustancial y persistente puede financiarse a un costo muy bajo o, incluso, cercano a cero.
- El gasto del gobierno y la creación de dinero deben limitarse hasta que se empiece a sobrepasar la tasa “natural” de desempleo y se estimule la inflación.
- En caso de que se presenten presiones inflacionarias, estas pueden controlarse incrementando los impuestos y emitiendo bonos para retirar la liquidez en exceso del sistema financiero.

De acuerdo con algunos autores, en el núcleo de la MMT pueden identificarse dos elementos centrales. El primero es una descripción de cómo funciona realmente el sistema monetario, sobre todo centrándose en las interacciones entre el banco central, la hacienda pública y el sistema financiero. El segundo es un conjunto de propuestas de política que surgen de esta concepción. Sus proponentes argumentan que la MMT, al proporcionar una imagen más completa de cómo se crea el dinero en las economías capitalistas modernas que se basa en el análisis histórico e institucional, amplía la teoría del dinero endógeno,

integrándola con el enfoque del “dinero del estado”, y proporciona una alternativa coherente a la teoría macroeconómica convencional. Al mismo tiempo, señalan que no sólo es consistente con la visión keynesiana del dinero, sino que también es consistente con su teoría de la demanda efectiva.

En el ámbito institucional destaca el papel central de la hacienda pública en la política monetaria, la forma en que el banco central implementa la política monetaria, las implicaciones de balance de las operaciones fiscales y del banco central y la importancia de las identidades de la contabilidad nacional. Además, destaca la irrelevancia económica de imponer limitaciones financieras al gobierno, pero reconoce la importancia política de las mismas. Las conclusiones teóricas de la MMT se refieren a la utilidad de combinar la hacienda pública y el banco central en un sector gubernamental, las causalidades entre los saldos financieros macroeconómicos deseados y reales, el papel funcional de los impuestos y los bonos, y las correspondientes restricciones al gobierno.

Todos estos elementos institucionales y teóricos se resumen diciendo que los estados monetariamente soberanos son siempre solventes, y pueden ejercer su capacidad de gasto (compra de bienes y servicios, financiamiento de proyectos, etc.) en su unidad de cuenta doméstica casi ilimitadamente, aunque pueden enfrentar restricciones de carácter no financiero. La MMT también ha proporcionado recomendaciones de política con respecto a la estabilidad financiera, la estabilidad de precios y el pleno empleo. Argumenta que estos son objetivos importantes que deben cumplirse independientemente unos de otros poniendo en práctica políticas estructurales que funcionen independientemente del clima político prevaleciente y que gestionen lo más directamente posible el objetivo que se debe alcanzar. La MMT rechaza el “trade-off” tradicional entre la inflación y el desempleo (curva de Phillips de corto plazo), y no se centra en el crecimiento económico y las políticas de “ajuste fino” (fine-tuning) para alcanzar el pleno empleo, el cual incluso puede lograrse mediante programas de empleo gubernamentales.

En esa línea, la MMT visualiza el pleno empleo (inducido) como una herramienta que puede utilizarse para promover la estabilidad macroeconómica. Plantean que un programa de “empleador de última instancia” (employer of last resort, ELR) o de “garantía laboral” (job guarantee, JG) que reconozca un salario básico uniforme podría actuar como un poderoso estabilizador automático, pues el empleo dentro del programa se incrementaría durante una recesión y se reduciría durante una expansión económica, contrarrestando las fluctuaciones del empleo en el sector privado. Consecuentemente, el presupuesto del gobierno se hará más contracíclico porque su gasto en el programa ELR también crecería en una recesión y disminuiría en una expansión. Además, el salario básico uniforme reducirá tanto la presión inflacionaria en un auge como la presión deflacionaria en la parte baja del ciclo.

Crítica a la MMT

Claramente, un planteamiento como el de la MMT no iba a estar exento de críticas por parte de la corriente dominante en el pensamiento económico contemporáneo (mainstream). Una de las principales tiene que ver con el hecho de que la MMT no puede verse como una teoría de aplicación general, pues da la impresión de estar diseñada para el caso particular de la economía de los EE.UU., la cual disfruta de la ventaja de que su moneda (el dólar) se ha convertido en el patrón principal de pago en los flujos financieros internacionales y su demanda, por lo tanto, es global.

Palley (2019) ofrece una práctica esquematización de la crítica general a la MMT la cual, adicionalmente al excesivo enfoque en la economía de los EE.UU., resume principalmente en los siguientes aspectos:

Es economía keynesiana sobre simplificada y reciclada. La capacidad de los gobiernos para elevar los niveles de demanda agregada hasta los niveles de pleno empleo es ampliamente reconocida. Sin embargo, en la MMT no existen consecuencias negativas de incrementar los niveles de endeudamiento público o emisión de dinero para financiar esa expansión, no se especifican conflictos con otros objetivos de política ni problemas de implementación las políticas de incremento del gasto.

Existen límites de economía política sobre la política fiscal. La forma en que la MMT resuelve las potenciales presiones inflacionarias de una política de expansión del gasto público, es mediante el establecimiento de impuestos que permitan financiar el déficit generado por dicha expansión. Es decir, se asume que los impuestos se pueden incrementar abruptamente y con precisión al nivel de producción de pleno empleo para contener los excesos de demanda, lo cual podría resultar políticamente inviable.

Adicionalmente, se asume que el gobierno y el banco central son una unidad indivisible cuando, en la mayoría de los países, las autoridades fiscales y monetarias están legalmente separadas.

Para terminar, la MMT no considera los efectos de estas políticas sobre las expectativas y su impacto sobre el comportamiento de los agentes económicos y los mercados financieros.

La política de tasas de interés. En la teoría económica convencional, la tasa de interés es un instrumento fundamental de la política monetaria para promover la estabilidad, entendida como el logro de niveles de inflación bajos y estables y fluctuaciones moderadas del ciclo económico. No obstante, la MMT plantea que el nivel óptimo de la tasa de interés nominal debe ser cero lo cual, aparte de dificultar el logro de los objetivos antes mencionados, podría incrementar los niveles de inestabilidad financiera y exacerbar los problemas

asociados, ya de por sí, con la excesiva expansión de los medios de pago.

La “ilusión” de un gobierno sin restricción financiera. Aunque es técnicamente posible financiar el gasto público con emisión de dinero, existe suficiente evidencia sobre las consecuencias negativas en el corto y el largo plazo de una política fiscal de esa naturaleza.¹ El esquema teórico estático de la MMT no considera los efectos de tal política sobre el comportamiento de largo plazo de la inflación, las tasas de interés, el tipo de cambio y la balanza de pagos. La capacidad de los gobiernos para utilizar la política fiscal apoyada en emisión estará limitada por los costos que impondrían para su implementación las reacciones tanto de los mercados como de las expectativas de los agentes económicos.

Poca preponderancia del papel y la necesidad de los impuestos. El limitado énfasis que la MMT pone en el financiamiento tributario del gasto se ve facilitado por su análisis económico estático. En algún período de la historia de un país, particularmente cuando el desempleo es alto, puede parecer que los impuestos son innecesarios en la medida que existan fuentes de financiamiento disponibles (endeudamiento interno y externo) y el gobierno pueda crear dinero para atender sus obligaciones. Sin embargo, los impuestos se volverán inevitables a medida que la economía avanza a lo largo de la curva de Phillips y aumenta la inflación conforme se va ensanchando la brecha del producto o se manifiestan otras limitaciones para el financiamiento del déficit (incremento del costo del endeudamiento, por ejemplo).

Tratamiento del fenómeno inflacionario y la posibilidad de “default”. Los proponentes de la MMT tienden a restarle importancia a las críticas sobre la naturaleza inflacionaria de sus recomendaciones de política, probablemente respaldados por el relativamente largo período en el que han subsistido la baja inflación y la fuerte expansión de los medios de pago en los EE.UU. Para sus detractores, la razón por la que no se ha observado una inflación alta en ese país es justamente porque la mezcla de política monetaria y política fiscal no lo ha permitido, sobre todo más recientemente cuando la tasa de desempleo se ha reducido en forma significativa. Por su parte, el argumento esgrimido sobre la imposibilidad de que un estado que emite su propia moneda pueda caer en “default”, puede ser válido en términos “nominales” pero, a la larga, el valor real de la deuda se puede “licuar” por el efecto de la inflación lo que, tácitamente, es una forma de incumplimiento.

¹ Desde el artículo clásico de Cagan (1956) se deriva teóricamente la necesidad de prevenir la monetización de los déficits y de anclar las expectativas de los agentes económicos con el fin de evitar un brote inflacionario.

América Latina: ¿experiencia con la MMT?

Para las economías latinoamericanas, la narrativa de la MMT resulta una especie de trágico “dèjà vu”. En particular, Edwards (2019) plantea que alguna versión de la teoría se probó en varios países de la región, principalmente en el Cono Sur. En diferentes momentos de la historia algunos gobiernos de corte populista se basaron en argumentos similares a los de la MMT para justificar aumentos del gasto público financiados con emisión monetaria. Las experiencias, ampliamente conocidas (¡y angustiosamente vividas!), terminaron en episodios de aguda inestabilidad económica.

No obstante, los políticos populistas de turno tienden a olvidar la historia fácilmente, sobre todo cuando la evidencia no contribuye a apoyar financieramente sus proyectos. A la larga, citando a *The Economist* (2019), “La MMT no es obviamente un paso adelante. Pero si gana apoyo político e influye en la política solo para fracasar, eso no es vudú. Es macroeconomía, como siempre”.

Referencias

- Cagan, Phillip (1956). “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”. En: *Friedman, M., Ed., Studies in the Quantity Theory of Money, The University of Chicago Press*.
- Economist, The* (2019). “Is Modern monetary Theory Nutty or Essential?” En: *The Economist* 14 de marzo 2019.
- Edwards, Sebastián (2019). “Desastres Monetarios Modernos”. En: *Project Syndicate*.
- Fiebiger, Brett (2012). “Modern Money Theory and the “Real World” Accounting of 1-1 < 0: The U.S. Treasury Does Not Spend as per a Bank”. En: *Political Economy Research Institute Working Papers No. 279*.
- Fulwiller Scott, Kelton, Stephanie y Randall Wray (2012). “Modern Money Theory: A Response to Critics”. En: *Political Economy Research Institute Working Papers No. 279*.
- Jones, Russell y John Llewellyn (2019). “MMT: New Wine in Old Bottles or “Voodoo Economics?” En: *Llewellyn Consulting Macro Series*.
- Nersisyan, Yeva y L. Randall Wray (2016). “Modern Money Theory and the facts of experience”. En: *Cambridge Journal of Economics*.
- Palley, Thomas (2019). “What’s Wrong With Modern Money Theory (Mmt): a Critical Primer”. En: *IMF Working Papers*.
- Timoige, Eric y Randall Wray (2013). “Modern Money Theory 101: Reply to Critics”. En: *Levy Economics Institute Working Paper No.778*.
- Wray, L. Randall (2016). *Modern money theory: A primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*.