

STUART MEDINA MILTIMORE

# LA MONEDA DEL PUEBLO



PRÓLOGO DE  
MANOLO MONEREO

EL VIEJO TOPO

STUART MEDINA MILTIMORE

# LA MONEDA DEL PUEBLO

Prólogo de  
Manolo Monereo

EL VIEJO TOPO

© Stuart Medina Miltimore, 2017  
Edición propiedad de Ediciones de Intervención Cultural / El Viejo Topo  
Juan de la Cierva 6, 08339 Vilassar de Dalt (Barcelona)  
Diseño: M. R. Cabot  
ISBN: 97884-16995-50-9  
Depósito Legal: B 28402-2017  
Impreso en España

*A todas las víctimas de las políticas de austeridad insensatamente promovidas por los economistas convencionales y las instituciones multilaterales y tan cruelmente aplicadas por los políticos respetables.*

## ÍNDICE

Prólogo	11
1. La Teoría Monetaria Moderna: una respuesta al neoliberalismo	17
2. ¿Qué es el dinero?	24
3. El trayecto vertical del dinero	33
4. El ahorro neto del sector privado	35
5. La función de los bancos como intermediarios del crédito	39
6. El circuito horizontal del dinero	42
7. Los bancos centrales	44
8. La gestión de las cuentas de reservas	49
9. La endogeneidad del dinero bancario	58
10. La independencia de los bancos centrales	64
11. La utilidad de la política monetaria	67
12. Una mala teoría de la inflación	78
13. Las causas de la inflación	81
14. ¿Cómo puede un gobierno estabilizar los precios?	85
15. ¿Para qué sirven los impuestos?	89

16. La identidad de los balances sectoriales	95
17. ¿Estamos dejando una pesada carga a las generaciones futuras si nos endeudamos?	100
18. La hacienda funcional	105
19. Para qué sirve el comercio exterior	108
20. La moneda en el comercio exterior	111
21. Los movimientos del tipo de cambio	117
22. Porfiar en gestionar el tipo de cambio socava la potencia del sistema monetario	124
23. La Teoría Monetaria Moderna en los países en desarrollo	130
24. El euro	134
25. El filtro monetario y la estratificación capitalista	140
26. ¿De dónde salen los beneficios?	144
27. La lacra del desempleo	159
28. La solución al desempleo: el trabajo garantizado	163
29. La gestión del programa de trabajo garantizado	168
30. La Teoría Monetaria Moderna y los retos contemporáneos	170
Referencias	175
Abreviaturas usadas en esta obra	179

## Prólogo

### Manolo Monereo

Se trata de una aventura, de una aventura intelectual. Para emprender el camino hace falta intrepidez, ojos abiertos y capacidad para ver lo nuevo. Este libro es una introducción a la Teoría Monetaria Moderna. El camino no será fácil, pero resultará apasionante. Todo lo que hemos aprendido, lo que ha sido socialmente construido y convertido en sentido común, será puesto en cuestión. Insisto, socialmente construido y que actúa como un pre-juicio y un marco desde donde actuamos, pensamos y votamos.

¿Qué hay en este libro? En primer lugar, una *crítica de la economía política* dominante que expresa las ideas de la oligarquía financiera y empresarial que hoy nos dirige y manda. En segundo lugar, un discurso económico alternativo con vocación científica y dirigido a la práctica. Y en tercer lugar, un conjunto de herramientas de política económica que pretenden argumentar la posibilidad de superar el paradigma neoliberal para construir una sociedad de hombres y mujeres libres e iguales comprometidos con la justicia. Dicho de otro modo, se pueden y se deben superar las políticas dominantes, no hay obstáculos teóricos o técnicos significativos; solo hace falta voluntad y decisión política.

No hace demasiado tiempo, un conocido sociólogo británico (Colin Crouch) se preguntaba cuánto capitalismo podían soportar las sociedades y el “por qué” de la enorme fuerza del neoliberalismo como política y como teoría. No es una mala pregunta. Tiene que ver, de un lado, con la economía como ciencia social; mejor dicho, con la conversión de esta

en algo distinto y superior a las demás ciencias sociales, fundamentada en formalizaciones cada vez más sofisticadas, en el empleo de modelos matemáticos extremadamente complejos, dotados de una presunción de verdad que la equipararían con las “ciencias duras”. Por otro lado, este discurso se ha hecho absolutamente dominante en las universidades, en los medios de comunicación y en el debate político. Aquí hay que pararse un momento. No por casualidad el avance del discurso neoliberal está íntimamente unido al hecho de que la economía se convierte en el eje del discurso público, colonizando la política, las ciencias sociales y la ética.

El neoliberalismo es mucho más que una teoría. Es una estrategia política que ha mostrado su eficacia para construir sociedades, personas y Estados a la imagen y semejanza de sus supuestos ideológicos y teóricos básicos. Cuando un Estado pierde su capacidad de emitir moneda, desmonta el sector empresarial público, privatiza los servicios, rebaja los impuestos y crea condiciones que impiden gravar fiscalmente al capital, nos está diciendo que la vocación del neoliberalismo es hacerse irreversible. Repito, hacerse irreversible por el ejercicio del gobierno, sea éste municipal, autonómico, estatal o europeo. Para profundizar un poco más: cuando mañana llegue una fuerza democrática al poder, pongamos que en España, constatará inmediatamente que el poder del Estado ha venido a menos y que tiene que superar un conjunto de obstáculos extremadamente potentes que le impiden, en muchos sentidos, el ejercicio de la soberanía popular. Todo esto es el producto de unas políticas perfectamente diseñadas, que tienen su centro en la Unión Europea, que pretenden “encadenar” a la soberanía popular y limitar el Estado social y, más allá, reducir la democracia sustancial que se fue construyendo en Europa después de la II Guerra Mundial.

Como se indicó, la Teoría Monetaria Moderna nos viene a decir que este estado de cosas, que esta postración de la izquierda social, política y cultural se puede superar si hay voluntad, coraje intelectual y compromiso con las clases populares. La Teoría Monetaria Moderna tiene una larga historia, como señala con mucha eficacia Stuart Medina, no solo de crítica a lo existente, sino de posibilitadora de políticas que pueden superar los males infringidos por los gobiernos de la UE (paro, precariedad, desigualdad,



pobreza...) y, más allá, la construcción de modelos sociales basados en la democracia, la justicia y la igualdad.

Como señala el autor, por esto se llama Teoría Monetaria Moderna, la clave está en el concepto de la moneda. Para esta teoría, la moneda es una institución social emitida y gobernada por el Estado en condiciones de monopolio. Monopolio de la violencia legítima y de la moneda son los supuestos básicos del Estado soberano y condición para el ejercicio de una democracia real. La moneda no es una mercancía ni está ligada, como lo estuvo en otros momentos, a otras mercancías. La moneda que conocemos es una moneda fiduciaria, es decir, basada en la confianza que genera en los usuarios de la misma el Estado que la gobierna.

Estos supuestos evidentemente chocan con ideas recibidas que, machaconamente, nos repiten los medios de comunicación de la UE una y otra vez. El Estado, como emisor de la moneda en condiciones de monopolio, –Stuart lo repite con mucha pedagogía– comparte esta función con las instituciones bancarias; de ahí la necesidad de una estricta regulación de la banca que le impida autonomizarse de los poderes públicos y convertirse en el centro del poder económico como ocurre hoy.

La idea clave, la que la hace en muchos sentidos revolucionaria, es que, cuando un Estado tiene el monopolio de la emisión de moneda, **fiat**, no tiene restricciones financieras ni presupuestarias. Las restricciones son políticas o de la economía real, es decir, del modelo productivo, de la dotación de recursos, del papel y de la importancia del Estado o de la inserción en el comercio internacional. La moneda, desde este punto de vista, se convierte en un arma que, usada democráticamente, es capaz de domesticar a los poderes económicos y promover políticas públicas basadas en el pleno empleo, la democracia social y la igualdad.

Después de la moneda, el autor nos introduce en la otra pata de la Teoría Monetaria Moderna que son las “finanzas funcionales”. Esta potente construcción se debe a una figura apasionante que se llamaba Abba Lerner. La Teoría Monetaria Moderna sostiene que la función principal de los impuestos es crear demanda para la moneda del Estado y, desde ahí, regular la economía y la estructura productiva. Para Lerner, la clave es que

no hay que tener miedo a la inflación cuando existen abundantes recursos excedentarios y una alta tasa de paro involuntario. El centro de la política económica debe ser una lucha decidida y enérgica contra el desempleo a la que deben subordinarse todos los demás objetivos que, de una u otra manera, la academia ha venido concretando.

Lerner, como no podía ser de otra manera, entronca con Michal Kalecki y con las teorías post keynesianas sobre el empleo en las sociedades capitalistas desarrolladas. El gran economista polaco escribió en 1943 un conocido artículo donde venía a formular la incompatibilidad del pleno empleo y los intereses de los grandes capitalistas y gerentes empresariales. El pleno empleo, las políticas públicas a favor de él, generan un poder estructural a favor de los trabajadores, tanto en la empresa como en la sociedad. La crisis del fordismo tiene aquí su origen y su causa. Desde el punto de vista político había un problema añadido, las políticas gubernamentales centradas en el pleno empleo exigían una creciente intervención del Estado y un control cada vez mayor de éste sobre la empresa privada.

Pleno empleo y estabilidad de precios, esa es la promesa que pretende cumplir la Teoría Monetaria Moderna. Señala, no solo su compatibilidad, sino su necesidad y la convierte en el centro de su política alternativa. No es casualidad que para los promotores de esta teoría, la derrota de la izquierda sindical y política tiene que ver directamente con el abandono de este objetivo que ha sido siempre central en el movimiento obrero organizado. Pleno empleo, derechos laborales y sindicales, servicios públicos y pensiones dignas han sido las reivindicaciones fundamentales que han estado por delante y por detrás de más de 150 años de conflictos sociales y de lucha de clases.

Inevitablemente, estas políticas chocan directa o indirectamente, con aquellas posiciones que consideran que el pleno empleo de hombres y mujeres no es ya posible hoy, ni seguramente necesario. La renta básica universal y sus conflictuales relaciones con las políticas de pleno empleo han provocado debates, digámoslo así, agrios, que prometen acentuarse en el futuro; la polémica está servida, solo cabe esperar que sea productiva y que ayude a diseñar buenas políticas para las personas. No voy a entrar en

el debate, ya lo hace Stuart, quizás solo una reflexión final. Para un viejo marxista como yo, el desempleo es la otra cara de la contradicción básica del sistema, entre el desarrollo productivo (cada vez más destructivo) y las relaciones y modos de organización social dominantes. Hoy se trabaja más que nunca, en peores condiciones laborales y económicas, con un paro estructural enorme y con unas relaciones laborales cercanas a la servidumbre. El pleno empleo que la Teoría Monetaria Moderna defiende parte de un supuesto que entronca con la vieja tradición socialista: la liberación de los y las trabajadoras y del trabajo es un mismo movimiento; la condición previa es el pleno empleo que construye sujetos sociales y laborales dotados de poder, capaces de plantearse en serio la reducción radical de la jornada laboral y la formulación de proyectos factibles de transformación social.

Termino como empecé. En el libro de Stuart Medina hay buena teoría, hipótesis interesantes que obligan a pensar y, sobre todo, propuestas que nos dicen con mucho coraje moral que no estamos eternamente condenados al paro, a la precariedad y a la desigualdad. Podemos cambiar el mundo, nuestro mundo, si queremos, soñamos y somos capaces de pensar por nosotros mismos. Que el viaje sea provechoso.

2 de Octubre de 2017

# 1

## **La Teoría Monetaria Moderna: una respuesta al neoliberalismo**

Esta manual es una breve introducción a la Teoría Monetaria Moderna (TMM). El honor de su primera formulación corresponde a Warren Mosler, un *outsider* de la profesión económica académica dotado de una inteligencia excepcional, un exitoso hombre de negocios, un operador en el mercado de deuda pública, un banquero y un fabricante de coches de carreras. Mosler se dio cuenta de que la narración de los economistas neoclásicos sobre la deuda pública y el déficit fiscal era inconsistente con sus observaciones. Gracias a sus operaciones en los mercados de deuda comprendió algo tan sencillo como que un estado emisor de moneda nunca dejará de pagar la deuda emitida en su propia divisa y por tanto nunca puede ser insolvente. Su análisis fue recogido en un interesante trabajo llamado *Soft Currency Economics* que daba origen a lo que él mismo inicialmente denominó “Mosler Economics” (Mosler, *Soft Currency Economics*, 1996). Poco después Mosler entroncaba con economistas de la escuela postkeynesiana como William Mitchell, Randall Wray, Pavlina Tcherneva, Matt Forstater, Stephanie Kelton y otros economistas del Levy Institute que supieron enlazar sus conclusiones con una larga tradición académica que había sido marginada por las instituciones a partir del triunfo ideológico del pensamiento neoliberal en la segunda mitad del siglo XX. La colaboración entre ellos fue fraguando un cuerpo de doctrina coherente a la par que heterodoxo.

Teoría Monetaria Moderna quizás no sea el nombre más acertado para

una descripción del funcionamiento real de nuestros sistemas monetarios y bancarios. Cuando algún lego en la materia escucha por primera vez esa expresión no puede evitar pensar erróneamente en los conservadores monetaristas de Milton Friedman. Pero el nombre surgió en discusiones en las redes sociales y tuvo fortuna (Pierce, 2013). Lejos de ser contemporáneos, en realidad los antecedentes de la TMM se remontan a ideas formuladas a principios del siglo XX: la teoría estatal del dinero o chartalismo desarrollada independientemente por Mitchel-Innes en el Reino Unido (Mitchell-Innes, 2004) y Georg Knapp en Alemania (Knapp, 1924). Muchos de los postulados de la TMM son consistentes con los trabajos de grandes economistas que muchos académicos contemporáneos han preferido olvidar como Michał Kalecki, Abba Lerner, Wynne Godley o Hyman Minsky. Abba Lerner ya sabía que un estado emisor de moneda nunca podía quebrar. Wynne Godley, merced a su análisis de la identidad de los balances sectoriales, comprendió la importancia del déficit público como contrapartida del ahorro privado. La célebre ecuación de beneficios de Kalecki explica que estos surgen de las decisiones de inversión de los capitalistas pero también necesitan del déficit público y del superávit comercial. Minsky estudió la inestabilidad financiera y fue un proponente del trabajo garantizado. La obra de todos ellos se reconoce en la TMM. Pero la intuición de Mosler sobre la separación funcional entre impuestos y deuda, por un lado, y gasto y transferencias del gobierno, por otro; su demostración empírica en sus operaciones especulativas; y su comprensión de que el déficit público debe ser permanente, salvo en raras ocasiones, permitieron recuperar estos conocimientos y reelaborar una síntesis provocadora, sugerente y necesaria.

La TMM se formuló oportunamente en los años 90, antes de que llegara la gran crisis económica global que muchos postkeynesianos venían augurando con años de antelación. La crisis financiera global (CFG) iniciada en 2007 fue el producto de las políticas económicas aplicadas por gobiernos, tanto de derecha como de izquierda, inspiradas por el neoliberalismo a partir de la segunda mitad de los años 70 del siglo pasado y que habían consentido un crecimiento económico basado en un endeudamiento masivo del sector privado.

El neoliberalismo es la doctrina que considera que el mercado es un mecanismo de procesamiento de información y asignación de recursos superior al estado. Solo se puede contar con el mercado para aportar las mejores soluciones incluso para los problemas que crea el propio mercado. Según esta doctrina, el estado debe estar sometido al mercado antes que al ciudadano, actuando mediante una democracia constreñida que lidere una tecnocracia impermeable a las exigencias sociales. El neoliberalismo coloca a la economía en el centro y a los hombres al servicio del mercado. Bajo la guisa de la liberalización en realidad se crea una nueva regulación que deja inerme al individuo pero libera a la gran corporación multinacional. Si bien el neoliberal asegura defender una libertad sin límites el suyo es un concepto restringido que emancipa a algunos individuos para que puedan realizar sus aspiraciones egoístas en el libre mercado pero nos ata las manos a los demás. Por ello aspiran a eliminar todas las barreras al libre movimiento de bienes, personas y capitales ya que, una vez lograda la total libertad de movimiento de los factores, los trabajadores y los pequeños empresarios quedan desprotegidos ante la explotación implacable de las oligarquías (Mirowski & Plehwe, 2009). El neoliberalismo inició un ataque implacable contra el factor trabajo que impidió el crecimiento de las rentas salariales al mismo ritmo que el de la productividad con la finalidad de recuperar la tasa de beneficios de las oligarquías capitalistas. Sin embargo esta estrategia planteaba un dilema para el capitalismo. Para mantener la tasa de beneficios también era necesario que los hogares aumentasen su consumo de forma continuada. Congelando los salarios esto solo era posible si el consumo se financiaba con endeudamiento. El consiguiente deterioro de los balances de los hogares fue el talón de Aquiles de esta estrategia de crecimiento que desembocó en la CFG.

El neoliberalismo se apoya en la escuela económica neoclásica que construye elaborados modelos matemáticos dotados de apariencia científica a partir de premisas artificiales y simplistas. Estos explican el comportamiento de un hombre ficticio, el *homo oeconomicus*, que trata permanentemente de maximizar su utilidad, un concepto impreciso e imposible de medir objetivamente. El pensamiento neoclásico niega el carácter solidario y coo-

perativo del ser humano y trata de restringir el papel del estado a lo mínimo imprescindible, difundiendo mitos acerca de la función del gobierno como causante de inflaciones y desplazamientos de la inversión privada. Cuatro décadas de aplicación de políticas neoliberales no solo han llevado a las sociedades occidentales a la mayor crisis económica experimentada desde los años 30 del siglo XX sino que además han revelado una capacidad para minar los fundamentos de una sociedad democrática saludable. Por ello las respuestas procedentes de los economistas heterodoxos son urgentes y, entre ellas, las procedentes de los exponentes de la Teoría Monetaria Moderna han sido las más difíciles de rebatir. La TMM despierta inquietud entre los economistas neoclásicos y hasta dos libros se ha visto obligado a escribir en contra de ella de forma preventiva uno de los representantes en España de la conservadora escuela austriaca, Juan Ramón Rallo. Sin embargo los bancos centrales han empezado a publicar trabajos de economistas con una comprensión del proceso de creación del dinero compatible con la TMM. En 2014 lo hizo el Banco de Inglaterra (McLeay, Radia, & Ryland, 2014) y en 2017 lo han hecho el Bundesbank (*Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess*, 2017) y el Banco Central Europeo (Jarocinski & Mackowiak, 2017).

La TMM aporta una descripción de la economía mucho más interesante que la de las escuelas neoclásica y neokeynesiana, ensoberbecidas y estancas, que dominan el mundo académico actual. Partiendo de la descripción de nuestra realidad institucional y un conocimiento antropológico del hombre, la base empírica de la TMM constituye la respuesta científica más contundente al neoliberalismo y la escuela neoclásica. En este libro pretendemos explicar en lengua vernácula algunos de sus postulados y axiomas fundamentales. Cuando el lector haya completado la lectura de este libro esperamos que se haya convencido de la extraordinaria eficacia de los sistemas monetarios modernos basados en la moneda fiduciaria. También anhelamos que concluya con nosotras que, pese al impresionante desarrollo tecnológico que ha alcanzado la humanidad, las sociedades contemporáneas viven por debajo de sus posibilidades. Nunca antes hemos tenido mayor capacidad para remediar grandes problemas de

la humanidad como el hambre, el desempleo, muchas enfermedades o la desigualdad pero resulta que nos hemos impuesto unas anteojeras ideológicas que nos impiden actuar decididamente. Nuestra esperanza es que este breve manual contribuya a removerlas.

El libro está estructurado en capítulos muy breves. Los primeros describen la naturaleza del dinero, los circuitos de su creación y destrucción y el funcionamiento del sistema bancario y del dinero que utilizan los bancos: las cuentas de reservas en el banco central. El lector se encontrará con algunos capítulos en los que se cuestionan algunas creencias convencionales sobre la política monetaria y se explica cómo los bancos centrales la utilizan para determinar los tipos de interés. A continuación se abordarán algunos epígrafes que introducen el concepto de hacienda funcional –la idea de que debemos juzgar la política por sus efectos sin atribuirle ningún significado al guarismo que recoge el saldo del déficit público– y repasamos la función de los impuestos desde el punto de vista de la TMM. Varios epígrafes se dedican al comercio exterior y al tipo de cambio y su relación con el desarrollo porque me parecía importante responder a quienes asumen que los postulados de la TMM son solo válidos para países que disfrutan del privilegio de contar con una moneda de reserva. Muchos críticos están obsesionados por lo que llamo la “restricción externa”, la cual en realidad muchos países se imponen a sí mismos al tratar de gestionar su tipo cambio encadenándolo a la moneda de otra nación. Finalmente abordamos aspectos distributivos relativos al grado de cercanía al emisor de la moneda y al grado de monopolio que generan una sociedad capitalista estratificada. Concluyo con una propuesta clásica de la TMM para resolver los problemas de exclusión y pobreza, el plan de trabajo garantizado, y con una reflexión acerca del potencial del estado dotado de soberanía monetaria para abordar de forma más decidida y audaz los grandes problemas de las sociedades contemporáneas.

He procurado reducir la extensión de este libro al mínimo empleando a la vez un lenguaje lo más llano posible. Ambas cosas parecerían ir lógicamente de la mano pero sin embargo no siempre es fácil compatibilizar estos propósitos. Sin duda la intención de redactar una obra breve me ha



obligado a sacrificar muchas ideas que me hubiera gustado verter mientras que otras no se han desarrollado como merecerían. Si el lector no consigue entender algunas de las ideas solo puede culpar mi falta de pericia como escritor. He utilizado un número reducido de ecuaciones y las pocas que aparecen deberían ser fáciles de comprender para una persona sin formación matemática o económica. También he facilitado algunas ilustraciones en forma de gráficos que apoyan el texto y he incluido algunos ejemplos concretos en cuadros de texto que el lector puede saltarse si lo desea.

Quiero agradecer en primer lugar al diputado Manolo Monereo por haberme animado a escribir esta obra y a Miguel Riera, de la editorial El Viejo Topo, por haber tenido la paciencia de esperar más rato de lo debido a la entrega de una versión final. También quiero reconocer a Warren Mosler, Bill Mitchell y Pavlina Tcherneva su paciencia y su voluntad de compartir sus ideas y sus conocimientos conmigo. Los tres han estado en España para exponer la TMM y, cuando les he pedido consejo u opinión, siempre han mostrado una rápida disposición a contestar mis preguntas. También agradezco a mis compañeros de la asociación italiana Rete MMT, Ivan Invernizzi y Daniele Basciu, que han aportado materiales muy didácticos y la idea de la relación entre el grado de monopolio, la cercanía al monopolista de la moneda y la distribución de la renta. Finalmente quiero mencionar a varios compañeros de la asociación española Red MMT que tantas contribuciones están haciendo al avance de la TMM en España. Entre ellos están el erudito Esteban Cruz, que siempre tiene al alcance de la mano un artículo académico que resuelve cualquier pregunta que uno pudiera tener sobre economía; Eduardo Garzón, que me ha dado algunas ideas sobre cómo presentar algunos argumentos; Juan Laborda, un experto en finanzas y banca cuyos publicaciones semanales aportan un análisis fresco de la situación española y que me ha facilitado algunas referencias bibliográficas; Héctor Illueca, un laboralista que ha estudiado la propuesta de trabajo garantizado desde una perspectiva jurídica; Miguel Carrión, que siempre me está enseñando cosas sobre la banca y que muestra una capacidad de análisis que hace cualquier conversación con él valiosa; Luis Gómez, que ha demostrado con datos la aplicación de la paradoja de Kalecki al mer-

cado de trabajo español; Andrés Villena, cuyos trabajos de sociología tan bien explican por qué las elites aplican las políticas económicas que tanto daño hacen a la mayoría; y Carlos García, que tanto ha hecho por difundir la TMM en España. Finalmente quiero mencionar a los profesores de la Universidad Autónoma de Madrid Julián Sánchez, con quien he tenido interesantes conversaciones sobre la gestión del tipo de cambio, y a Nacho Álvarez que me hizo llegar algunos materiales sobre los efectos de las políticas de devaluación salarial.

## ¿Qué es el dinero?

El dinero es útil pues nos sirve para realizar nuestras compras, saldar las deudas con nuestros acreedores y pagar los impuestos. También podemos ahorrarlo para retener poder de compra para su uso futuro. El dinero se ha comparado con el aceite de un motor y ésta no es una mala analogía, ya que el sistema monetario es un mecanismo finamente calibrado que permite que todas las transacciones se lleven a cabo casi sin fricción. Cuando falta dinero la economía deja de funcionar con suavidad. Para ser algo de uso cotidiano, sin embargo, sorprende que sea una institución tan mal comprendida. Entre las escuelas económicas existen diferencias en la comprensión ontológica del dinero. La naturaleza del dinero se ha ofuscado, lo cual no ha sido inocente. Henry Ford dijo que era conveniente que la gente no entendiera cómo funcionan el sistema monetario y los bancos porque, de lo contrario, habría una revolución al día siguiente por la mañana.

La confusión sobre el sistema monetario contemporáneo es el resultado de aplicar en su descripción conceptos originados cuando el dinero presentaba la forma de un objeto metálico que lo asemejaba a una mercancía, una especie de lingote de plata u oro con un sello del gobierno que garantizaba su pureza y peso. El empleo de metales preciosos en la acuñación inducía a pensar que su valor dependía del contenido de plata u oro de la moneda. El oro, la plata y otros metales preciosos tienen valor debido a su escasez en la naturaleza y la dificultad para encontrarlo y extraerlo. Sin embargo

esa virtud, aunque explica por qué es útil para la acuñación, es también su principal inconveniente para desempeñar una función monetaria: la imposibilidad de que la oferta de dinero crezca a la par que la actividad económica. Antiguamente los billetes incluían una leyenda del siguiente tenor: “*El Banco de España pagará al portador 1000 pesetas*”; y es cierto que hasta principios del siglo XX uno podía presentar esos documentos en la ventanilla del Banco de España y recibía a cambio el equivalente en monedas de plata. El recuerdo de esas formas antiguas de dinero explica que todavía sean muchos los que piensan que el valor del dinero está respaldado por copiosas reservas de metales preciosos que se encuentran en las cámaras acorazadas de los bancos centrales. Pero en realidad este mundo se acabó para la mayoría de los países cuando se vino abajo el sistema de Bretton Woods en 1971<sup>1</sup>. En éste el dólar de EEUU estaba respaldado por las reservas de oro que acumulaba la Reserva Federal y las monedas de los demás países participantes en el sistema cambiaban su divisa por el dólar a un tipo de cambio fijo. Desde el siglo XVIII y hasta esta fecha muchos países habían intentado que funcionase un sistema monetario basado en el patrón metálico que reducía el dinero a una mercancía que no podía producir el gobierno. Los experimentos se saldaron con reiterados fracasos porque siempre que estallaba una guerra o alguna crisis grave los estados lo abandonaban, siempre con intención de volver al patrón metálico. Desde 1971 se ha abandonado definitivamente esa bárbara reliquia y funcionamos con un sistema de moneda fiduciaria.

Un sistema tan absurdo como el patrón oro no acaba de fenecer del todo. Actualmente el Tesoro de los EEUU guarda en Fort Knox y otros lugares casi 7.000 toneladas de oro y el Banco de España conserva en sus cámaras acorazadas unas 280 toneladas. Por lo visto estas cámaras conde-

---

1. España, «En donde el Banco [de España], en fechas tan tempranas como 1861-62 ya había recurrido en momentos de crisis a defender su reserva del metal más escaso –en aquel momento era la plata– racionando su entrega y sustituyendo “cuanto posible” la plata por el oro en el cambio de sus billetes (Galvarriato 1932: 75), se continúa con la misma práctica, en este caso a la inversa, y nos encaminamos a pasos agigantados hacia la plata, que desempeñará así un triple papel en el sistema: moneda fiduciaria, en tanto en cuanto su valor facial era superior al intrínseco» (Ródenas y Bru, 2006).

narían a la muerte a cualquiera que intentara hacerse con este tesoro pues ante cualquier intrusión se inundarían automáticamente. La minería del oro es una actividad con un impacto ambiental desproporcionado y por ello resulta sorprendente la irracionalidad de unos gobiernos que se han dedicado durante décadas a comprar toda la producción extraída de agujeros en la tierra para meterlo en otro agujero aún más costoso. Todo ello ha reportado hermosos beneficios para la industria minera pero ha causado unos daños inmensos a la humanidad, pues ni garantizó estabilidad de precios y de las finanzas, ni un crecimiento económico duradero.

Concluyamos con Mitchell Innes que las

*edades futuras se reirán de sus ancestros de los siglos dieciocho y diecinueve, que gravemente compraban oro para encarcelarlo en calabozos en la creencia de que así obedecían una elevada ley económica e incrementaban la riqueza y prosperidad del mundo.*

*Una extraña ilusión, señores míos, para una generación que se jacta de su conocimiento de Economía y Finanzas y una que, esperemos, no sobrevivirá mucho tiempo. Cuando de una vez se libere el metal precioso de los grilletes de leyes que son indignas de la edad en la que vivimos ¿quién sabe qué uso no le aguardará para beneficiar a todo el mundo? (Mitchell-Innes, 2004).*

La moneda mercancía es una elaboración del liberalismo que de esta manera expresaba su preferencia por que su creación no dependiese de una autoridad central. El que fuera finito además permitía su concentración en pocas personas que podrían comandar mayor poder de compra y, en definitiva, facilitaba el proceso de acumulación capitalista. La visión del dinero como mercancía se puede encontrar ya en Adam Smith, que atribuye su invención a la iniciativa privada, al margen del estado.

*Pero cuando la división del trabajo dio sus primeros pasos, la acción de esa capacidad de intercambio se vio con frecuencia lastrada y entorpecida. (...) A fin de evitar los inconvenientes derivados de estas situaciones, toda persona prudente en todo momento de la sociedad, una vez establecida originalmente la división del trabajo, procura naturalmente manejar sus actividades de tal*

*manera de disponer en todo momento, además de los productos específicos de su propio trabajo, una cierta cantidad de alguna o algunas mercancías que, en su opinión, pocos rehusarían aceptar a cambio del producto de sus labores respectivas.*

*En todos los países, sin embargo, los hombres parecen haber sido impulsados por razones irresistibles a preferir para este objetivo a los metales por encima de cualquier otra mercancía (Smith, A. 1994).*

El mito fundacional de Adam Smith parte de la existencia de una ancestral sociedad basada en el trueque de excedentes agrícolas. Pero la legendaria economía del trueque no se sostiene a la luz de la evidencia aportada por la historia, la arqueología y la antropología. La idea de que en un pasado remoto los hombres se dedicaban a canjear en el mercado unas mercancías por otras en función de una relación de intercambio de cada mercancía por cada una de las demás resulta improbable y ni los antropólogos ni los arqueólogos que han investigado sociedades premonetarias han encontrado rastro de una civilización semejante. Como dice Randall Wray

*Incluso si solo se intercambiasen unas pocas docenas de mercancías, la gimnasia mental que habría que ejercer para llegar a un vector de equilibrio de ratios de precios relativos —el valor de cada mercancía medido en términos de oro— sería muy difícil, ya que de alguna manera todos los comerciantes de la sociedad tendrían que converger a precios de equilibrio. (Wray, 2012)*

Algo que requeriría el poder de computación de un ordenador. Si no existió nunca una economía del trueque entonces también resulta improbable que el dinero hubiese surgido como consecuencia de encontrar un medio de cambio que facilitase el tráfico comercial.

La visión del dinero-mercancía no tiene mucho sentido porque el proceso productivo empieza con dinero para producir mercancías con las que conseguir dinero, a ser posible más del que se tenía inicialmente. Siguiendo a Grower (1965), el dinero compra bienes y los bienes compran dinero pero los bienes no compran bienes. Ese dinero es el que nos permite luego comprar todas las demás mercancías que necesitemos pero también

nos permite guardar poder adquisitivo con intención de utilizarlo en un momento futuro. El objetivo del proceso productivo en una economía monetaria es conseguir dinero, no mercancías. Si el dinero fuera una mercancía la forma de obtenerlo sería tan sencillo como poner a personas a trabajar en producir esa mercancía. Pero el dinero no es una mercancía que se pueda producir con trabajo.

El antropólogo Graeber (Graeber, 2011) o el citado Mitchell-Innes aportan evidencias arqueológicas, numismáticas e históricas que demuestran que el dinero siempre fue una creación de una autoridad central. Como decía Knapp, es una criatura de la ley (Knapp, 1924, pág. 1). Una característica del dinero es que permite expresar cualquier transacción económica en una unidad de cuenta, en definitiva medir una determinada cantidad de deuda. En este sentido el dinero es una unidad tan abstracta e intangible como el metro, el litro o el grado Celsius. Podemos comprender lo que significa un dólar, un maravedí o un euro pero no podemos palparlo ni tocarlo. De la misma manera que el grado Celsius nos permite medir una temperatura y el metro una distancia, un peso, un dólar o un euro nos permiten cuantificar una operación de crédito. Esta propiedad del dinero nos debería ya convencer de que el dinero no puede ser finito. Al igual que no se nos pueden acabar los grados centígrados para medir una temperatura ni los centímetros para medir una distancia tampoco se nos puede acabar el dinero. Decir que no podemos acometer un proyecto socialmente valioso porque a la sociedad se le ha acabado el dinero es tan absurdo como dar por terminado un partido de baloncesto cuando la puntuación pasa de 99 porque ya no disponemos de puntos. Si nos dicen que el dinero se ha acabado es porque hay alguna restricción institucional que no permite crear más.

¿Quién define esa unidad de cuenta? Ni el sistema métrico decimal fue acordado espontáneamente en los mercados ni tampoco lo fue la unidad de cuenta. Son los estados los que determinan la hora oficial y las unidades de medida de peso, distancia o temperatura. De la misma manera es el estado el que define qué es un dólar, un peso o un euro. Esta unidad de cuenta solo puede ser definida y administrada de forma eficaz y confiable por una autoridad reconocida por todos, es decir, por el estado.

Lejos de ser un bien físico, tangible, suministrado más o menos generosamente por la naturaleza, en nuestro sistema monetario contemporáneo, basado en moneda fiduciaria o *fiat*<sup>2</sup>, el dinero es una institución social regulada por una autoridad central. Esta moneda puede tomar la forma de billetes y monedas o de apuntes electrónicos. Actualmente la mayor parte del dinero existente tiene la forma física de bytes registrados en un ordenador, son meros apuntes contables.

¿Qué es el dinero entonces? El dinero es un pagaré que describe una deuda adquirida en una transacción sin contrapartida y medida en una determinada unidad de cuenta. Podemos ilustrarlo recurriendo a un esquelético circuito económico constituido por esos célebres personajes sin nombre de la tradición oral: Fulano y Mengano. En una transacción sin contrapartida se produce un intercambio en el que Mengano entrega a Fulano un bien o servicio pero Fulano no ha entregado nada a cambio. Queda por tanto en deuda y ésta queda documentada mediante un pagaré verbal o físico. Fulano, el deudor, es el emisor; Mengano, el acreedor, es el usuario o tenedor del dinero. Para que el dinero de Fulano sea válido Mengano tiene que confiar en que será capaz de honrar su deuda en el futuro.

Todos podemos pasar por la situación de acreedor o deudor. Como lo explica Michell-Innes «*comprando nos convertimos en deudores y vendiendo nos convertimos en acreedores y, siendo todos compradores y vendedores, somos todos por tanto deudores y acreedores. En cuanto deudores podemos cancelar la deuda con nuestros acreedores reconociéndoles una deuda por importe equivalente al que ellos a su vez han contraído*» (Mitchell-Innes, A, 1913).

El dinero se crea y se destruye casi instantáneamente, como dos partículas de materia y antimateria que cuando se encuentran se aniquilan mutuamente. Cuando Fulano vuelve a encontrarse con Mengano puede entregarle otra mercancía que éste necesite. De esta forma el pagaré emitido por Fulano quedaría cancelado. Alternativamente Mengano podría entregar el pagaré de Fulano a Zutano en otra transacción en la que éste le entregue al primero un bien o servicio. Podemos imaginar una situación en la que el pagaré emiti-

---

2. Del latín 'hágase' refiriéndose al origen estatal del dinero.



do inicialmente por Mengano siga circulando por la economía, pasando de mano en mano, sin que nunca se cancele. Si Mengano tiene un crédito elevado en la sociedad su dinero será bueno y será aceptado por otras personas. Ciertamente esto ocurre con el dinero del gobierno: hay millones de billetes de banco que emitió el Banco de España que nunca llegan a redimirse.

Cuanto más aceptable sea un pagaré más fácil será que circule ampliamente y es esta transferibilidad otra de las características intrínsecas del dinero. Si bien todo dinero es un crédito (o deuda), la expresión recíproca no es cierta. No todo crédito (o deuda) es dinero. (...) «*Es la transferibilidad extensiva de la deuda y la creación de una jerarquía de aceptabilidad la que fue de importancia crucial en el desarrollo de una forma de dinero crediticio (circulante)*» (Ingham, 2004). Crear dinero es fácil, lo difícil, como decía Hyman Minsky, es conseguir que te lo acepten. Una deuda puede ser incobrables lo cual quiere decir que el crédito es importante. Cuanto más solvente y digno de crédito sea el deudor más aceptado serán sus pagarés para el público general. Un atributo del dinero es su grado de aceptación y eso, en definitiva, depende del crédito que merece el emisor.

Podemos hablar de una jerarquía del dinero, una pirámide en cuya cúspide encontramos el de mayor aceptación, el dinero del estado. La razón de su aceptabilidad es que todos somos deudores del estado. El monopolio de la fuerza que hemos otorgado al estado lo legitima para obligarnos a pagar impuestos en la moneda que crea él mismo y por tanto todos necesitamos conseguirla para saldarlos. El gobierno nos obliga a buscar y además nos facilita ese medio de pago, bien cuando le vendemos nuestros servicios o productos al estado directamente, bien cuando se los vendemos a otros que han conseguido dinero anteriormente. Podemos considerar que el dinero es un crédito fiscal, la deuda que asume el estado con nosotros cuando le entregamos un bien o servicio y que solo se redime cuando nosotros lo devolvemos para cancelar nuestros impuestos, esa deuda que nos ha impuesto el estado. Una deuda se cancela con otra.

Un corolario importante es que el estado nunca puede ser insolvente pues puede crear el dinero de la nada y sin coste. El estado es el creador en régimen de monopolio del dinero ya que es quien define la unidad de

cuenta y determina su valor. Este privilegio lo distingue de todos los demás agentes económicos que son meros usuarios de moneda del estado.

Sin embargo, existen emisiones privadas de dinero. Hay negocios que entregan vales y cupones a sus clientes que se pueden redimir a cambio de los productos con los que comercian. Existen monedas locales emitidas por asociaciones de comerciantes que alcanzan una cierta circulación en el ámbito municipal. Los bancos crean una forma de dinero que llamamos depósitos bancarios. Todas estas monedas solo se pueden redimir cuando su creador entrega bienes y servicios por valor equivalente. Tienen valor en circuitos muy estrechos y solo consiguen una circulación más amplia cuando el emisor se muestra dispuesto a redimirlos por dinero de rango superior emitido por una entidad que merezca mayor crédito. El dinero bancario tiene la máxima aceptación porque los bancos siempre estarán dispuestos a redimirlo entregando dinero del estado a cambio y porque el estado está dispuesto a aceptarlo en el cobro de impuestos. Aunque otros agentes pueden crear dinero solo el estado decide qué dinero acepta en pago de impuestos. En el caso del dinero bancario el estado ha decidido compartir su monopolio con los bancos, un privilegio que debe tener su contrapartida en una regulación estricta de esa actividad.

**Figura 1:** La jerarquía del dinero



Para resumir lo antedicho podemos postular los siguientes axiomas sobre el dinero:

- El dinero compra bienes y los bienes compran dinero pero los bienes no compran bienes.
- El dinero siempre es deuda, no puede ser una mercancía, porque si lo fuera, se violaría la proposición anterior
- Una deuda puede ser incobrable lo cual quiere decir que el crédito es importante; *no todos los dineros han sido creados iguales.* (Wray, *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, 2012)

### 3

## El trayecto vertical del dinero

Una vez que hemos comprendido la naturaleza del dinero podemos analizar su papel crítico como puntal del sistema tributario. El estado, que detiene el monopolio de la fuerza, tiene necesidad de aprovisionarse de recursos reales. Estos pueden ser fuerza de trabajo, bienes o servicios. El estado impone tributos denominados en dinero del estado. En el sector privado nace la demanda de moneda, único bien útil para pagar los impuestos y, por tanto, una oferta equivalente de fuerza de trabajo, bienes y servicios. Los ciudadanos los venden al estado a cambio de la moneda que necesitan para pagar los impuestos. De esto se deduce que la secuencia lógica de acontecimientos exige que el estado gaste antes de recaudar los impuestos. No es posible que el estado cobre los impuestos si antes no ha puesto en manos de los contribuyentes aquello que necesitan para pagarlos.

Cuando el estado gasta, un funcionario de la tesorería tecleará la instrucción en su ordenador. Si el beneficiario de esa transacción está contemplando su ordenador en ese momento verá cómo se añaden dígitos a su saldo bancario. En este caso no se ha movido ni un gramo de oro desde el tesoro al banco del receptor de la transferencia.

El pago de impuestos es la operación inversa a la creación del dinero: destruye el dinero creado por el estado. Si el pago de impuestos se hace con una orden de transferencia, simplemente se reduce el saldo de la cuenta del contribuyente. Si observamos nuestra cuenta en la pantalla del ordenador

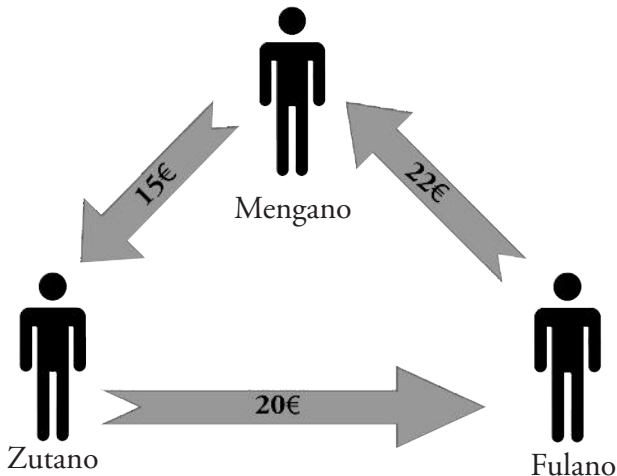
en el momento de producirse la transferencia veremos que los dígitos cambian hacia abajo. Si el contribuyente decide pagar en una oficina del estado con billetes de banco lo más probable es que estos sean triturados<sup>1</sup>. Observen cómo en ningún momento el contribuyente ha entregado monedas de oro para su custodia en los cofres del estado. En realidad el dinero del estado no es muy diferente a una entrada para un campo de fútbol. Una vez que el espectador ha pasado el control de entrada el billete se rasga y no puede ser utilizado de nuevo.

---

1. De hecho la Reserva Federal de los Estados Unidos vende sacos de billetes triturados por su página web.

## El ahorro neto del sector privado

El mecanismo de creación y destrucción de dinero del estado impacta en la generación de ahorros netos para el sector privado. Veamos cómo funciona este mecanismo en un circuito muy reducido. Supongamos que Mengano se corta el pelo en la peluquería de Zutano. El corte cuesta 15 euros pero Mengano se ha olvidado ese día la cartera en casa. Le deja a deber esa cantidad; esa deuda verbal o apuntada en un papel es un pagaré. Zutano se va después de trabajar al bar de Fulano donde cena por 20 euros. Como



**Figura 2:** Un circuito monetario esquemático

es un cliente habitual tiene cuenta en el bar y le apuntan la consumición. Para cerrar el circuito, Fulano encarga un par de bombonas a su proveedor de butano, Mengano. Deja a deber 22 euros que Mengano apunta en la cuenta de su cliente.

Resumamos las transacciones anteriores en la siguiente tabla:

Agente	Ingreso	Gasto	Saldo
Mengano	22€	15€	7€
Zutano	15€	20€	-5€
Fulano	20€	22€	-2€
Saldo	57€	57€	0€

Comprobamos que todos los agentes han emitido y recibido sendos pagarés. Vemos que algunos agentes han acabado con una diferencia positiva entre lo que adeudan y lo que se les debe mientras que otros deben más de lo que les adeudan. Podríamos decir que Mengano es un ahorrador puesto que le deben 7 euros mientras que Zutano y Fulano se han endeudado. Sin embargo, si sumamos los saldos observamos que la posición financiera neta de los tres participantes en nuestro pequeño circuito económico es 0 euros. Hay ahorradores y deudores pero, en agregado, no se ha creado un ahorro financiero neto.

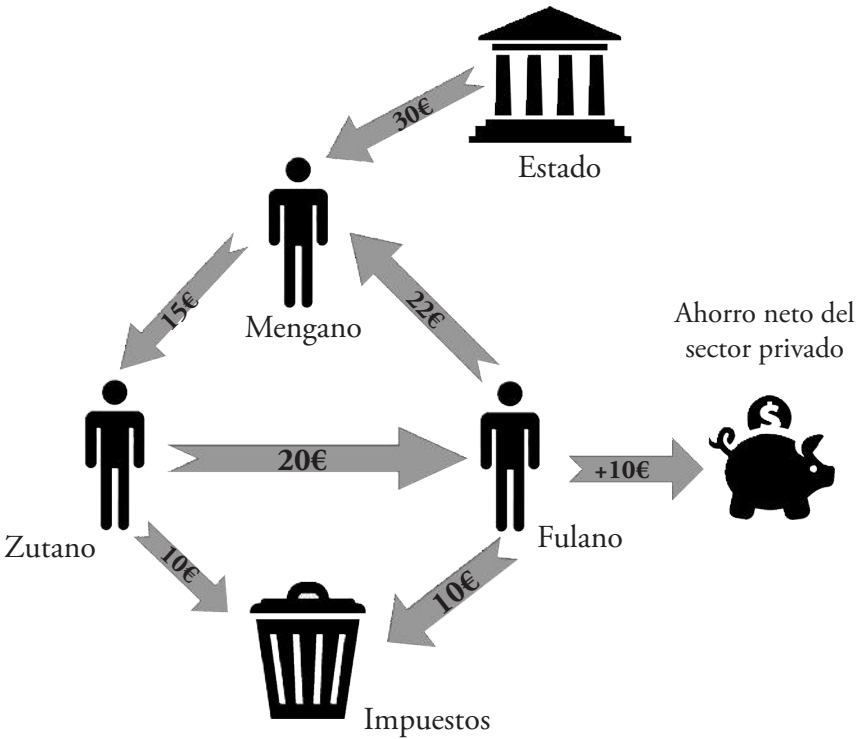
Introduzcamos ahora al estado en nuestro ejemplo. Supongamos que Mengano es proveedor de combustible del coche oficial del ministro y que el estado le ha pagado con un crédito fiscal de 30 euros por llenar el depósito en su gasolinera. Por otra parte supongamos que Zutano y Fulano deben al estado 10 euros cada uno en concepto de impuestos. Como consecuencia de una decisión de gasto del estado algún agente del sector privado se encuentra con un depósito bancario que antes no existía. A la inversa, los impuestos destruyen activos financieros netos del sector privado.

Comprobamos que si el estado incurre en un déficit resulta evidente que añade activos financieros netos al sector privado. Es decir, el déficit del es-

tado es el ahorro del sector privado. En cambio, si incurre en un superávit estará reduciendo los ahorros del sector privado.

La tabla anterior quedaría ahora como sigue:

Agente	Ingreso	Gasto	Saldo
Mengano	52€	15€	37€
Zutano	15€	30€	-15€
Fulano	20€	32€	-12€
Total sector privado	87€	77€	10€
Estado	20€	30€	-10€
Saldo	107€	107€	0€



**Figura 3:** El ahorro neto del sector privado es el déficit del estado



Podemos comprobar que queda una posición financiera neta de 10 euros a favor del sector privado. En esta economía nuestro estado está dispuesto a recuperar menos euros vía impuestos de los que ha inyectado mediante el gasto público. Gracias a que está incurriendo en un déficit público el sector privado puede mantener un ahorro neto.

Por eso podemos decir que

***1 € de déficit público = 1 € de nuevo ahorro neto del sector no gubernamental***

Dado que el déficit público crea nueva deuda del estado también podemos establecer la identidad

***1 € de deuda pública = 1 € de ahorro financiero neto del sector no gubernamental<sup>2</sup>.***

Recordemos que este ahorro financiero, materializado en dinero del estado es un crédito fiscal. Su tenedor siempre lo tendrá disponible para saldar la deuda que le impone el estado en forma de impuestos. Si después de liquidarla le sobra un saldo siempre podrá transferirlo a otros agentes ávidos de conseguir moneda del estado para saldar sus propias deudas tributarias.

Podemos concluir que, solo si existe otro sector dispuesto a endeudarse, podrá el sector privado tener una posición financiera neta positiva. Esto nos permite desmitificar el sentido real del saldo presupuestario del estado. Cuando los políticos, la prensa económica y ciertos economistas nos dicen que “el déficit público es excesivo” o nos crean ansiedad porque la “deuda pública llega al 100% del PIB” y que hay que recortar gastos lo que nos están diciendo, en realidad, es que quieren reducir el ahorro del sector privado. Estos mismos expertos no suelen tener en cuenta que quizás el sector privado sí desea conservar esos ahorros, no reducirlos.

---

2. En el sector no gubernamental incluimos a hogares, empresas, entidades financieras y el resto del mundo. Si suponemos que no existe un sector exterior para simplificar el análisis entonces hablaremos de ‘sector privado’.

## La función de los bancos como intermediarios de crédito

Incorporemos los bancos al esquemático sector privado de nuestro ejemplo. Hasta ahora hemos imaginado solo a tres agentes que se conocían y por ello depositaban su confianza en que sus deudores honrarían sus deudas. Supongamos que Fulano quiere saldar su deuda con Mengano. Podría decirle: «*Zutano, me ha dado un pagaré por 20€. Te lo doy y de esta manera cobras mi deuda de Zutano*». En un circuito tan estrecho en el que los agentes se conocen podría ser posible tal transacción. Es difícil que esta confianza pueda darse entre desconocidos. En una economía operan miles de agentes y es improbable que unas personas acepten en pago los pagarés de otras a las que no conocen. Por eso han surgido unos intermediarios especiales llamados bancos. Su función es establecer estas relaciones de confianza que no son posibles entre desconocidos.

Las creencias populares sobre el funcionamiento de los bancos no se corresponden con la realidad de los sistemas bancarios modernos. Frente a lo que se suele pensar, un banco no capta fondos de los ahorradores y los presta a otros individuos o empresas. Esta imagen popular se corresponde más bien con la operativa de un prestamista que presta a intereses usuarios. La idea de que los bancos puedan captar fondos prestables de un ahorrador encierra un corolario improbable: supondría que particulares y empresarios podrían crear nuevo dinero algo que solo sería posible si fueran falsificadores de moneda.

La impresión errada de que un banco capta fondos de ahorradores y los canaliza hacia los inversores procede de una consecuencia de su actividad. Por una parte los bancos facilitan fondos a quienes quieren o necesitan gastar más de lo que ingresan. Este gasto puede destinarse a financiar una inversión productiva, el fondo de comercio de una empresa (existencias de mercaderías, trabajo en curso, saldo de clientes, etc...) o un gasto en consumo. Por otra parte, esta actividad genera pasivos financieros del banco en los que otros agentes pueden materializar su deseo de ahorrar. Obviamente estos agentes del sector privado no pueden haber creado los depósitos bancarios.

Lo que hace un banco es intermediar en el crédito. Un banco debe determinar si un cliente será capaz de reintegrar en el futuro el principal de un préstamo además de los intereses de donde salen los beneficios del banco. Si se trata de una inversión productiva (en equipamiento industrial, por ejemplo) el banco tendrá que estudiar la rentabilidad del negocio del prestatario. Si el banco es prudente debe cerciorarse de que el cliente generará en el futuro cobros que superarán sus pagos por el uso de factores productivos y sus compras, es decir, un flujo de caja positivo. El banco puede entender que durante un tiempo un nuevo negocio puede necesitar una renovación del crédito al vencimiento del préstamo pero en algún momento del futuro los flujos de caja de su cliente deben ser capaces de validar la decisión de inversión tomada hoy. Alternativamente el cliente puede tener una posición en algún activo que puede aportar en garantía y que podría realizarse en el mercado rápidamente para saldar la deuda, tal como una cartera de valores o una propiedad inmobiliaria. Si el dinero se destina a adquirir bienes de consumo el banquero debe asegurarse de que el deudor tiene una fuente de ingresos que le permitirá amortizar el préstamo en el futuro y pagar los intereses. Por ejemplo un préstamo hipotecario financia la compra de una vivienda que no generará flujos de caja a su propietario. Por eso el banco solo debería conceder un préstamo hipotecario a un deudor que cuente con ingresos regulares procedentes de otras fuentes, normalmente un salario, que le permitirán atender el pago de sus cuotas de forma periódica. Un banquero prudente procurará que las cuotas hipotecarias no excedan de un porcentaje de los ingresos de su cliente para no comprometer la sostenibilidad financiera de ese hogar.

En definitiva un banco evalúa a cada uno de sus clientes y determina si es merecedor o no de la confianza de toda la sociedad. El banco funciona como una entidad en la que confían los demás agentes de la economía. Está diciendo a la sociedad que se le pueden entregar a la persona digna de crédito bancario bienes y servicios reales ya que existen unas probabilidades muy elevadas de que los reintegre más tarde en mayor cuantía. Si un cliente es digno de crédito o aporta suficientes garantías en forma de avales, bienes pignorados o activos inmobiliarios hipotecables el banco le abrirá una línea de crédito, le dará una tarjeta de crédito o constituirá un préstamo a su favor. Cuando el banco decide conceder un préstamo simplemente hace un apunte contable. Por una parte anotará en el activo de su balance la apertura del préstamo a favor de su cliente y en el haber apuntará una cantidad idéntica en una cuenta de depósito abierta a favor de su cliente. Este es el proceso instantáneo de creación del dinero bancario. No ha sido necesario captar fondos de un tercero ni tampoco se han prestado reservas obtenidas del banco central.

El cliente utilizará ese nuevo poder de compra para pagar a sus proveedores. Estos fondos acabarán por tanto en cuentas corrientes de otros agentes. Los demás agentes aceptan en pago ese nuevo poder de compra y están dispuestos a encauzar bienes y servicios –recursos reales– hacia el cliente del banco. Lo hacen en primer lugar porque confían a su vez en la solvencia de la entidad bancaria. En segundo lugar, porque hay un seguro de garantía de depósitos que garantiza a un individuo que recuperará su dinero incluso aunque el banco se volviera insolvente o quebrara. En tercer lugar, porque saben que en los sistemas bancarios modernos los bancos centrales están dispuestos a facilitar líneas de liquidez de emergencia a los bancos. Además, los bancos mantienen posiciones en títulos cotizados de alta calificación crediticia en sus balances para el caso de que necesiten generar liquidez inmediatamente. Los bancos centrales están dispuestos a comprar estos títulos y de esta manera ayudan a mantener la solvencia y liquidez de un banco en apuros. En último lugar, pero desde luego no en orden de importancia, el estado acepta el dinero bancario en pago de impuestos. En definitiva es el respaldo del estado y su disposición a compartir su monopolio de emisión con los bancos lo que permite que el dinero de éstos tenga la máxima aceptación.

## 6

### El circuito horizontal del dinero

Ahora que entendemos la función de los bancos analicemos cómo puede facilitar el funcionamiento de nuestro esquemático modelo económico. Fulano puede pedir un crédito a su banco para saldar su deuda con Mengano. La operación de constitución del préstamo consiste en que el banco hace un cargo en el activo de su balance por el importe del principal y apunta un abono por el mismo importe en la cuenta corriente que ha abierto a nombre del deudor. Fulano transferirá los fondos desde su cuenta bancaria a la de Mengano. Mengano aceptará el dinero bancario porque sabe que le confiere un poder de compra que cualquier otra persona aceptará. La concesión del préstamo a Fulano consiste en el intercambio de dos pagarés. Por una parte Fulano ha recibido un depósito, un pagaré del banco, que es poder de compra que se puede utilizar inmediatamente. Por otra parte Fulano se compromete a devolverle al banco ese mismo importe en el futuro y además a pagar unos intereses periódicamente. Como consecuencia de esta transacción se van a producir dos secuencias de flujos de caja: uno de salida desde el banco al beneficiario del crédito; otro de importe equivalente pero en un tiempo futuro, en una o varias cuotas, incrementado por el importe de los intereses. El banco debe confiar en que el cliente será capaz de generar este segundo flujo de caja porque el único cierto es el primero.

Así pues en una economía pueden circular dos tipos de dinero:

- El dinero del estado, que en realidad podemos considerar un crédito fiscal, que puede transmitirse de unos agentes a otros hasta que se cancela definitivamente al producirse el pago de impuestos. Podemos llamarlo *dinero vertical*.
- El dinero bancario, que también puede transferirse de unos agentes a otros, que se cancela gradualmente a medida que los clientes van devolviendo el principal de los préstamos. Podemos llamarlo también *dinero horizontal* o *dinero crediticio*. El banco por tanto es un agente fundamental que facilita la circulación ‘horizontal’ del dinero entre agentes del sector privado.

Observemos sin embargo que el circuito horizontal no añade activos financieros netos al sector privado. Si el banco concede un préstamo a un particular también constituye un depósito por el mismo importe. Aunque el prestatario luego se gaste el saldo anotado en su nuevo depósito lo único que ocurre es que la titularidad de ese depósito será transferido a un tercero en el mismo o en otro banco. En agregado el sector no gubernamental no puede crear activos financieros netos. Lo que sí pueden hacer los bancos es utilizar su capacidad de creación de dinero para facilitar y apalancar la circulación del dinero vertical.

## Los bancos centrales

Los bancos centrales desempeñan varias funciones en las economías modernas. Funcionan en primer lugar como banqueros de las administraciones públicas. En España la Secretaría General del Tesoro y otras entidades públicas mantienen sus depósitos en el Banco de España, que se encarga de ejecutar las órdenes de pago en nombre de las administraciones públicas. Paradójicamente, pese a ser los banqueros de los gobiernos y a que sus predecesores fueron creados para financiarlos, la normativa europea prohíbe a los bancos centrales concederles préstamos, anticipos o líneas de descuento. Esto implica que el estado debe emitir deuda pública en los mercados para evitar que sus cuentas en el Banco de España se queden en descubierto. Se trata una restricción institucional que responde a un interés ideológico por limitar el gasto público. Pero esta prohibición se puede soslayar cuando los bancos centrales compran deuda pública en los mercados secundarios. El propio Banco Central Europeo (BCE) compra títulos de deuda emitidos por los estados miembros de la zona euro que se encuentra en las carteras de fondos de pensiones, fondos de inversión, bancos y patrimonios de personas adineradas. Esta operativa trata de guardar las apariencias de que se ha dejado un tiempo para que se formen los precios de forma competitiva en los mercados. Es una forma tortuosa de llegar al mismo resultado que si el estado hubiera recibido un descubierto del banco central.

Otro importante cometido de los bancos centrales es estabilizar los mer-

cados financieros. Cuando las entidades financieras experimentan una salida de depósitos puede ocurrir que los bancos necesiten deshacerse de sus posiciones de activos financieros para conseguir liquidez. Estas posiciones de los bancos privados suelen estar colocadas en deuda pública. Los bancos centrales juegan un papel fundamental comprando estas posiciones, estabilizando de esta manera los precios en los mercados financieros e inyectando liquidez a los bancos. Este comportamiento de los bancos centrales evita los pánicos bancarios que fueron habituales en el siglo XIX y XX.

Sin embargo, si el banco central considera que una entidad bancaria no es solvente puede decidir que es mejor intervenir la entidad bancaria en lugar de concederle la liquidez que necesita para asegurar su solvencia. Por eso una función importante de los bancos centrales es la supervisión bancaria. Los bancos centrales deben estudiar los balances y las cuentas anuales de los bancos para conocer sus índices de solvencia y liquidez y averiguar con suficiente antelación si una entidad debe ser intervenida. Puede incluso destituir a los gerentes de la entidad sustituyéndolos por personal propio para dirigir a una entidad que se enfrenta a dificultades. En casos extremos puede tomar la decisión de liquidar un banco, nacionalizarlo o venderlo a otro banco, incluso troceándolo en varias entidades. Por tanto la función de los bancos centrales es crítica a la hora de asegurar la confianza del público en los bancos privados.

Esta capacidad disciplinaria es importante porque los instrumentos que emplea el banco central para ayudar a los banqueros generan un problema de riesgo moral. Los gerentes de los bancos saben que los bancos centrales siempre están dispuestos a suministrarles liquidez, comprar sus posiciones de deuda pública y hacer lo posible por evitar su colapso. Esta convicción puede llevarlos a asumir riesgos que de otra manera no correrían. Fue Hyman Minsky quien desarrolló la *hipótesis de la inestabilidad financiera*. Minsky advirtió que las mismas instituciones públicas que habían conseguido la estabilidad financiera durante la época posterior a la Gran Depresión de los años 30 del siglo pasado, paradójicamente generaban inestabilidad (Minsky, 2008). Las instituciones creadas por el estado para asegurar el correcto funcionamiento de los sistemas financieros –los



fondos de garantía de depósitos, la provisión de liquidez por los bancos centrales, el reconocimiento del dinero bancario por el estado como medio de pago de los impuestos— generan un patrón asimétrico de recompensa de los gerentes bancarios. Los fondos de garantía de depósitos permiten que los clientes del banco recuperen su dinero si el banco quiebra, lo cual los disuade de sacar sus depósitos si trasciende a la opinión pública que una entidad financiera está experimentando problemas de liquidez. La provisión de liquidez por los bancos centrales permite a los bancos seguir funcionando si algunos préstamos de su cartera empiezan a dar problemas de morosidad. Al aceptar el estado el pago de impuestos en dinero bancario se evita el riesgo, frecuente en el siglo XIX, de que coticen en el mercado con un descuento sobre su valor facial. Los fondos de reestructuración bancaria, parcialmente financiados por el estado, permiten costear los procesos de nacionalización, venta o liquidación de entidades financieras. El efecto indeseado de estas instituciones es que, si los negocios van bien, los gerentes ganan mucho dinero; si van mal, es el estado quien rescata la entidad bancaria. La privatización de los beneficios y la socialización de las pérdidas genera un patrón asimétrico de recompensa.

En su teoría del ciclo económico Minsky describe cómo en el periodo posterior a una crisis financiera hay una etapa inicial en la que los banqueros actúan de forma prudente y los mercados financieros funcionan razonablemente bien. Existen oportunidades rentables de conceder financiación, los préstamos se devuelven y la morosidad es baja. Poco a poco los banqueros van olvidando las lecciones aprendidas en crisis anteriores y exploran oportunidades de negocio más rentables pero también más arriesgadas. Inicialmente estas operaciones van saliendo bien y los gerentes se van envalentonando. Los banqueros entonces entran en operaciones más arriesgadas. Para hacer crecer sus carteras crediticias y mejorar sus tasas de rentabilidad los banqueros empiezan a conceder préstamos a empresas y personas que gozan de peor calidad crediticia. Este comportamiento de los banqueros se debe a la *heurística de la disponibilidad*, observada en el comportamiento humano. Damos mayor ponderación en nuestras decisiones a hechos pasados que hemos incorporado más recientemente a nuestra me-

moria. Si hemos vivido una crisis económica recientemente seremos más cautos. En cambio si nuestras últimas decisiones, tomadas en un entorno de crecimiento económico, han dado buenos resultados estaremos más dispuestos a correr riesgos en las próximas operaciones.

Si se produce una crisis financiera las instituciones que ha creado el estado evitan que los bancos se queden sin liquidez y los habilitan para que éstos puedan continuar con su actividad sin grandes alteraciones. El precio de las instituciones creadas para garantizar la solvencia de los bancos privados ha sido sembrar las condiciones para la creación de nuevas crisis financieras de mayor gravedad en el futuro. Durante un tiempo los banqueros pueden recuperar su prudencia pero, ante la falta de consecuencias severas de su comportamiento anterior, éste se repite y los límites de la prudencia se tantean con mayor agresividad. Este proceso genera un crecimiento económico a lomos del crédito bancario hasta que se produce el “momento Minsky”, aquél en el que los banqueros se dan cuenta de que los balances de las familias y empresas están demasiado endeudados y dejan de conceder nuevos préstamos. En ese momento la economía se viene abajo, deja de crecer el PIB, los negocios experimentan caídas en las ventas y algunas empresas dejan de pagar sus préstamos. El paro aumenta y quienes antes podían pagar sus cuotas hipotecarias dejan de hacerlo. Los bancos empiezan a experimentar problemas de morosidad y de rentabilidad. En definitiva, la tranquilidad financiera acaba generando una tempestad, que costeamos entre todos.

La financiarización, ese proceso de crecimiento irracional del crédito bancario observado en muchas economías occidentales, fragilizó los sistemas financieros en la primera década de este siglo. Según la hipótesis de Minsky una de las causas ha sido el conjunto de instituciones creadas para asegurar la tranquilidad financiera. Durante la burbuja inmobiliaria estas instituciones generaron una falsa sensación de seguridad entre los banqueros, que incurrieron en comportamientos cada vez más arriesgados por mor de ganar más cuota de mercado y aumentar su rentabilidad. El sector privado pudo acceder con mayor facilidad que nunca al crédito bancario, sobre todo mediante préstamos hipotecarios. Tal fue la experiencia española durante la burbuja financiera que acabó en la crisis iniciada en 2008

llevándose por delante las cajas de ahorro y cuyos últimos coletazos han sido la intervención y venta del Banco Popular en 2017. La experiencia pasada sugiere que los bancos centrales deberían tener competencias de supervisión más amplias y los parlamentos introducir una reglamentación más estrecha, que permitieran limitar el crecimiento de los activos bancarios e incluso modificar la composición de las carteras crediticias si se observa que están financiando una burbuja especulativa.

Por último, una de las funciones más importantes de los bancos centrales es gestionar el volumen de reservas en el sistema bancario y determinar los tipos de interés en el mercado interbancario donde se intercambian éstas, cuestiones que examinamos en el siguiente epígrafe.

## La gestión de las cuentas de reservas

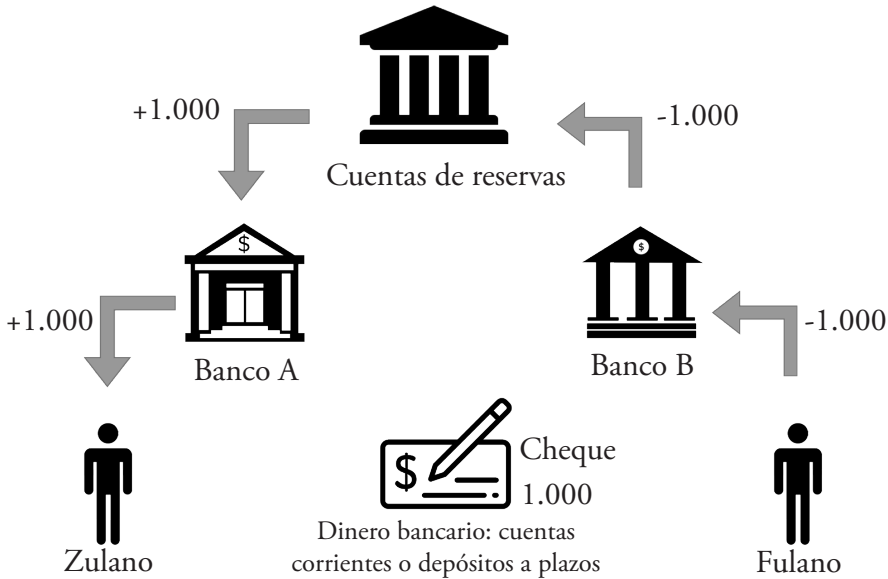
El análisis del sistema monetario no está completo si no estudiamos el dinero que utilizan los bancos. Los bancos utilizan cuentas de reservas, que son simplemente depósitos que mantienen en el banco central y que no son muy diferentes de las cuentas corrientes y de los depósitos que usan los ciudadanos y empresas. Estas cuentas son un pasivo del banco central y un activo de las entidades financieras. Podemos decir que el banco central es el banquero de los bancos.

Los bancos procurarán minimizar el nivel de reservas porque estas cuentas no ofrecen más rentabilidad que la que quiera pagar el banco central. Sin embargo los bancos necesitan mantener un saldo mínimo de reservas, en primer lugar por una exigencia del regulador<sup>1</sup>. Además los bancos pueden mantener un nivel de reservas para asegurar un mínimo de liquidez. Estas reservas también sirven para que los bancos compensen pagos entre ellos. Supongamos que un banco A tiene que depositar en cuentas de sus

---

1. En el Eurosistema, las reservas mínimas se calculan aplicando un coeficiente, actualmente el 1%, llamado *coeficiente de reservas* o *coeficiente de caja*, sobre los saldos existentes a fin de mes de determinados pasivos de las entidades de crédito, generalmente con plazos de vencimiento inferiores a dos años, que, en conjunto, forman lo que se denomina base de reservas. Las reservas así determinadas se deben mantener durante un período de un mes y se remuneran al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Una entidad cumple las exigencias de mantenimiento de reservas durante ese mes si la media de los saldos diarios en su cuenta en el banco central no es inferior a la cantidad exigida (Glosario de Política Monetaria. Página web del Banco de España).

clientes transferencias y cheques procedentes de otro banco B. A su vez el banco B tiene que hacer lo propio con medios de pago procedentes del banco A. Periódicamente, por ejemplo una vez al día, los bancos llevan los pagos y cobros pendientes de procesar a una *cámara de compensación* donde se calculará la posición neta que cada banco tiene respecto a las demás entidades bancarias participantes. Si tras saldar esas posiciones el banco A adeuda al banco B el importe pendiente se liquida con una orden de transferencia desde su cuenta de reservas en el banco central a la cuenta de reservas que mantiene el banco B.



**Figura 4:** Pago a través del sistema de reservas

Al finalizar el período de cómputo de la posición de reservas algunos bancos pueden encontrarse con una insuficiencia de reservas mientras que otros pueden tener un excedente. Existe un mercado interbancario que permite que los bancos se presten reservas entre sí. Un banco puede acceder a más reservas de esta manera. Pero el sistema bancario en su conjunto no puede aumentar o disminuir el total de reservas existentes.

Solo las operaciones fiscales del gobierno y las operaciones del banco central pueden variar su nivel. Si, por ejemplo, las exigencias de nivel de reservas en todo el sistema bancario son de 100 mil millones de euros pero al final del período de cómputo solo hay 95 mil millones al menos un banco incumplirá el requisito legal. Solo el banco central puede cerrar esa brecha y lo hará si no quiere provocar el colapso del sistema de pagos bancarios. Si un banco necesita aumentar sus cuentas de reservas siempre podrá acudir al banco central si no puede conseguirlas en el mercado interbancario. Al igual que los bancos pueden crear nuevos depósitos también el banco central tiene la capacidad de crear nuevas cuentas de reservas. Los bancos centrales suministrarán el volumen de reservas que sea compatible con su objetivo de tipos de interés y además asegure la estabilidad del sistema de pagos. Si el banco central se negara a suministrar nuevas reservas los bancos deficitarios tendrían que realizar otros activos en los que mantienen posiciones vendiéndolos precipitadamente, lo cual podría desestabilizar los mercados financieros, o pedir a sus clientes la devolución anticipada de préstamos y créditos para reducir el importe de sus depósitos, lo cual podría causar problemas de solvencia y liquidez en la economía.

Las reservas bancarias forman parte de lo que se llama la ‘base monetaria’, que está constituida además por las monedas y billetes de curso legal en manos del público. Un error conceptual frecuentemente difundido por la prensa y algunos economistas es la creencia de que un banco capta cuentas de reservas creadas por el banco central para prestarlas a sus clientes. Las cuentas de reservas solo pueden ser utilizadas entre bancos que son miembros del banco central.

Para entender el proceso de creación de nuevas reservas analicemos una versión esquelética del balance de un banco central:

$$\text{Activo (A)} = \text{Reservas (R)} + \text{Billetes en circulación (B)} + \text{Depósitos de la Tesorería (DT)}$$

Además de mantener las cuentas de reservas de los bancos, los bancos

centrales emiten los billetes de banco y mantienen los depósitos de la Tesorería. Los cambios en el balance del banco central se pueden representar con la siguiente ecuación:

$\Delta A = \Delta R + \Delta B + \Delta DT$ ; donde la letra griega  $\Delta$  indica una variación de la variable a la que acompaña.

Si queremos estudiar los cambios en las cuentas de reservas podemos reordenar la expresión anterior de la siguiente manera:

$$\Delta R = \Delta A - \Delta B - \Delta DT$$

Por tanto las reservas de los bancos centrales crecen (decrecen) cuando 1) aumentan (reducen) sus activos, 2) el público reduce (incrementa) las cantidades de efectivo que desea mantener o 3) el gobierno reduce (aumenta) sus depósitos en el banco central cuando ordena transferencias al (recibe transferencias del) sector privado.

Este último mecanismo forma parte de lo que hemos llamado trayecto vertical del dinero. Cuando el estado hace un pago normalmente da una instrucción para que se adeude la cuenta que mantiene el Tesoro en el banco central y se abone la de su acreedor como haríamos cualquiera de nosotros al ordenar una transferencia a un proveedor o acreedor. Esta instrucción genera un par de apuntes contables intermedios en el banco central: se adeuda el depósito del Tesoro en el banco central y se abona la cuenta de reservas del banco del beneficiario de la transferencia. Finalmente el banco privado adeuda su cuenta de reservas en el banco central y abona la cuenta de su cliente. De esta manera el estado ha creado nuevo dinero: un depósito bancario de una persona o entidad del sector privado ha aumentado su saldo y éste tiene su contrapartida en un aumento de la cuenta de reservas del banco privado.

*A primera vista esto resulta complicado de entender porque se registra un cuádruple apunte contable. Quizás ayude al lector ver el impacto de una operación de pago de 100 euros del estado en los balances del tesoro, el banco central, el banco privado y el proveedor del estado.*

*A) En la contabilidad del tesoro se registran estos apuntes*

Cuando el tesoro reconoce la obligación de pago				
100	Reconocimiento del gasto	x	Deuda con proveedor	100
Cuando el tesoro ordena el pago				
100	Deuda con proveedor	x	Depósito en el banco central del Banco A	100

*B) En la contabilidad del banco central se registra el siguiente apunte contable.*

100	Cuenta del tesoro	x	Depósito en el banco central	100
-----	-------------------	---	------------------------------	-----

*C) En la contabilidad del banco privado "A" se registraría el siguiente apunte*

100	Cuenta de reserva del Banco A	x	Cuenta corriente del proveedor	100
-----	-------------------------------	---	--------------------------------	-----

*D) Finalmente en la contabilidad del proveedor podríamos ver los siguientes apuntes registrados:*

100	Cliente: estado	x	Venta o presentación de servicio al estado	100
100	Cuenta corriente en Banco A	x	Cliente: estado	100



Si un déficit público se prolonga en el tiempo, eventualmente el saldo de los depósitos del estado en el banco central se volvería negativo. Es decir, en este caso el banco central consentiría que el estado tuviera un descubierto en cuenta. Sin embargo, muchos ordenamientos legales han establecido restricciones institucionales que prohíben a los bancos centrales la financiación del déficit del estado<sup>2</sup>. Para evitar los descubiertos que resultarían de un déficit prolongado, convencionalmente el tesoro emite deuda pública por importe equivalente al déficit fiscal. El efecto final en los balances de los bancos de la emisión de deuda es una reducción de los saldos de sus cuentas de reservas y un aumento por valor equivalente de los saldos en sus tenencias de títulos de deuda pública. El comprador de esa deuda puede ser un banco y en este caso el banco abonará su cuenta de reservas en el banco central y cargará su cuenta de cartera de deuda pública. A su vez, el banco central transferirá esas reservas desde la cuenta del banco a la cuenta del Tesoro. Otra posibilidad es que el comprador sea un fondo de pensiones o de inversiones. En este caso su cuenta corriente en el banco se verá reducida por el importe de la inversión en deuda pública. A su vez el banco ordenará una transferencia de reservas desde su cuenta en el banco central a la del Tesoro.

La emisión de deuda es un vestigio anacrónico de la época en la que los sistemas monetarios se basaban en moneda metálica. Sin embargo tal conservadurismo institucional no es inocente. La deuda emitida por el estado permite que aquellas personas que detienen el ahorro neto del sector privado, inicialmente materializado en dinero que no paga intereses, puedan transformarlo en un instrumento que genera una renta. Obviamente los principales beneficiarios de ella son los grandes patrimonios. En este

---

2. Por ejemplo, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en su artículo 123.1 dice: «*Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados por el sucesivo bancos centrales nacionales, en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales*».

sentido entendemos que la deuda no es más que una forma de beneficencia para la oligarquía rentista.

Otra causa de la variación en las reservas son las decisiones de inversión o desinversión en activos que realiza el banco central.

Podemos expresar el efecto en el nivel de reservas de la compra de activos por el banco central mediante una ecuación:  $\Delta R = \Delta A$ , si hacemos  $\Delta B = 0$  y  $\Delta DT = 0$ .

Estas operaciones se realizan en el marco de su política monetaria. Los bancos centrales modernos tratan de determinar un tipo de interés de referencia a corto plazo. El tipo de referencia más utilizado es el del mercado interbancario en el que unos bancos prestan sus reservas excedentarias a otros. Si en el sistema bancario hay un exceso de reservas los tipos de interés tenderán a bajar mientras que si hay una carencia de reservas éstos subirán. Los bancos centrales acomodan el nivel total de reservas mantenidos por los bancos participantes en el sistema a aquél que sea compatible con el tipo de interés que se ha fijado como objetivo. Si el sistema bancario necesita acceder a reservas adicionales el banco central acomodará esa demanda inyectando esas reservas si quiere evitar que los tipos excedan su objetivo. El banco central puede aumentar el nivel de reservas existentes en el sistema comprando activos financieros que se encuentran en las carteras de los bancos, normalmente títulos de deuda pública como las letras del Tesoro y los bonos del Estado<sup>3</sup>. Los bancos a su vez registrarán en su contabilidad una variación en la composición de su activo: un aumento de sus cuentas de reservas y una reducción equivalente de sus inversiones de cartera. El banco central puede también crear cuentas de reservas concediéndoles a los bancos líneas de liquidez. En este caso el banco central registra un préstamo en su activo y un aumento equivalente de reservas en su pasivo. Ambas operaciones tienen el efecto de aumentar el activo del banco central y su contrapartida, las cuentas de reservas, en el pasivo.

También puede ocurrir que un exceso de reservas provoque una caída

---

3. No hay mucha diferencia entre la deuda pública y las reservas bancarias. Ambos no son más que un tipo de depósito en el banco central siendo la principal diferencia que una paga intereses y la otra no.

de los tipos de interés en el mercado interbancario. El banco central puede “drenar” reservas excedentarias del sistema bancario deshaciendo las operaciones anteriormente descritas. Por ejemplo puede vender a los bancos títulos de deuda que mantiene en su cartera o desincentivar que los bancos acudan a las líneas de liquidez con un aumento de los tipos de interés que cobra por ellas. En este caso el efecto es una reducción simultánea de los activos registrados en el balance del banco central y de las reservas en el pasivo. Estas operaciones permiten subir los tipos de interés hasta el nivel que desea el banco central.

La intervención de los bancos centrales en los mercados secundarios donde se intercambian los títulos de deuda pública implica que aquéllos pueden determinar su precio. El precio de un bono o letra del tesoro tiene una relación inversa con el rendimiento que les produce a los inversores. Cuando en la prensa leemos que la prima de riesgo de la deuda pública de los estados del sur de Europa –la diferencia entre el rendimiento de un bono alemán y el de uno emitido por un estado periférico– ha aumentado no debemos caer en el engaño de creer que ese precio refleja condiciones de mercado. Simplemente el BCE ha tomado la decisión política de no comprar suficiente deuda pública como para reducir su rendimiento.

*El interés de la deuda no es lo mismo que su rendimiento. Si compramos un bono con un valor nominal de 100.000 euros y vencimiento a un año que paga 1.000 euros en intereses a su vencimiento, su tipo de interés es el 1%. Para quien haya comprado ese bono con intención de conservarlo en su cartera hasta el vencimiento el tipo de interés será idéntico al rendimiento. Sin embargo, si vende ese bono en el mercado secundario al día siguiente por 95.000 € el comprador cobrará esos 1.000 euros al vencimiento. En este caso, aunque el tipo de interés sigue siendo un 1% sobre el nominal del bono (100.0000 euros), el rendimiento que obtiene sobre el precio que ha pagado es mayor, del 1,05%. En cambio, si el comprador hubiese pagado 110.000 euros, su rendimiento sería 0,91%. El rendimiento tiene una relación inversa con el precio del título de deuda en el mercado secundario.*

Por último las reservas bancarias pueden disminuir cuando el público desea aumentar sus tenencias de billetes de banco. Supongamos que una persona decide retirar efectivo de su cuenta bancaria. En este caso el banco encargará al banco central que le entregue monedas y billetes, el cual cargará el importe equivalente en la cuenta de reservas de la entidad. Cuando el banco entregue los billetes cargará el importe en la cuenta corriente de su cliente. De esta forma un aumento de los billetes en circulación produce una reducción de los niveles de reservas y de los depósitos bancarios.

## La endogeneidad del dinero bancario

En el sistema monetario moderno los bancos centrales no pretenden controlar el nivel de reservas sino determinar un determinado tipo de interés. En el mercado de reservas bancarias el comportamiento de los bancos centrales está constreñido por el precio —el tipo de interés que pretende alcanzar—, no por la cantidad. Durante la época del monetarismo, siguiendo los consejos de Milton Friedman, los bancos centrales intentaron fijar una tasa de crecimiento de las magnitudes monetarias en la creencia equivocada de que había una relación constante entre base monetaria<sup>1</sup> (constituida por monedas, billetes y cuentas de reservas) y oferta monetaria. Según los monetaristas y muchos economistas convencionales la oferta monetaria sería una variable exógena que podría determinar el banco central a través de un *multiplicador* de la base monetaria. El objetivo de las políticas monetaristas, que se intentaron aplicar sin éxito desde los años 70, era controlar la inflación en base a la desacreditada teoría cuantitativa del dinero que revisaremos más adelante asumiendo como

---

1. Los agregados monetarios M1, M2 y M3 sirven para medir la cantidad de dinero en circulación. Se ordenan desde la definición más estrecha a la más amplia. M1 es el efectivo en circulación más los depósitos a la vista de los residentes en la zona euro, excluidas las administraciones centrales, en entidades emisoras de la zona euro. M2 incluye el M1 y además los depósitos a plazo fijo de hasta dos años y los depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses. M3 engloba el M2 y las cesiones temporales de dinero, las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores que no sean acciones y tengan una vida no superior a dos años.

cierta la existencia de este multiplicador. Sin embargo, la evidencia empírica demuestra que tal multiplicador es una ficción académica.

Esto contrasta con la visión postkeynesiana en la que la oferta monetaria es una variable endógena cuyo crecimiento depende de decisiones que toman los bancos y otros operadores financieros. Hemos visto que los banqueros son capaces de crear dinero de la nada. Sin embargo serán más propensos a hacerlo en los ciclos económicos ascendentes y más reacios en coyunturas negativas. El crecimiento de la oferta monetaria depende de decisiones que toman los banqueros en función de la demanda que reciban de sus clientes. Por eso, el negocio bancario es procíclico: tiende a formar burbujas financieras durante períodos de auge y profundizar las crisis negando el crédito cuando la coyuntura es negativa. En períodos de bonanza las empresas están expandiendo sus balances y necesitan financiación. Los bancos están más dispuestos a dar crédito, ya que sus expectativas de recuperar la inversión son mayores. En un ciclo económico desfavorable los bancos endurecerán las condiciones de acceso al crédito. Los propios empresarios encontrarán menos oportunidades y sus expectativas se deteriorarán, por ejemplo porque los consumidores decidan recortar sus gastos ante un aumento del desempleo. Entonces los empresarios se mostrarán menos predispuestos a ampliar su capacidad productiva o iniciar nuevos negocios. La pérdida de ingresos causada por el aumento del desempleo también reducirá las compras de bienes duraderos y viviendas. No solo hay menos demanda de financiación sino que la que se acerca a las oficinas bancarias es menos solvente.

La visión postkeynesiana del dinero como variable endógena es muy importante para entender la escasa utilidad de las políticas monetarias. En muchos países los bancos centrales han aplicado políticas de *flexibilización cuantitativa* con la esperanza de que inundando el sistema financiero de cuentas de reservas conseguirán multiplicarlas ya que los bancos comerciales se verán incentivados a crear nuevos préstamos. La falta de oportunidades atractivas de inversión, sin embargo, reduce la eficacia de estas políticas y puede ocurrir que, incluso si las entidades financieras deciden entregar más financiación a las empresas, éstas utilicen los fondos para devolver préstamos

en lugar de destinarlos a inversión y creación de empleo. Utilizando una clásica analogía, por mucho que acerquemos el caballo al abrevadero, si éste no tiene sed, no beberá.

### ***El sistema de compensación de pagos.***

*En los sistemas monetarios modernos la mayor parte del dinero que emplean los ciudadanos es dinero bancario. ¿Qué ocurre cuando queremos utilizar ese dinero para pagar a un acreedor? Supongamos que Vd. ordena a su banco una transferencia de 1.000 euros a favor de su acreedor. El banco utilizará una plataforma informática para procesar el pago. Por ejemplo en España existe el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) que gestiona la Sociedad Española de Sistemas de Pago (IBERPAY), empresa privada cuyos accionistas son las entidades participantes en el SNCE. Lo que hará su banco (que llamaremos Banco A) es cargar en su cuenta corriente los 1.000 euros. A través del sistema de compensación de pagos se cargará el mismo importe en la cuenta que mantiene el Banco A en el Banco de España y se abonarán en la cuenta del banco del acreedor (que llamaremos banco B). Finalmente el Banco B verá el cargo en su cuenta del Banco de España y abonará la cuenta del acreedor.*

*Para los que tengan conocimientos de contabilidad puede ser útil representar mediante las clásicas T contables la operación.*

*Es fácil comprobar cómo cada transacción entre dos partícipes del sistema de bancos centrales genera una secuencia de asientos contables. El sistema de reservas bancarias no es más que una gran base de datos que mantiene el banco central, una cuenta de mayor dentro de la contabilidad del banco central que siempre tiene que estar equilibrada con un valor neto de 0. Como se muestra en la figura 5.*

*¿Qué ocurre cuando el pago ocurre entre sendos residentes de dos países distintos de la zona euro? Los miembros de la Unión Monetaria Europea utilizan el «Sistema Único de Pagos Europeo o SEPA (por las siglas en inglés Single European Payments Area). En las operaciones entre bancos centrales de la zona euro de nuevo se utiliza dinero creado por los bancos centrales integrados en el Eurosistema y que todos ellos aceptan.*

*Cuando un banco español tramita un pago a favor de un banco alemán la operativa es muy similar al de un pago entre entidades españolas. Si*

Contabilidad del deudor			
1.000,00€	Acreedor	Cuenta corriente en Banco A	1.000,00
Contabilidad del Banco A			
1.000,00€	Cuenta corriente del deudor	Cuenta en Banco de España	1.000,00
Contabilidad del Banco de España			
1.000,00€	Cuenta de reservas del Banco A	Cuenta de reservas del Banco B	1.000,00€
Contabilidad del Banco B			
1.000,00 €	Cuenta en Banco de España	Cuenta corriente del acreedor	1.000,00€
Contabilidad del acreedor			
1.000,00€	Cuenta corriente en Banco B	Deudor	1.000,00€

**Figura 5:** Apuntes contables que reflejan una transferencia a través del sistema interbancario.

*un banco español ordena transferir 1 millón de euros a favor de un cliente de un banco alemán, el Banco de España simplemente cargará en la cuenta de reservas que mantiene el banco español en su balance el importe transferido y abonará la cuenta TARGET2 que mantiene en el BCE. A su vez el BCE abonará la cuenta en TARGET2 que mantiene el Bundesbank. En su contabilidad el Bundesbank anotará un asiento de cargo en su cuenta TARGET2 y abonará la cuenta de reservas del banco comercial alemán. La consecuencia de esta secuencia de asientos será que en el balance del TARGET2 el Banco de España tendrá una posición deudora y el Bundesbank una posición acreedora. La salida de depósitos hacia Alemania durante la crisis financiera global*

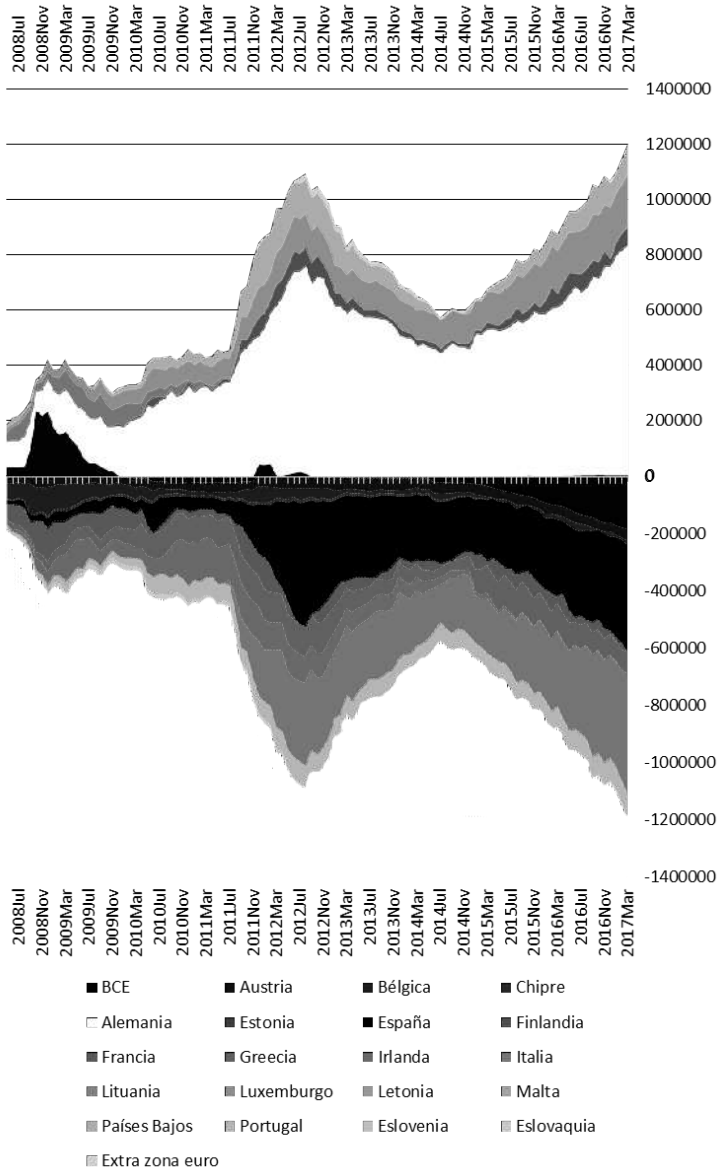


*y, más recientemente, la creación de depósitos por el Banco de España para comprar títulos de deuda española que se hallaban en las carteras de bancos extranjeros han tenido como consecuencia que el saldo TARGET2<sup>2</sup> de España se haya tornado cada vez más negativo. Algunos comentaristas han interpretado esto como una deuda del estado español con el resto de países de la zona euro, en especial con Alemania. Sin embargo esta interpretación no es correcta. Es cierto que los saldos en TARGET2 para España y otros países del sur se han tornado crecientemente negativos mientras que el saldo de Alemania se hacía cada vez más positivo. Sin embargo, no hay ningún pasivo exigible. Si un importador español ha pagado a su acreedor alemán ha saldado su deuda. Nadie debe nada a nadie. El saldo en TARGET2 simplemente refleja que ha habido un flujo de depósitos desde España a Alemania y otros países y por tanto no es más que el registro estadístico de estas transacciones. Se trata de un pasivo nomenclal sin fecha de vencimiento y que por tanto no es exigible.*

---

2. TARGET2 es un sistema de pago propiedad del Eurosistema, que también se ocupa de su gestión. Es la principal plataforma europea para el procesamiento de grandes pagos y la utilizan tanto los bancos centrales como los bancos comerciales para procesar pagos en euros en tiempo real.

## Saldos target



**Figura 6:** Evolución de los saldos del sistema Target 2 desde 2008 hasta 2016. Fuente: elaboración propia a partir de datos publicados por el BCE.

## La independencia de los bancos centrales

Entre los economistas ortodoxos está extendida la creencia de que los bancos centrales deben ser independientes. La premisa es que no se puede confiar en los gobiernos para gestionar la política monetaria puesto que su tentación sería utilizar el banco central para financiar el gasto público<sup>1</sup>. Esta doctrina sostiene que la ejecución del gasto público conlleva siempre un aumento de la oferta monetaria. Según la teoría cuantitativa del dinero los precios crecen si aumenta la oferta monetaria. Desmontaremos posteriormente esta falacia pero el falso silogismo concluye con que todo aumento del gasto público conlleva inevitablemente un aumento de los precios. La mitología neoliberal culpa a los gobernantes de la inflación y por ello trata de limitar su capacidad de gasto con una institución “independiente”, controlada por técnicos que se supone actuarán con objetividad y no estarán sometidos a tentaciones electoralistas.

La independencia de los bancos centrales pretende evitar intromisiones de los políticos en la gestión de la política monetaria. Pero no existe reciprocidad, pues los órganos de gobierno de estas entidades, generalmente

---

1. La independencia de los bancos centrales está consagrada en los tratados de la UE. Una ley española aprobada en 1994 como consecuencia de las exigencias derivadas del Tratado de la Unión Europea (TUE) establecía que «en el desarrollo de sus actividades y para el cumplimiento de sus fines [el Banco de España] actuará con autonomía respecto a la Administración General del Estado».

integradas por unos tecnócratas no elegidos democráticamente, han conseguido imponer a los estados políticas monetarias fuertemente contractivas que han resultado en elevadas tasas de desempleo. La independencia del Banco de España tampoco ha sido óbice para que sucesivos gobernadores del Banco de España pidieran reiteradamente políticas de contención en el crecimiento de las rentas, sobre todo de las salariales.

El problema es que los técnicos de los bancos centrales no suelen ser neutrales ya que están adscritos mayoritariamente a la escuela neoclásica y eso les imprime un marcado sesgo en sus opiniones y esquemas mentales, los cuales, por cierto, suelen ser beneficiosos para los intereses de las élites económicas. La independencia de los bancos centrales contribuye a avanzar un determinado programa ideológico: crear desempleo para disciplinar a la fuerza de trabajo; controlar la acción del gobierno para evitar el pleno empleo y eliminar el riesgo de una inflación que socave los patrimonios de las clases rentistas.

El profundo dogmatismo de los técnicos de los bancos centrales aconseja limitar su independencia. En una democracia resulta difícil de justificar que un banco central no responda ante las Cortes por la gestión de una herramienta macroeconómica tan importante como la monetaria. Los fines de la política económica –por ejemplo, el pleno empleo, una tasa de inflación determinada o la estabilidad financiera– claramente deben ser decididos de forma democrática. Los niveles que deben alcanzarse para cada fin –una determinada tasa de inflación, una determinada tasa de paro, los tipos de interés–, es decir, los que podríamos llamar objetivos de política macroeconómica, también deberían estar sometidos a la voluntad popular. No se trata solo de que sea aconsejable que haya una coordinación entre el Gobierno y el banco central. Si las Cortes establecen unos objetivos de pleno empleo el banco central debe facilitar la labor del gobierno en el cumplimiento de tal mandato. Una entidad independiente podría verse tentada de boicotear los esfuerzos de un gobierno en conseguir el pleno empleo. Para alcanzar un determinado objetivo de pleno empleo puede que el gobierno necesite que le acompañe el banco central con una política monetaria de tipos de interés 0%. Si como sociedad preferimos una tasa

de inflación del 5% con pleno empleo en lugar de una inflación del 0% con una tasa de desempleo del 20% debemos ser capaces de imponer esa elección a los bancos centrales. Estas contradicciones entre tasa de empleo e inflación no tienen por qué darse en realidad, pero las mencionamos para ilustrar nuestro argumento. Los objetivos de precios y empleo son decisiones que debemos tomar de forma colectiva. Una sociedad democrática no debe consentir que unos técnicos le arrebatan ese poder<sup>2</sup>. Incidiendo en la importancia de esta idea, el economista australiano Bill Mitchell ha propuesto simplemente eliminar los bancos centrales e integrar sus funciones dentro del cometido de las tesorerías.

---

2. Esto no quiere decir que no deba asegurarse cierta independencia para evitar intromisiones políticas que dificulten la ejecución de sus actividades de formar similar a como se han establecido otras agencias independientes como la Agencia Española del Medicamento y del Producto Sanitario o la Agencia Estatal Tributaria. Pero conviene matizar a qué tipo de independencia nos referimos. Debe entenderse que la independencia se refiere a las herramientas que pueda utilizar el Banco de España para ejecutar la política monetaria. Es razonable dejar en manos de los técnicos la decisión de cómo se consigue un objetivo de tipos de interés o cómo estabilizar el sistema financiero. Pero los objetivos deben ser establecidos políticamente y de forma coordinada con el gobierno.

## La utilidad de la política monetaria

En una sociedad que maximiza el bienestar de sus ciudadanos los objetivos de la política económica deberían ser el pleno empleo, la estabilidad de precios y mejorar la distribución de la renta y de la riqueza. Para alcanzar estos fines tradicionalmente se considera que existen dos herramientas fundamentales de política económica, la política fiscal y la política monetaria que examinamos ahora en este epígrafe. La doctrina convencional atribuye a la política monetaria las siguientes funciones:

- Determinar los tipos de interés
- Controlar la tasa de inflación
- Controlar la tasa de crecimiento de la economía

Examinaremos a continuación los efectos que el pensamiento dominante atribuye a la política monetaria.

### Determinar los tipos de interés

Los bancos centrales determinan los tipos de interés. Para ser precisos, nos referimos fundamentalmente a los tipos de interés del mercado interbancario, es decir, el que negocian los bancos cuando se prestan entre sí dinero del banco central. El euríbor (Euro Interbank Offered Rate o tipo ofertado en el interbancario del Euro) es el tipo de interés promedio que se negocia

en este mercado para operaciones que pueden tener una duración que va desde una semana a un año. Los tipos de interés del Euribor sirven como referencia para calcular los que aplican los bancos en sus operaciones de crédito a hogares y empresas. Los bancos aplican un margen sobre estos tipos de interés el cual varía en función de la solvencia del cliente, el riesgo percibido en la operación, los objetivos de crecimiento del propio banco y el estado de sus ratios de solvencia, liquidez y rentabilidad.

El BCE utiliza varios instrumentos para pastorear el euribor. En primer lugar el banco central ofrece una rentabilidad por el mantenimiento de cuentas de reservas en el llamado 'Deposit Facility'. Este tipo de interés marca un suelo al mercado interbancario ya que ningún banco prestaría sus reservas a otro banco a un tipo inferior al que puede conseguir en el propio banco central. Desde hace varios años el BCE lleva recortando este tipo de interés y actualmente es negativo, es decir, los bancos pagan por mantener cuentas de reservas en el banco central. Con esta medida pretende fomentar el mercado interbancario que se vino abajo, sobre todo para operaciones transfronterizas dentro de la zona euro, a partir del inicio de la CFG.

Cuando un banco se queda corto de reservas puede tomarlas prestadas del BCE el cual se las facilitará a través de una línea de préstamo. El tipo de interés de esta línea es superior al tipo de depósito y marca de forma efectiva un límite superior al tipo de interés que se negocia en el mercado interbancario pues ningún banco tomaría prestadas reservas bancarias de otro banco a un precio superior al que le ofrece el propio banco central. Por tanto la evolución del tipo de interés de los depósitos y de las líneas de préstamos del BCE define un corredor en el que se mueve el tipo de interés interbancario.

Sin embargo la mayoría de las operaciones de gestión del mercado interbancario se realizan a través de lo que se llaman operaciones de mercado abierto. En terminología del BCE se llaman Operaciones Principales de Refinanciación (Main Refinancing Operations o MRO en inglés). Estas operaciones se formalizan en una subasta en la que el BCE anuncia un tipo de interés al que está dispuesto a facilitar fondos a los bancos. Los bancos comunican cuántos fondos están dispuestos a tomar prestados a ese precio. Hasta hace unos años estas subastas se hacían a un tipo variable, es decir

que el BCE anunciaba el importe máximo que estaba dispuesto a conceder y fijaba un tipo de interés mínimo y los fondos se asignaban a los bancos en función de sus pujas sobre el tipo de interés. Desde hace algunos años el BCE ofrece el dinero a tipo de interés fijo y concede todos los fondos que solicitan los bancos. El tipo de interés de las MRO oscila entre el suelo marcado por el tipo de interés de depósito y el techo fijado por la facilidad de préstamo.

La evidencia empírica demuestra que el BCE y otros bancos centrales se limitan a fijar el precio del dinero y que son aceptadores de la cantidad de depósitos que desea tener el mercado. Ésta es una prueba de que la oferta monetaria es una variable endógena que determina el sector privado en función de sus objetivos de gasto y ahorro tal como argüimos en un epígrafe anterior. También hay sobradas evidencias de que es el banco central el que determina los tipos de interés de referencia y no el mercado.

Evolución de los tipos de interés

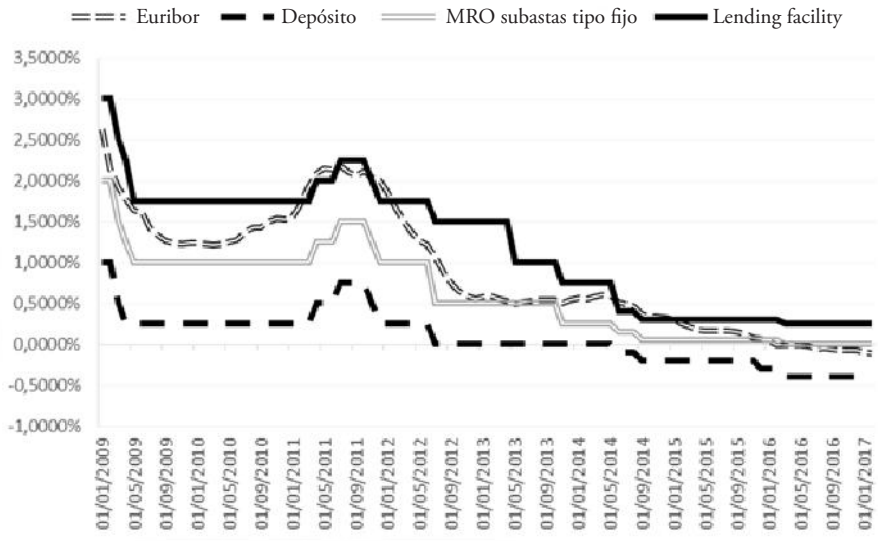


Figura 7: Evolución de los tipos de interés a corto plazo determinados por el BCE



## Control de la tasas de inflación

La creencia de que existe una relación inversa entre tipo de interés e inflación está muy asentada entre los economistas convencionales. Parece lógico pensar que si desincentivamos el crédito aumentando los tipos de interés el gasto agregado debería caer. Pero la demanda de crédito es un fenómeno multifactorial. Es posible que una empresa que está estudiando un proyecto de inversión marginalmente rentable lo abandone si le suben el tipo de interés. También puede ser que alguien deje de comprar un coche o una casa si le suben los tipos de interés 100 puntos básicos. Pero en los últimos años hemos visto tipos de interés cercanos al 0% y no ha habido precisamente una orgía inversora ni un crecimiento desaforado del crédito bancario. De hecho el BCE lleva siete años tratando de crear inflación para alcanzar su objetivo “inferior al 2% pero no muy alejado del 2%” y no lo consigue. Llevamos ya más de un año con el Euribor en negativo y sigue sin haber inflación.

La relación inversa entre tipos de interés e inflación, la idea de que una subida de tipos ayuda a controlar la inflación y viceversa, no resulta tan evidente. Consulten el siguiente gráfico y verán como en general parece que cuando bajan los tipos de interés también lo hace la inflación y viceversa, es decir, hay una correlación positiva entre ambas variables.

Es posible que el marginal efecto disuasorio en el crédito, la inversión y el gasto de una subida del tipo de interés sea menos importante de lo que piensan los economistas. Incluso puede ser que una subida de los tipos de interés tenga un efecto inflacionista.

La cuestión es comprender que el estado, como todo monopolista, tiene la capacidad de determinar el precio del bien que produce. Este precio se puede expresar en términos de otros bienes (cuántos kilogramos de manzanas se pueden cambiar a cambio de una unidad monetaria) como en términos del propio bien (cuántos euros me dan en un año a cambio de prestar un euro hoy). Al determinar el tipo de interés el estado está de facto marcando la senda de evolución de los precios. Si el estado determina que el tipo de interés a un año es el 10% está diciendo que 1,10 euros dentro

## Evolución del tipo de interés y de la tasa de inflación en la zona euro



**Figura 8:** Evolución del Euríbor y de la inflación en la zona Euro

de un año valen lo mismo que 1 euro hoy. Esto es inflación por definición.<sup>1</sup>

Los tipos de interés marcan una senda de referencia para los demás bienes. En los mercados de materias primas se forman precios para comprar y vender mercancías en la fecha actual —el mercado ‘spot’— pero también se negocian contratos para entrega de una mercancía a plazo. «Si los tipos de interés son cero, ignorando los costes de almacenamiento, el precio spot y a futuro deberían ser idénticos. Sin embargo, si los tipos de interés son más elevados, digamos el 10%, entonces el precio de esas mercancías para entrega en el futuro serían un 10% mayores (en términos anualizados). Es decir, un tipo del 10% implica un incremento continuado de los precios del 10%, ¡lo cual es una definición de inflación de manual! Es la estructura de los tipos de interés a plazo de (los activos) sin riesgo la que refleja una

1. La inflación es un fenómeno complejo que en la tradición postkeynesiana se explica por un shock externo (una subida de los costes energéticos por ejemplo), por el conflicto en el reparto de las rentas entre capitalistas y trabajadores, o por la aparición de cuellos de botella en el sistema productivo cuando nos acercamos al pleno empleo.

estructura de precios a plazo que alimenta tanto los costes de producción como la capacidad de vender anticipadamente a precios más elevados, estableciéndose de este modo, la inflación por definición» (Mosler, The Center of the Universe, 2014).

Los economistas convencionales también suelen olvidar que la subida de intereses tiene un efecto renta. Una subida de intereses de la deuda pública genera nuevo poder adquisitivo que el estado traslada a los tenedores de ésta sin que haya habido un correlativo incremento de la producción de bienes y servicios por valor equivalente. En el caso de la economía española la deuda pública es prácticamente igual al 100% del PIB. Supongamos que el tipo de interés que tuviese que pagar el Tesoro sobre esa deuda fuera del 3%. Esto implicaría que el estado estaría transfiriendo anualmente un nuevo poder de compra equivalente a 30 mil millones de euros. Este nuevo poder de compra no se corresponde con la creación de nuevos bienes y servicios por el mismo importe y por tanto, si acaba gastándose, es potencialmente inflacionista.

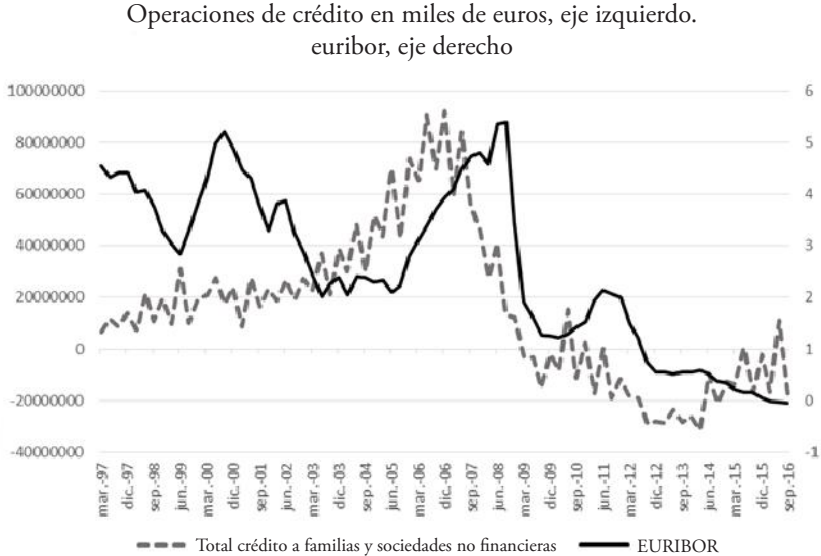
Esta conclusión desafía la lógica convencional que sugeriría que un aumento de los tipos de interés ayudaría a contener la demanda. La realidad es que este tipo de políticas tienen efectos contradictorios pues, si bien un aumento de los tipos de interés puede desincentivar la creación de nuevos préstamos, también inyectan poder adquisitivo desde el estado al sector privado y marcan una senda inflacionista. La cuestión es saber qué efecto prevalecería en cada situación y éste no siempre será necesariamente el que tiene en mente el responsable de ejecutar las políticas. Así pues concluimos que la política monetaria puede ser útil para controlar la inflación. ¡Pero los banqueros centrales la aplican al revés! La mejor política antiinflacionista es mantener los tipos de interés de la deuda pública en el 0%.

## **Controlar la tasa de crecimiento de la economía**

Los economistas convencionales, los hombres de negocios, los políticos respetables y los banqueros centrales tienen depositada tanta confianza en la política monetaria que creen que poniéndose al timón del banco central

conseguirán manejar el crecimiento de la economía. ¿De dónde viene esta creencia? La idea es que una bajada de tipos de interés reducirá *pari passu* el coste del crédito y que habrá más gente dispuesta a endeudarse para invertir y hacer compras de bienes duraderos o tirar de su tarjeta de crédito. Al contrario una subida de tipos de interés desincentivaría el gasto, frenaría el crecimiento económico y ayudaría a contener un proceso inflacionista.

Examinemos esta hipótesis empíricamente. El siguiente gráfico compara la evolución histórica del euribor a 1 año con la de las operaciones de crédito constituidas a favor de empresas y hogares españoles. Lejos de encontrar una relación inversa parece más bien que los bajos tipos de interés no han ayudado a que se recuperase el crédito. No nos debería sorprender pues ya hemos explicado que el crédito depende no solo del tipo de interés sino de otros factores, fundamentalmente de que los bancos encuentren clientes merecedores de crédito. Una crisis económica desencadenada por un exceso de endeudamiento como la que se inició en 2008 no es el entorno más favorable para observar un aumento del crédito por mucho que bajen los tipos de interés.



**Figura 9:** Evolución del euribor y del crédito a familias y empresas en la zona euro.

Es probable que el canal de transmisión más relevante de los movimientos del tipo de interés sobre el crecimiento del PIB sea su impacto sobre la renta de los agentes económicos. Cuando aumentan los intereses los tenedores de deuda pública se beneficiarán de un aumento de sus ingresos. Esta renta adicional se destinará en parte al consumo y en parte se ahorrará. Normalmente quienes tienen títulos de deuda pública son personas con patrimonios elevados o fondos de inversión y de pensiones. Es probable por tanto que no dediquen el 100% de sus ingresos adicionales a consumo o inversión. Para determinar qué parte del incremento de los intereses pagados por la deuda pública va a dirigirse hacia el consumo hay que conocer qué propensión marginal al gasto tienen los perceptores. Supongamos que, como consecuencia de un aumento de los tipos de interés, los rentistas se benefician de una renta adicional de mil millones de euros. Si la propensión marginal a consumir de esa renta es del 70% entonces el incremento del gasto será de 700 millones de euros mientras que 300 millones se ahorrarán.

Un incremento de los intereses también tiene efectos en la distribución de las rentas dentro del sector privado. Recordemos que al determinar los intereses del mercado interbancario los bancos centrales influyen en la formación de los precios de los préstamos de la banca hacia sus clientes. Normalmente los bancos cobran un interés que es equivalente al euribor más un margen que les permite obtener un beneficio. Un aumento de los tipos de interés permite a los bancos extraer rentas netas adicionales del sector privado. Estas rentas irán a los gerentes bancarios, a los accionistas de los bancos y a los ahorradores que mantienen cuentas corrientes y depósitos a plazo. Por tanto el efecto neto sobre el gasto agregado del sector privado depende de la relación entre la propensión marginal al gasto de los acreedores (los banqueros, sus accionistas y los depositantes) y la de los deudores (las empresas y los hogares endeudados).

Si representamos la Propensión Marginal al Gasto de deudores y acreedores por  $PMG_D$  y  $PMG_A$  respectivamente, resulta que

- Si  $PMG_D > PMG_A$  entonces un incremento del tipo de interés reducirá el gasto agregado del sector privado.

- Si  $PMG_D < PMG_A$  entonces el gasto agregado del sector privado aumentará si suben los tipos de interés.

Por ejemplo, supongamos que los pagos de intereses de todos los deudores aumentan en 100 millones de euros y que la propensión a gastar de los deudores es del 80% y la de los acreedores del 60%. El resultado neto será una reducción del gasto agregado porque los deudores reducirán su gasto en  $-100 \text{ M €} \times 80\% = -80 \text{ M€}$  y los acreedores lo aumentarán en  $+100 \text{ M€} \times 60\% = +60 \text{ M €}$ . Es decir, el gasto agregado menguará en 20 millones de euros.

¿Cuál es el efecto neto de una decisión del banco central de reducir los tipos de interés sobre el gasto agregado? Como hemos visto, dependerá de las propensiones marginales a gastar de los agentes económicos del sector privado y del nivel de endeudamiento total del estado y de los agentes del sector privado. Por tanto no es fácil dar una respuesta. Ante una decisión de subir los tipos de interés los bancos centrales deberían estudiar cuidadosamente su impacto. En una economía con un elevado nivel de endeudamiento de hogares y empresas (tal como ocurre actualmente en España) el efecto total sobre el gasto agregado de la política de tipos bajos aplicada por el BCE estos últimos años quizás haya compensado la caída en la creación de nuevo poder de compra procedente del pago de intereses sobre la deuda pública. Pero realmente no podemos asegurar nada al respecto. En relación al crecimiento del PIB utilizar solo la política monetaria equivaldría a desvestir a un santo para vestir a otro y ni siquiera sabemos a cuál le quedará la vestimenta más corta.

La política monetaria sirve para lo que sirve y no para lo que los economistas convencionales han hecho creer a los políticos. En contra de lo que piensan los fieles del dogma vigente y los banqueros centrales, una subida de tipo de interés tiene un efecto inflacionista. Una bajada de tipos de interés probablemente no estimula la inversión y el crédito porque el efecto renta es mucho más directo y potente que el efecto del mayor coste de capital sobre la rentabilidad de los nuevos proyectos de inversión y en las decisiones de endeudamiento de particulares y empresas. Quizás los

bancos centrales deberían dejar de adivinar y limitarse a fijar el tipo de interés, permanentemente en el 0%, a ser posible de aquí a la eternidad.

De las dos grandes herramientas de política macroeconómica con las que contamos la fiscal fue cuestionada a partir de los años 70 del siglo XX por la corriente dominante en la ciencia económica. Según el pensamiento neoclásico nuestra sociedad está poblada por unas extrañas criaturas omniscientes capaces de prever el futuro con un bajo grado de incertidumbre y que reaccionan ante cualquier cambio en la política del gobierno ajustando sus expectativas y su comportamiento. Con una economía poblada por estos seres, racionales hasta la simpleza, el recurso a la política fiscal estaría condenado a la futilidad de antemano. Los economistas neoclásicos utilizan modelos útiles para un universo donde las dimensiones espacio y tiempo se reducen a la singularidad y todo ocurre instantáneamente. Cualquier decisión de aumentar el déficit público generaría la expectativa de un aumento de los tipos de interés —que se trasladaría automáticamente a los tipos actuales—, y de una subida de los impuestos en el futuro. Lo primero provocaría una caída de la inversión y lo segundo un aumento del ahorro para poder pagar los impuestos previstos de forma que el mayor gasto público sería respondido con una reducción del gasto privado.

Tales argumentos implican que necesariamente cualquier ampliación de la esfera pública provoca un desplazamiento o expulsión del sector privado. Es absurdo porque el sector público puede ocupar recursos que actualmente el sector privado no quiere emplear. Pese a la endeblez de semejantes argumentos, que casan mal con la evidencia empírica, la teoría del desplazamiento o crowding out del sector privado sin embargo fue tomada en serio por los políticos durante la era neoliberal. Desde entonces las autoridades han perseguido un único objetivo real —la inflación— y un objetivo imaginario —la fracción que representa el déficit sobre el PIB. Los economistas neoclásicos están obsesionados con el déficit público que persiguen con saña como si fuera una amenaza al crecimiento económico. En 2010 llegaron a tomarse en serio la idea expuesta por el economista Alberto Alesina de que, en medio de una severa recesión, una política fiscal austera podría ser incluso expansiva (Alesina, 2010). En la Unión Europea

las autoridades de la UE han confiado casi exclusivamente en el instrumento de la política monetaria ya que el objetivo imaginario ha inutilizado la política fiscal. El resultado es que la política económica ha quedado tullida; confiar solo en la política monetaria es como pretender que uno puede correr a pesar de que le hayan amputado una pierna.



## Una mala teoría de la inflación

La versión más popular de las causas de la inflación se puede resumir en la expresión, “darle a la máquina de imprimir billetes”. Es una analogía anacrónica porque la mayor parte del dinero toma actualmente la forma de apuntes contables creados mediante teclados de ordenador. Sin embargo, la frase vendría a identificar al gobierno como principal causante de inflación. Esta interpretación parte de la teoría cuantitativa del dinero que explica la subida de precios como un fenómeno fundamentalmente monetario. Según el relato convencional, si hay más dinero en circulación de lo necesario para comprar los bienes y servicios producidos por la economía, se producirá un aumento de los precios. Para explicarla la teoría cuantitativa se suele recurrir a una sencilla ecuación:

$$M \times V = \sum P_i \times Q_i$$

Donde ‘M’ es la masa monetaria; y ‘V’ la velocidad del dinero, es decir, el número de veces que una determinada masa de dinero se utiliza para pagar todos los bienes y servicios que se intercambian en la economía. El producto de ‘M’ por ‘V’ es necesariamente idéntico a la suma de todos los productos y servicios (indicados cada uno de ellos por el subíndice i) vendidos en una economía medidos en volumen, ‘Q<sub>i</sub>’, y multiplicados por su precio ‘P<sub>i</sub>’.

Dado que el estado crea más dinero del que destruye si se realiza el gasto mediante un aumento del déficit, parece lógico pensar que la oferta mo-

netaria solo aumentaría cuando lo hace el gasto público. Los economistas neoclásicos han vinculado los incrementos del gasto público no financiados con mayores impuestos con los aumentos de 'M'. Si la velocidad del dinero no cambia y la producción no aumenta entonces los precios forzosamente tendrán que subir.

La ecuación de la teoría cuantitativa del dinero es una tautología: simplemente describe una identidad contable. Trata de convertir una identidad en una explicación de la variación de los precios estableciendo una relación causa-efecto entre aumento de la masa monetaria y la inflación. Matemáticamente no puede explicar nada porque una ecuación con cuatro variables queda indeterminada. Tampoco explica nada acerca de las variaciones experimentadas por cada una de estas variables ni sobre las relaciones de dependencia entre unas y otras. 'M', 'V' y 'Q<sub>i</sub>' pueden variar simultáneamente y en sentidos inesperados y opuestos. Para que un aumento de  $M \times V$  produjera inflación tendríamos que asumir que, en el otro lado de la ecuación, los 'Q<sub>i</sub>' no pudieran variar o lo hicieran de forma independiente. Dicho de otro modo, la producción tiene que ser una constante o no responder a estímulos monetarios. Pero es perfectamente plausible que un aumento de la masa monetaria estimulara la demanda y animara a los empresarios a incrementar su oferta con un incremento de la producción. Un fenómeno de este tipo se da cuando los bancos conceden nuevos créditos, un proceso que consiste en crear nuevos depósitos en cuentas bancarias, para comprar coches o casas de nueva construcción. Podría por tanto ocurrir que la economía no se encontrase en una situación de pleno empleo y que un aumento del producto  $M \times V$  no se trasladara a los precios sino a un crecimiento de los 'Q<sub>i</sub>', es decir, de la cantidad producida. Observen que los nuevos depósitos bancarios que abren los bancos cuando conceden créditos son creación de dinero de lo que se deduce que no solo es el gobierno quien aumenta la oferta monetaria. Incluso si aceptásemos que la masa monetaria es una variable que controlara el gobierno, para que la teoría cuantitativa del dinero fuera cierta deberíamos creer que 'V' se mantiene constante. Pero la evidencia empírica demuestra que 'V' es inestable y que no hay ninguna correlación entre los movimientos de la masa monetaria y las variaciones en el índice de precios al consumo (IPC).

En los años 70 los bancos centrales, siguiendo las recomendaciones de Milton Friedman, intentaron controlar el crecimiento de la oferta monetaria pero no tardaron en darse cuenta de que era una tarea futil precisamente porque 'V' experimenta una gran volatilidad y porque no hay una relación estable entre la base monetaria y la creación de depósitos. Dicho de otra manera, el dinero es una variable endógena cuyas variaciones no dependen de la cantidad de reservas que los bancos centrales inyecten o drenen del sistema. Como dice Philip Pilkington «*controlar la economía mediante la regulación de la oferta de dinero es como controlar las tasas de nupcialidad regulando la oferta de anillos de boda*» (Pilkington, 2014).

La innovación financiera es una causa de la variabilidad de la velocidad del dinero. Un tipo de innovación financiera es la creación de nuevas entidades financieras, participadas por los bancos pero que no se consolidan en sus balances, y que pueden dar préstamos para comprar determinados tipos de bienes de consumo, por ejemplo automóviles, eludiendo la supervisión del Banco de España. Otras innovaciones financieras son las tarjetas de crédito que nos permiten obtener un nuevo préstamo de forma automática al gastar con ellas o las líneas de crédito preconcedidas que llegan con frecuencia a nuestros domicilios.

En sentido contrario la velocidad del dinero puede decrecer porque los agentes del sector privado decidan conservar el dinero en forma de ahorros, es decir, retener capacidad de compra para un momento futuro, o reducir su endeudamiento. No sería extraño que en una economía en la que las expectativas no fueran muy boyantes los empresarios prefirieran amortizar deuda en lugar de invertir. Este fenómeno se ha observado en Europa donde los empeños del BCE en inundar los mercados de liquidez creando nuevas reservas bancarias y depósitos con los programas de flexibilización cuantitativa, también conocidos como Quantitative Easing (QE), no han conseguido sacar al continente de la deflación. La única afirmación que podemos hacer sobre el complejo fenómeno de la inflación en un mercado libre es que «*en todo momento está determinada por las cantidades de dinero y bienes existentes y por las preferencias de la comunidad relativas a sus tenencias de dinero y bienes*» (Brown, 1955, pág. 5), es decir, no gran cosa.

## Las causas de la inflación

Las subidas de precios son un fenómeno muy complejo que no suelen tener una única causa. Tradicionalmente los economistas han distinguido entre inflación de demanda e inflación de costes. La inflación de demanda se da cuando la economía se acerca al límite de su capacidad productiva. En este caso la demanda puede superar la oferta de bienes y servicios a la venta. Para seguir las explicaciones que daremos a continuación, hay que aclarar que el gasto total es siempre igual a la renta total de todos los agentes económicos y también a la producción total. El gasto total se desagrega convencionalmente en gasto público, consumo de los hogares, inversión de las empresas y exportaciones netas de importaciones. Si los agentes económicos no gastan toda su renta el gasto agregado será inferior a la producción total de la economía y una parte de ésta se quedará sin vender provocando una acumulación de stocks. Los empresarios tratarán de vender estas existencias reduciendo los precios, lo cual equivale a una caída de rentas, o recortando la producción en el siguiente período.

Puede ocurrir también que los agentes económicos decidan gastar más de lo que se ha producido. Esto puede ser culpa de una decisión de aumentar el gasto público adoptada por el gobierno, pero también puede ser el resultado de un crecimiento del crédito bancario al sector privado que permite a los consumidores y empresas asumir un gasto mayor del que les permite su renta, o de un aumento de las exportaciones. Si el fenómeno

se lleva muy lejos puede agotarse la capacidad productiva de la economía. En esta situación la elasticidad de la oferta es baja porque ampliar capacidad productiva a corto plazo es difícil. Hacerlo requiere invertir en maquinaria, edificios y fábricas y contratar nuevos empleados a los que hay que formar y preparar; todo lo cual lleva tiempo. Entretanto, ante un aumento de la demanda, los empresarios pueden aprovechar la ocasión para aumentar precios. Ante un proceso inflacionista de este tipo, la solución más empleada es encoger el gasto agregado. Para ello se puede utilizar una combinación de las siguientes políticas a corto plazo.

- Subir los impuestos retirando poder de compra del sector privado y reservando de esta forma una mayor parte del producto nacional para los fines públicos.
- Reducir el gasto público para liberar recursos a favor de la demanda del sector no público.
- Frenar el crecimiento de las exportaciones o fomentar el crecimiento de las importaciones para aumentar la oferta.
- Aplicar políticas monetarias restrictivas que suban los tipos de interés y desanimen la inversión y el crédito.

El problema de estas políticas es que causan desempleo y un daño considerable a la sociedad aunque parezcan eficaces a corto plazo. Por otra parte, las situaciones de pleno empleo en la que la economía se encuentra al límite de su capacidad han sido muy esporádicas. Por ejemplo, según datos que publica la agencia de estadística europea Eurostat sobre utilización de capacidad productiva de la industria, la economía española nunca ha aprovechado más del 82% de la capacidad instalada y actualmente no despierta mucho por encima del 78%.

Es más habitual que los precios sufran un incremento como consecuencia de un choque externo, por ejemplo, una mala cosecha o la subida repentina del precio de las materias primas. Este tipo de inflación es la determinada por los costes. Durante los años 70 las autoridades se encontraron con una situación en la que la economía se encontraba lejos del pleno empleo y a

PIB	Producción sin vender	PIB	Gasto público	Inflación
	Gasto público		Inversión de las empresas	
	Inversión de las empresas		Gasto proveniente del exterior: exportaciones menos importaciones	
	Gasto proveniente del exterior: exportaciones menos importaciones		Consumo de las familias	
	Consumo de las familias			

**Figura 10.** Esquema de una economía infrautilizada (izquierda) y de otra economía sobreutilizada (derecha). Tomado de (Garzón, 2017, pág. 164)

la vez los precios crecían. A esta combinación de estancamiento e inflación se la llamó “*estanflación*”. La respuesta política fue crear desempleo recurriendo a medidas como las anteriormente descritas ya que el pensamiento dominante la atribuyó a rigideces en los costes salariales y al gasto público. Pero la causa real que desencadenó este proceso inflacionista fue un choque externo: la subida repentina de los precios del petróleo, una materia prima básica para las economías de aquella época. Ante una subida fulminante de los precios de un insumo estratégico como los hidrocarburos responder con una reducción de la producción y un aumento del desempleo es como dispararse en el pie. Además, esta política equivale a reconocer un cambio permanente en la relación real de intercambio.

Un ejemplo ilustra el concepto de relación de intercambio. Si antes de la subida de su precio un barril de petróleo costaba lo mismo que un barril de aceite de oliva podíamos cambiar uno por uno. Si los países productores de hidrocarburos cambian el precio de forma que ahora son necesarios dos barriles de aceite de oliva para comprar un barril de petróleo y aceptamos esta situación les estaremos regalando un barril de aceite de oliva. En ese caso quizás la mejor respuesta sería adoptar medidas eficaces

de ahorro energético y dejar que todos los precios subiesen hasta que se restableciese la relación de intercambio en lugar de castigar a la población con desempleo. La pregunta que deberíamos hacernos es si una subida de las materias primas constituye un proceso inflacionista. Nuestra convicción es que no y que la mejor respuesta es gestionar el camino que debe llevar al restablecimiento de la relación real de intercambio entre todos los bienes antes que crear desempleo.

Las subidas de precios pueden desencadenar una disputa por el reparto de las rentas entre capitalistas y trabajadores que perpetúen el fenómeno. Estas disputas generan lo que los economistas llaman la '*espiral de precios-salarios*'. Normalmente se inician cuando los empresarios responden a una subida de sus costes con una subida de los precios que restablezca el margen que tenían anteriormente. A cada subida de precios los trabajadores responden con exigencias de subidas salariales para recuperar el poder adquisitivo perdido mediante el recurso a la negociación colectiva y al derecho de huelga. Los empresarios a su vez vuelven a subir los precios para recuperar sus márgenes desencadenando otra respuesta de los trabajadores. La cuestión es si la espiral convergerá a un nuevo equilibrio agotándose el proceso con subidas cada vez menores de precios y salarios o si se acelerará en el tiempo al sucederse una subida mayor a la anterior en cada iteración del conflicto.

## ¿Cómo puede un gobierno estabilizar los precios?

Los gobiernos no se encuentran inermes para responder a las subidas de precios. El estado tiene la capacidad de determinar numerosos precios regulados tales como la electricidad, el transporte público o el suministro de gas. Además puede actuar decididamente contra las espirales de salarios-precios con una política de rentas que promueva acuerdos entre sindicatos y empresarios. También puede ser útil en estas situaciones impedir o desincentivar la indexación de salarios y rentas.

Pero los economistas y los gobernantes suelen olvidar que el poder del estado es mucho mayor de lo que sugiere lo anterior. El estado es un agente económico de primer orden. Es uno de los principales empleadores pues en muchos países ocupa a más del 15% ó 20% de la fuerza de trabajo. El gasto público llega a representar en las economías modernas más del 30% del PIB. En EEUU este porcentaje es del 38%, en España del 44,5% y en Finlandia del 58,1%. No existe otro agente con mayor poder de compra y por tanto cuesta creer que el estado no sea capaz de imponer la tasa de crecimiento de los precios a través de su política de gasto.

Si el estado es el emisor en régimen de monopolio de la moneda entonces tiene la capacidad de determinar su precio. ¿Cómo determina el estado el valor de la moneda? Evidentemente a través de sus decisiones de gasto. Si un año el estado compra una producción de 1.000 unidades de un producto X a cambio de 1.000 unidades monetarias está pagando una



unidad monetaria por cada unidad de X. Si al año siguiente paga 1.050 por las mismas 1.000 unidades, el precio ha subido a 1,05 unidades por X; *de facto* ha devaluado su moneda en un 5% en un año. Visto de otra manera, el valor de la moneda depende de lo que tiene que hacer el sector privado para conseguirla. El estado puede endurecer las condiciones de acceso a su moneda subiendo los impuestos o exigiendo al sector privado precios más bajos por sus suministros al estado.

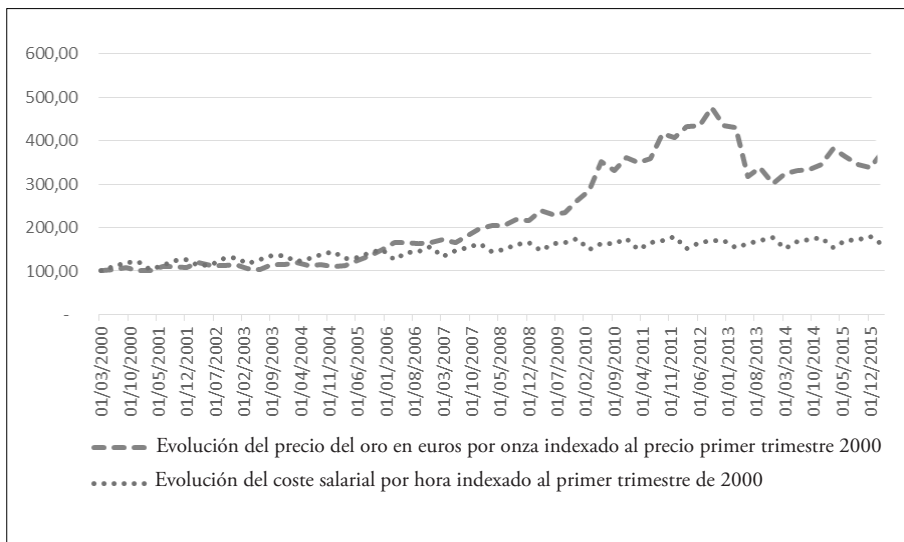
Sería muy complejo que el gobierno tratara de administrar todos los precios de los productos que compra. Sin embargo, puede fijar el precio de un bien ‘ancla’ de forma que la fluctuación del precio de los demás bienes reflejaría las fluctuaciones de sus precios relativos respecto al bien ancla. El mecanismo consiste en comprometerse a comprar toda la oferta disponible del bien ancla a un precio decidido políticamente. Esto equivale a decir que el estado estaría dispuesto a acumular un stock de reserva de ese bien cuyo nivel variaría en función de lo que está dispuesto a ofrecer el sector privado a ese precio.

¿Cuál debe ser ese anclaje? Una buena ancla debe cumplir unas determinadas condiciones. La primera es la ‘estabilidad’, es decir que su precio relativo respecto a otros bienes tenga una tendencia a fluctuar poco en el tiempo. Si el bien ancla es un componente de coste relevante en el proceso productivo, entonces la fijación de su precio en términos de nuestra divisa otorgará una gran estabilidad a los precios finales ya que los empresarios tendrán menos presión sobre sus márgenes. La segunda es la ‘liquidez’, es decir, que ningún operador en el mercado tenga la capacidad de comprar una cuota suficiente de la oferta disponible como para influir y manipular su precio.

Hasta el siglo pasado muchos economistas –y actualmente la escuela económica austriaca– se han mostrado partidarios de anclar la moneda al precio del oro, como ocurrió en EEUU hasta el año 1971. No parece demasiado inteligente dejar que el crecimiento de la oferta monetaria esté limitada por la generosidad de la naturaleza o quede al albur del hallazgo de nuevos yacimientos. Un sistema monetario basado en el oro es propenso a experimentar tensiones deflacionistas muy fuertes ya que

su oferta no puede crecer *pari passu* con la economía. El oro no es un buen anclaje para los precios porque su cotización resulta demasiado volátil.

Los economistas de la TMM han propuesto el precio del trabajo genérico como un mejor anclaje para los precios. El precio del trabajo manifiesta leves variaciones de su precio respecto a la mayoría de los bienes. El gráfico que aparece en la Figura 11 muestra que el salario oscila menos que el del oro. A diferencia del oro, es difícil especular con el salario lo cual le otorga la segunda propiedad deseada, la liquidez. Resultaría sorprendente y ridículamente improbable que un operador de mercado tratara de contratar a un elevado número de trabajadores para especular con su precio. Por estas razones el salario es un buen anclaje para los precios. El coste del factor trabajo es uno de los componentes más importantes de los precios finales y por tanto su estabilización contribuirá a la de los demás precios si el estado es capaz de fijar el salario. Puede conseguirlo comprando toda la fuerza de trabajo dispuesta a trabajar al salario determinado por el gobierno como veremos más adelante al presentar el plan de trabajo garantizado. Si el estado compra toda la oferta de trabajo remunerado en períodos en los que caiga la utilización de la capacidad productiva, los trabajadores despedidos por el sector privado podrían integrarse en los programas de empleo público. Estos trabajadores podrían permanecer en esa bolsa de empleados hasta el momento en que la producción del sector privado se recupere. La retribución salarial de la bolsa de empleo pone un suelo a la caída de los sueldos que se suele observar durante las depresiones económicas. Cuando los empresarios se muestren dispuestos a contratar personal de nuevo, pueden hacerlo recurriendo a la bolsa de empleo público atrayendo a trabajadores con una oferta salarial y contractual superior a la del estado. Si empiezan a producirse tensiones salariales la existencia de la bolsa de empleados del programa de empleo garantizado permite a los empresarios contratar a trabajadores que cuentan con un currículum y un historial profesional que demuestra su fiabilidad y sentido de la responsabilidad. De esta manera los costes salariales quedan determinados por el estado y presentan un potente anclaje a los precios de los demás bienes.



**Figura 11:** Evolución del precio del oro y de los costes salariales por hora

## ¿Para qué sirven los impuestos?

En los epígrafes anteriores hemos explicado la realidad operativa del sistema monetario contemporáneo y hemos desentrañado algunos aspectos de la política monetaria. Hemos comprobado que resulta menos útil de lo que opinan muchos economistas. También hemos señalado el papel del gasto del estado en la determinación de los precios. En los siguientes epígrafes abordaremos algunos elementos de la otra gran herramienta macroeconómica a disposición de los estados: la política fiscal. En primer lugar revisaremos de forma más completa la función de los impuestos en nuestro sistema monetario y fiscal. En epígrafes posteriores analizaremos la importancia del gasto público en el mantenimiento del gasto agregado y la relación del saldo de las cuentas públicas con el ahorro de los demás sectores de la economía.

Para el lector resultará evidente ya que la función de los impuestos no es financiar al estado emisor de moneda porque puede crear nuevo dinero sin coste. La funcionalidad de los impuestos adquiere otra dimensión desde la óptica de la teoría moderna del dinero. La más importante es obligar a los agentes a aceptar el dinero que entrega el estado por los bienes y servicios reales de los que se abastece. Por tanto su utilidad fundamental es crear demanda por el dinero que crea el estado. Randall Wray define el dinero como “aquello que sirve para pagar los impuestos” (Wray, *Understanding Modern Money*, 1998). La obligación de pagar impuestos con ella explica por qué la moneda fiduciaria tiene valor. Además los impuestos retiran di-

nero de manos de los particulares reduciendo su poder adquisitivo, lo cual puede ser útil para contener un proceso inflacionista y reservando recursos reales para usos públicos.

Que el estado no necesite recaudar impuestos para financiarse no significa que el estado pueda gastar sin límites. Lo que queremos decir es que se enfrenta a restricciones reales, es decir, está limitado por las materias primas, la capacidad productiva instalada o el número de personas dispuestas a trabajar existentes en su territorio y no por su capacidad de recaudación tributaria. Por tanto, el estado dotado de soberanía monetaria no está constreñido financieramente. Lo que diferencia al estado de otros agentes es que debe fijarse no en un saldo contable en sus libros sino en el saldo real de la economía. ¿Puede un gobierno actuar de forma irresponsable? No, porque existe una obligación de que el gobierno gestione los recursos que se le entreguen con eficiencia y en base a criterios de sostenibilidad medioambiental. Es obligación de los gobernantes aplicar los recursos reales a los fines socialmente más útiles. Para asegurar que los gestores públicos actúan con responsabilidad contamos con procedimientos presupuestarios en los parlamentos y con un sistema de rendición de cuentas que deben orientar el empleo de nuestros recursos en pro del interés general. Por otra parte una vez que las Cortes han aprobado un presupuesto los responsables de cada departamento, ministerio, agencia y secretaría sí están sometidos a una restricción financiera. Deben actuar bajo la ilusión de que existe una limitación financiera. Es en el acto de formular los presupuestos generales del gobierno central –nunca en el caso de las administraciones locales– y en el diseño de las políticas macroeconómicas cuando los gobernantes deben tener en cuenta las limitaciones de recursos reales y no ficticias restricciones presupuestarias.

Sin embargo los impuestos tienen otras utilidades relevantes. Además de darle valor a nuestra moneda sabemos que sirven para asegurar un reparto más equitativo de la renta y la riqueza en una sociedad capitalista que tiende inexorablemente a su concentración en pocas manos. Por ejemplo, los impuestos directos como el de la renta de las personas físicas o el de sociedades, deben retirar poder adquisitivo de las personas de mayor

renta. ¿Por qué? Porque no está en el interés general que haya personas con un poder de compra desproporcionado que seguramente sustraerán del circuito productivo o que les permitiría hacer un uso ineficiente de los recursos. Pero sería un error entender esta operación como una mera transferencia de poder de compra desde los ricos hacia los pobres. El estado podría perfectamente crear nuevo poder de compra y transferirlo a las personas de menor renta sin necesidad de aumentar la recaudación fiscal con anterioridad. La finalidad de una fiscalidad directa debe ser ante todo retirar poder de compra, por ejemplo, para responder a un proceso inflacionista. Estructurar de forma progresiva los impuestos sobre la renta simplemente consigue reducir el poder adquisitivo de las rentas más altas en primer lugar. Esta estrategia de lucha contra la inflación es más justa que la tradicionalmente empleada: expulsar del mercado de trabajo a las personas más humildes para dejarlas sin renta.

Tampoco se trata de recaudar el máximo posible para cerrar una brecha entre ingresos y gastos fiscales sino de conseguir efectos que elevan el bienestar de la sociedad. En esta misión lo que nos debe preocupar es la equidad en el trato fiscal, dando un buen trato a las rentas más bajas y evitando la acumulación obscena de rentas y patrimonios en muy pocas manos; no unos objetivos de recaudación. La interpretación que hace la TMM sobre el papel de los impuestos nos permite comprender la paradójica ineficiencia del sistema fiscal español. Siendo España uno de los países con mayor tasa de desempleo, se impone una pesada carga sobre el empleo como si el estado quisiera desincentivar la contratación de trabajadores. Se ha extendido la creencia de que era más eficaz desplumar a una gran masa de contribuyentes que perseguir a unos pocos individuos con grandes patrimonios ya que estos se volatilizarían si se les sometía a una tributación justa. Esta política se ha justificado en aras a criterios de eficiencia recaudatoria que la TMM explica que son innecesarias. La tributación sobre las rentas debe regirse por criterios de justicia social introduciendo impuestos más progresivos y no de eficacia recaudatoria. La TMM nos permite entender que, por ejemplo, imponiendo un tipo marginal del 90% a las rentas que superen el primer millón de euros se

conseguirá lo que se pretende: eliminar las retribuciones más escandalosas. No existe ninguna explicación de utilidad social para explicar que los futbolistas o los altos ejecutivos de los oligopolios, cuya cotización entra en la composición del índice IBEX35, obtengan rentas anuales superiores a varios millones de euros que nunca podrán llegar a gastar. Sin duda las grandes fortunas encontrarán otras formas de eludir el pago de impuestos pero también podrían diseñarse impuestos más eficaces sobre signos externos de riqueza, como viviendas de tamaño desproporcionado, vehículos de gran cilindrada o joyas. En todo caso, si estas grandes fortunas consiguen sustraer sus depósitos del control del fisco no resultará complicado para el estado reponer el dinero que ha salido del circuito económico.

La tercera función de los impuestos desde la perspectiva de la TMM es informar a la sociedad del coste de determinadas actuaciones del estado. Como explica Bill Mitchell los *«impuestos drenan poder adquisitivo y, por consiguiente, reducen la capacidad del sector no gubernamental de gastar. En este sentido, esta transparencia permite al sector no-gubernamental ver exactamente qué ‘inyección de demanda’ (digamos gasto en autopistas) está reemplazando la disposición sobre los recursos que hogares y empresas habrían tenido en ausencia de tales impuestos»* (Mitchell, *We starve the state and public infrastructure development at our peril*, 2016). Los peajes sobre autopistas públicas no financian su construcción ni las cotizaciones a la Seguridad Social las pensiones de jubilación. Las cotizaciones a la Seguridad Social que figuran en la hoja de salarios y las cuotas patronales nos ilustran sobre el coste real de implantar el sistema de pensiones y los programas de desempleo, formación de trabajadores y situaciones de invalidez transitoria. También es conveniente que el empresario entienda que disponer de una fuerza de trabajo solo es posible si la sociedad atiende a sus necesidades de reproducción y a su manutención durante la vejez. Los peajes simplemente dan información al usuario sobre el coste real de construir esas infraestructuras. Pero es útil, para una buena gobernanza presupuestaria, que el usuario comprenda que se destinan cuantiosos recursos reales a su provisión.

Una última función de los impuestos es desincentivar determinadas ac-

tividades que pueden ser nocivas para la salud pública, el medio ambiente o generan otro tipo de costes para la sociedad. Se trata de conseguir una reasignación de recursos del sector privado hacia otros usos más beneficiosos para la sociedad apartándolos de aquellos que se consideran nocivos. Los impuestos especiales sobre las labores del tabaco o sobre el alcohol, o los impuestos sobre los combustibles que emiten gases de efecto invernadero son ejemplos de este tipo de impuestos. El gobernante español tiene una oportunidad de luchar contra la degradación del medioambiente con los instrumentos fiscales. El estado podría demostrar su liderazgo en el cambio de modelo energético gravando pesadamente las actividades generadoras de gases de efecto invernadero y subvencionando energías más sostenibles. Sin embargo España mantiene una tributación ambiental ridícula. Según datos de la AEAT en 2014 los impuestos ambientales ascendieron a 1.625 millones de euros, apenas el 0,9% de los ingresos tributarios totales. De nuevo el objetivo no debería ser recaudatorio y el mejor indicio de su eficacia sería que las bases imponibles desaparecieran por el abandono de las actividades nocivas que se pretende desincentivar.

En conclusión, a la hora de diseñar un sistema fiscal eficiente debemos asegurarnos de que contesta satisfactoriamente alguna de las siguientes preguntas:

1. ¿Ayuda a mantener la demanda por nuestra moneda y a conservar su valor?
2. ¿Contribuye a equilibrar el reparto de las rentas y de la riqueza?
3. ¿Aporta información a los usuarios sobre el coste de destinar recursos reales a la provisión de los bienes y servicios públicos?
4. ¿Desincentiva conductas o actividades socialmente indeseables?

Tradicionalmente las políticas sociales defendidas por los socialdemócratas tratan de conseguir recursos fiscales para que el estado luego pueda redistribuirlos. Para conquistar nuevas prestaciones sociales primero habría que aumentar la recaudación. Estas políticas son siempre insatisfactorias porque, si el estado no alcanza su objetivo de aumentar los impuestos o



si decide que no es oportuno hacerlo en una determinada coyuntura, entonces se alega que el sistema no da para más y se renuncia a mejorar los servicios sociales. Sin embargo ¿cómo puede ser que habiendo médicos y enfermeros en paro no se pueda mejorar la atención sanitaria? ¿Cómo se explica que habiendo trabajadores de la construcción y maquinaria de obra que languidece sin uso no se puedan renovar nuestros colegios? ¿Recuerdan lo que ha pasado con el cuarto pilar del estado del bienestar habiendo miles de personas que habrían podido trabajar como cuidadores? Todos estos son ejemplos de cómo una escasez percibida pero no real se utiliza como excusa para deteriorar nuestro nivel de vida.

Desde la óptica de la TMM podemos pensar en políticas de “*predistribución*”. *Entendiendo que el estado debe gastar primero para luego recaudar, ¿por qué no aplicar políticas de gasto que resuelven primero las necesidades sociales más acuciantes? Con posterioridad el estado puede decidir si necesita subir los impuestos y qué colectivos asumirán esa carga adicional.*

## La identidad de los balances sectoriales

El lector que ha sido instruido durante años en el temor reverencial al déficit público objetará que una política fiscal que no asegure el equilibrio entre ingresos y gastos es irresponsable. Para mitigar este terror al déficit vamos a analizar la función económica del déficit fiscal. Anteriormente explicamos que un euro de déficit público equivale a un euro de ahorro del sector no gubernamental. Esta relación se deriva del análisis de la relación entre algunas magnitudes macroeconómicas recogidas en la contabilidad nacional.

El Producto Interior Bruto (PIB) es la suma de todos los bienes y servicios que produce una economía en un año. Estos se destinan al consumo, el gasto público, las exportaciones netas de importaciones o la inversión. Escrito en forma matemática podemos establecer la siguiente ecuación para el PIB.

$$\text{PIB} = \text{C} + \text{I} + \text{G} + \text{X} - \text{M}$$

Donde 'C' = Consumo, 'I' = inversión, 'G' = Gasto público, 'X' = exportaciones y 'M' = Importaciones.

Para poner la anterior expresión en relación con el ahorro utilizaremos el Producto Nacional Bruto (PNB), que es igual al PIB más las rentas primarias –alquileres, dividendos, royalties, intereses, salarios por trabajos

realizados para no residentes– percibidas por el uso de nuestros factores productivos en el extranjero menos las rentas primarias pagadas a extranjeros que representamos por ‘Rx’. Es decir:

$$\text{PNB} \equiv \text{PIB} + \text{Rx} \equiv \text{C} + \text{I} + \text{G} + \text{X} - \text{M} + \text{Rx}$$

Restando en ambos lados de la ecuación los impuestos netos de subvenciones sobre la producción y las importaciones, representados por ‘T’, y reorganizando los términos obtenemos la siguiente expresión:

$$(\text{PNB} - \text{C} - \text{T} - \text{I}) + (\text{T} - \text{G}) + (\text{M} - \text{X} - \text{Rx}) \equiv 0$$

El primer término entre paréntesis representa el ahorro neto del sector privado, es decir, lo que queda de la renta disponible de hogares y empresas después de consumir parte de su renta, realizar inversiones y pagar impuestos.

El segundo es el ahorro de las administraciones públicas, que será un déficit fiscal cuando los impuestos son menores que los gastos públicos o un superávit fiscal en el caso contrario.

El tercero es el saldo de la balanza comercial. Cuando nuestra economía tiene un déficit comercial eso equivale a un acto de ahorro de otros países porque nos están enviando la producción que ellos no son capaces de consumir.

Para financiar ese déficit tenemos que endeudarnos con otros países. En cambio, si tenemos un superávit comercial, estamos generando un ahorro que aportamos al resto del mundo porque no estamos consumiendo toda la producción doméstica. A cambio de ese superávit recibimos activos financieros del resto del mundo.

Esta expresión establece una identidad entre el ahorro de todos los sectores de la economía. En definitiva unos sectores pueden tener una capacidad y otros una necesidad de ahorro pero el saldo de todos tiene que ser forzosamente igual a cero. Para que un sector pueda ahorrar al menos

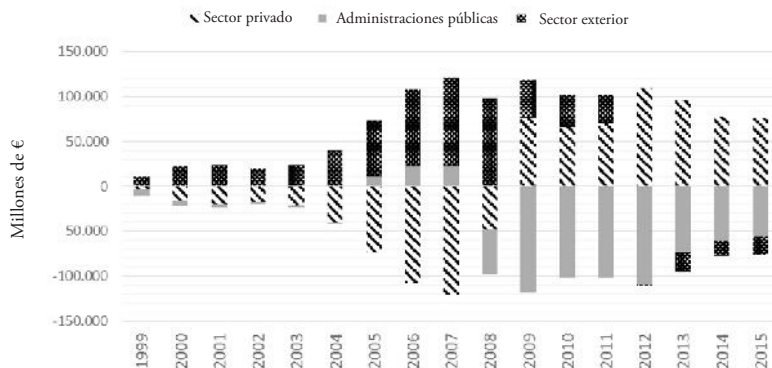
otro tiene que endeudarse o desahorrar. Si el sector privado quiere ahorrar cuando el gobierno pretende alcanzar un superávit fiscal esto solo sería posible con un superávit comercial (endeudamiento del resto del mundo). Si nuestra economía tiene un déficit comercial (generamos un ahorro para el resto del mundo) y el estado pretende un superávit fiscal esto solo es posible si los hogares y empresas aceptan endeudarse. Si los hogares y empresas están ahorrando y existe un déficit comercial (ahorro del resto del mundo) entonces el estado deberá mantener un déficit fiscal.

La pretensión de las autoridades europeas de que todos los estados de la zona euro simultáneamente tengan un superávit comercial, reduzcan el endeudamiento del sector privado y apliquen políticas de consolidación fiscal (*verbi gratia*, austeridad) es tan imposible como pretender que pueda hacerse un imán con dos polos positivos.

Cómo se llega a esta identidad entre los saldos sectoriales puede ocurrir de muchas maneras. Pero el gobernante debe tener en cuenta los objetivos de ahorro y endeudamiento de los demás sectores antes de definir qué objetivo de déficit o superávit fiscal pretende conseguir. Empeñarse en conseguir un superávit, por ejemplo, solo se puede lograr aumentando los impuestos o reduciendo el gasto público.

Esto tiene un impacto sobre la renta disponible de las familias que pueden responder aceptando una reducción de su ahorro para mantener el nivel de consumo o reducir su consumo para seguir alcanzando sus objetivos de ahorro. En este caso aumentará el paro y es muy probable que caiga la recaudación de impuestos y que el estado no consiga alcanzar sus objetivos fiscales.

### Evolución de la capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de los sectores institucionales



**Figura 12:** Evolución de la capacidad o necesidad de financiación de los sectores institucionales.

*El gráfico, elaborado a partir de datos de nuestra contabilidad nacional, muestra la evolución histórica de la capacidad (en positivo) y la necesidad de financiación (en negativo) de cada sector institucional de la economía española. El lector observará que el gráfico es simétrico y no puede ser de otra manera pues la financiación que aportan unos (cifras positivas) tiene que ser contablemente idéntica a la que reciben otros.*

*Resulta evidente que en los años que precedieron a la CFG iniciada en 2008, el sector privado español, se estuvo endeudando con el resto del mundo (fundamentalmente con Alemania y otros países del núcleo de la UE). En 2007 nuestro déficit por cuenta corriente (en el que se registra el saldo de la balanza de mercancías y servicios y rentas netas percibidas o pagadas al resto del mundo) llegó a ser superior al 10% de nuestro PIB. Podemos verlo de otra manera: los bancos españoles constituyeron nuevos depósitos a nombre de sus clientes para que compraran viviendas, coches de lujo alemanes y material de construcción. Los bancos crearon títulos de deuda respaldados por sus carteras de préstamos que vendieron a los bancos alemanes y franceses para reequilibrar sus ratios de solvencia y liquidez,*

*sacando de sus balances muchos de esos préstamos hipotecarios. Al finalizar el período de la burbuja la posición financiera neta de nuestro sector privado respecto al resto del mundo equivalía el 100% de nuestro PIB.*

*Observemos el comportamiento de las barras grises, que corresponden a la necesidad o capacidad de financiación del estado. Antes de la crisis de 2007 el gobierno español actuó con “prudencia”, es decir incurrió en un moderado déficit. Incluso entre 2005 y 2009 el estado español obtuvo un superávit. Este fenómeno, que se da rara vez, fue saludado a la sazón por los medios de comunicación como un logro. Sin embargo, lejos de ser realmente un comportamiento prudente esta actuación del gobierno deterioró aún más los ahorros de familias y empresas. Un superávit fiscal simplemente indica que el estado está inyectando en el sector no público menos dinero del que destruye mediante impuestos. Otra forma de verlo es que entre 2005 y 2007 dos sectores, el exterior y el público, estaban empeñados en ahorrar lo cual solo fue posible porque los bancos estaban dispuestos a conceder financiación al sector privado doméstico –hogares y empresas– para que se endeudasen.*

*En 2008 los bancos se dieron cuenta de que ya no era posible seguir con el juego. Las sobreendeadadas familias y empresas españolas tenían que reparar sus balances. Ese año el crédito bancario se esfumó y la consecuencia fue una recesión profunda. Fijense sin embargo en el comportamiento del sector público: a partir de 2008 sus cuentas se vuelven deficitarias. No podía ser de otra manera: dado que los alemanes no querían gastar los depósitos que habían acumulado comprando productos y servicios producidos por los hogares y empresas españoles, la única forma de revertir el excesivo endeudamiento del sector privado era que el estado entrara en déficit. Era el único agente que podía suministrar esos ahorros al sector privado. El empeño de las autoridades de Bruselas en que el estado redujera rápidamente el déficit no solo se reveló muy perjudicial sino que además era imposible. Si las familias y las empresas están empeñadas en desendeudarse todo intento de extraerles más dinero de los bolsillos solo puede producir aumentos del paro y mayores caídas del gasto y, por tanto, del PIB.*

## **¿Estamos dejando una pesada carga a las generaciones futuras si nos endeudamos?**

Cualquiera que haya seguido la prensa económica o las secciones de economía de la prensa generalista durante los últimos años habrá observado cómo periódicamente se nos alerta acerca del crecimiento insostenible de la deuda pública. La deuda del estado despierta temores entre la derecha porque se asocia con una subida de impuestos en el futuro cuando haya que pagarla. Incluso desde la izquierda se habla con frecuencia de deuda “ilegítima” u “odiosa” y la necesidad de someterla a auditoría sin comprender que esas emisiones son simplemente consecuencia de operaciones de política monetaria a las que los Tesoros se ven obligados a recurrir en aplicación de las restricciones institucionales arcaicas bajo los que hemos constreñido la actuación de los gobiernos.

En realidad la emisión de deuda tiene muy poco que auditar. Lo que se debe someter a auditoría es la ejecución del gasto que antecede a la emisión de deuda. Lo que puede ser ilegítimo u odioso son determinados gastos públicos, por ejemplo, los originados por la corrupción. Sería posible que un gobierno corrupto que hubiese ejecutado políticas de gasto ilegítimas no hubiese generado ninguna deuda porque se haya obstinado en equilibrar el presupuesto. Igualmente es concebible que un gobierno honesto haya incurrido en gastos socialmente necesarios y sin embargo haya emitido deuda porque haya decidido que es conveniente ejecutar un presupuesto con gasto público deficitario.

Muchos creen que la deuda no se puede pagar y que, tarde o temprano, llegará la hora de la verdad en la que el estado se verá obligado a suspender pagos, aplicar políticas de austeridad draconianas y vender las empresas públicas y todas las joyas de la corona. El pavor a la deuda pública se refleja en el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea que obliga a los países con una deuda pública superior al 60% del PIB a llevarla a ese límite en cinco años a un ritmo de una veintea parte al año (Boletín Oficial del Estado, 2013, pág. 28).

La histeria de deuda lleva a algunas personas a hacer aseveraciones asombrosas. Por ejemplo no son pocos los que dicen que estamos dejando una pesada carga a futuras generaciones. Según esta visión de pesadilla la presente generación dejará tal carga de deuda que en el futuro nuestros hijos o nietos tendrán que destinar la mayor parte de su renta a pagar el principal y los intereses. Pero la pregunta es ¿cómo exactamente van a pagar esas futuras generaciones esa deuda con la que las hemos cargado tan onerosamente? ¿Tendrán que enviar bienes y servicios producidos en el futuro hacia el pasado por algún mecanismo que la tecnología actual no permite? ¿A quién o quiénes deberán pagar nuestros nietos esa pesada carga?

Es evidente que eso es absurdo: los pagos por el servicio de una deuda se realizan siempre entre personas de una misma generación. En cada generación unos serán acreedores y otros deudores. Cuando el estado paga intereses por el servicio de la deuda alguien está cobrando ese flujo de intereses en el momento presente, no en el futuro ni en el pasado. La creación y extinción de activos financieros no origina ni destruye riqueza, ni presente ni futura, simplemente transfiere rentas entre unos agentes y otros. Unos tendrán una posición financiera neta positiva y otros la tendrán negativa pero, en agregado, la posición financiera de la economía es cero. Si tenemos una deuda financiera con el resto del mundo solo hay una forma de liquidarla: exportando bienes y servicios, algo que muchos economistas convencionales incluso consideran deseable.

Es inimaginable que llegará un día del juicio final en el que todos tendrán que saldar su deuda. El gran economista Abba Lerner comparó la



deuda a un bosque en el que todos los años mueren árboles pero también nacen otros nuevos (Lerner, *The Economics of Control*, 1944, pág. 303). En algunas épocas el bosque crecerá porque nacerán más árboles de los que mueren y en otras el bosque menguará. Puede que una compañía papelera decida talar una parte para utilizar la pulpa o que haya un incendio pero luego el bosque se podrá recuperar y volverá a crecer. Aunque todos y cada uno de los árboles que lo componen acabarán por morir, el bosque seguirá existiendo gracias al nacimiento de nuevos árboles. De la misma manera la deuda total aumentará o menguará pero nunca desaparecerá de golpe. Por cada inversor antiguo que quiera desinvertir siempre habrá nuevos inversores que desean comprar nueva deuda. Cuando los segundos son más que los primeros, la deuda aumentará y viceversa.

En realidad la deuda pública es una operación innecesaria que responde a un atavismo que procede de la época de los patrones monetarios metálicos. Actualmente el estado se ve obligado, por una mera restricción institucional, a emitir deuda pública por importe equivalente a su déficit. De esta forma el dinero creado por el estado cuando gasta queda automáticamente destruido. Sin embargo en una etapa posterior los bancos centrales se muestran dispuestos a comprar esa misma deuda pública a cambio de crear cuentas de reservas si una insuficiencia de ellas lleva los tipos de interés por encima del nivel deseado por el emisor.

¿Podría llegar la desconfianza en la deuda pública hasta un punto en el que nadie quisiera tenerla? Salvo que ocurriese una catástrofe como una guerra de nuevo ésta es una fabulación absurda. La razón por la cual el estado emite deuda es que quiere reducir la cantidad de dinero en manos del público. Como hemos visto, el banco central trata de controlar el tipo de interés intercambiando reservas por títulos de deuda pública y ésta es la principal explicación del crecimiento o disminución de los saldos de deuda pública.

¿Qué pasaría si los bancos se negaran a entregar reservas a cambio de deuda pública? Realmente nada, simplemente renunciarían a cobrar los intereses que no obtienen de las reservas, lo cual sería un comportamiento extraño en una entidad capitalista cuyo objetivo es maximizar el beneficio.

En el caso extremo si nadie aceptara el canje de reservas propuesto por el estado los tipos de interés tenderían a caer a cero.

Decir que el estado se endeuda es lo mismo que decir que alguien está acumulando activos financieros. Deuda y crédito son las dos caras de la misma moneda. Cuando el estado se endeuda simplemente está creando instrumentos de ahorro para el sector no gubernamental. La fobia a la deuda se deriva de entender al estado como un hogar o una empresa. Pero un estado no es un hogar ya que sus emisiones de deuda pública cuentan con el respaldo del banco central. Si la amortización del principal de la deuda pública no puede arruinar a la sociedad porque simplemente consiste en una transferencia de fondos desde el estado —que además puede crearlos de la nada y sin coste— tampoco el pago de intereses puede arruinar al estado. Simplemente un individuo verá cómo el saldo de su cuenta corriente se incrementa cuando el estado crea nuevo poder de compra a partir de la nada.

La crítica de la deuda pública desde la izquierda tiene una cierta validez pero por motivos equivocados. Al emitir deuda pública el estado simplemente está sustituyendo un instrumento de ahorro que no paga intereses, las cuentas de reservas, por otro que sí los paga. La justificación es reducir el poder de compra en manos del sector privado. Sin embargo, si lo pensamos con detenimiento, el estado simplemente está modificando las carteras de individuos adinerados. Antiguamente eran los más ricos quienes podían comprar deuda pública. Thomas Piketty nos recuerda en su estudio sobre la desigualdad cómo los personajes de las novelas decimonónicas de Jean Austen y Balzac colocaban sus ahorros en deuda pública lo cual les permitía sacar una renta anual sin poner en riesgo su capital (Piketty, 2013). Actualmente los grandes tenedores de deuda pública son los fondos de pensiones y de inversiones donde conservan sus ahorros las personas de mayor renta.

Pensemos con detenimiento qué supone que el estado pague intereses a los tenedores de deuda pública. En 2015 el estado español pagó más de 33 mil millones de euros en intereses, es decir entregó a los tenedores de la deuda pública el equivalente al 3% del PIB; más que los recortes que históricamente nos exigen los sacerdotes bruselenses de la austeridad. ¿Qué

bienes y servicios habían entregado a cambio los tenedores de la deuda pública al estado? Realmente no tuvieron que mover un dedo para conseguir esa cantidad de dinero. Se trata pues de una partida de gasto totalmente regresiva que acentúa la desigualdad en el reparto de rentas en beneficio de una minoría exigua; mera beneficencia para millonarios. Para los estados que disfrutaban de un monopolio en la emisión de la moneda no existe ningún motivo racional que lo obligue a conseguir un dinero que él mismo puede crear sin coste alguno. Lo lógico sería que el estado dejara de emitir deuda pública en lo sucesivo y que el déficit público simplemente se materializara en un aumento de las reservas bancarias llevando los tipos de interés de las reservas bancarias a su tasa natural: el 0% de forma permanente.

## La hacienda funcional

En los años 40 del siglo pasado el economista Abba Lerner escribía que el gobierno contaba con seis instrumentos para ejecutar sus políticas:

- Recaudar impuestos
- Transferir rentas
- Aceptar préstamos
- Conceder préstamos
- Comprar
- Vender

Lerner no incluía la impresión de dinero porque no es un instrumento independiente sino auxiliar de todos los anteriores. Si el dinero que consigue el estado por vender sus activos, emitir deuda o recaudar impuestos es superior al que entrega por transferir rentas, hacer préstamos o comprar entonces no necesita “*imprimir*” dinero. A la inversa si los cobros son menores que los gastos entonces habría que “*imprimir*” dinero.

La recaudación de impuestos efectivamente aumenta el dinero en manos del estado y detrae dinero de los bolsillos de los ciudadanos. El primer efecto no tendría mucha relevancia. Si se acumulan billetes en sus cofres podría guardarlos pero también podría quemarlos o destruirlos. Lo importante es el segundo efecto. Lerner entendió que recaudar impuestos no servía para financiar al estado sino para detraer poder de compra del sector privado y otros fines de política pública como desincentivar determinados

comportamientos. El hecho de que el gobierno ingresara más dinero del que gastara tendría poca importancia. Lo relevante de la acción del gobierno es su efecto sobre la economía.

La primera responsabilidad del gobierno es mantener la tasa total de gasto del país en bienes y servicios ni por encima ni por debajo de la tasa a la que los precios actuales comprarían todos los bienes que es posible producir. Si se consiente que el gasto supere ese límite habrá inflación y si se permite que caiga por debajo habrá desempleo. Esto llevó a Abba Lerner a definir una simple regla para un gobierno que trata de maximizar el bienestar de la sociedad. Si existe desempleo es conveniente reducir impuestos o aumentar el gasto. Si hay un exceso de demanda de forma que hay pleno empleo con precios al alza la política adecuada es la contraria. Ésta es la primera ley de la hacienda funcional. El empeño por equilibrar las cuentas públicas en una época en la que el desempleo es muy elevado solo puede provocar un descenso de precios y un hundimiento adicional de la demanda agregada. Como dice Warren Mosler, «*un presupuesto equilibrado por principio corresponde al gasto mínimo que no provoca una deflación continuada* (Mosler, *Soft Currency Economics*, 1996)».

Emitir deuda tampoco sirve para proveer al estado de recursos financieros. Tomar dinero en préstamo o prestarlo solo tiene la utilidad de determinar los tipos de interés. Estas es la segunda ley de la finanza funcional: el gobierno debe pedir prestado si es deseable que el público tenga menos dinero y más bonos del tesoro.

En definitiva la hacienda funcional deja sin efecto los principios de las finanzas “responsables” en los que creen las autoridades de Bruselas, los políticos conservadores e incluso muchos políticos progresistas. Equilibrar las cuentas públicas no tiene ninguna utilidad y el déficit público no es más que un guarismo que solo recoge la diferencia entre el poder adquisitivo que ha inyectado el gobierno y el que ha drenado. Si observamos que existe pleno empleo y estabilidad de precios entonces sabemos que vamos bien, sea el déficit público equivalente al -2% del PIB, el -8% del PIB, o el -15% del PIB. En palabras de Abba Lerner,

*el principio de juzgar por los efectos ha sido aplicado a muchos otros campos de la actividad humana, se conoce como el método científico que se opone al escolástico. El principio de juzgar las medidas fiscales por la forma en que operan o funcionan en la economía podríamos llamarlo Hacienda Funcional (Lerner, Selected Economic Writings of Abba P. Lerner, 1983).*

## Para qué sirve el comercio exterior

La fiebre del oro nubla las mentes y en pocos casos esto es tan claro como en el comercio exterior. La insensata obsesión por acumular activos financieros, presentada a veces como la virtud del ahorro, se torna en un espejismo cuando nos damos cuenta de que esos activos financieros no se corresponden con la riqueza real. Los activos financieros no son más que un crédito que concedemos a otras personas, poder de compra que se les entrega ahora con la esperanza de recuperarlo, probablemente incrementado por el interés, y gastarlo nosotros en el futuro. El ahorro individual consiste en ceder poder adquisitivo en el presente para recuperarlo en el futuro. Si un individuo decide ahorrar pero otro decide gastar más de lo que ingresa este acto no tendrá consecuencias negativas. Pero si la práctica del ahorro se generaliza generaremos paro y pobreza. Para una economía la figura equivalente al ahorro individual es mantener un superávit comercial: un país que no consume todo lo que produce y exporta el excedente a otros países.

Exportar equivale a renunciar a parte de los bienes y servicios que hemos producido. En cambio importar bienes y servicios aumenta nuestro bienestar porque nos permite disfrutar de ellos sin haber trabajado por conseguirlos. En palabras de Mosler la *«riqueza real de una nación es todo lo que produce y retiene para sí misma, más todas las importaciones, menos lo que debe exportar. Un déficit comercial, de hecho, aumenta nuestro nivel de vida real»* (Mosler, *Los Siete Fraudes Inocentes Capitales de la Política Económica*,

2015). Sin embargo decir que las exportaciones son un coste y las importaciones un beneficio desafía el sentido común.

La única motivación racional para involucrarse en el comercio internacional es poder importar bienes y servicios producidos por extranjeros a cambio de nuestras exportaciones. Imaginemos una empresa cuyos trabajadores han pasado horas montando un coche en su planta de Badalona para destinarlo a la exportación a Bélgica. ¿Qué ha recibido a cambio España? En términos reales nada; ese automóvil exportado es la contrapartida a un crédito comercial, un mero apunte contable. En cambio, algún consumidor del país importador está disfrutando del uso de un excelente vehículo. Para que los consumidores españoles saquen un beneficio deben comprar algo con ese crédito concedido al exterior.

Las grandes potencias exportadoras como Corea del Sur, Alemania, China o Japón se han convertido en los “*Midas*” del comercio internacional. *Todo lo que tocan se convierte en oro, pero, desdichadamente el oro no se puede comer. Su éxito exportador les ha servido para acumular ingentes cantidades de activos financieros*<sup>1</sup>. Pero las potencias exportadoras pueden dar por perdidos esos créditos. En el fondo todo el mundo sabe que las deudas no siempre pueden ser pagadas. Los antiguos entendían que esto era inevitable y en la Biblia encontramos en Deuteronomio 15 la siguiente admonición:

1. Cada siete años harás remisión.
2. En esto consiste la remisión. Todo acreedor que posea una prenda personal obtenida de su prójimo, le hará remisión; no apremiará a su prójimo

---

1. Durante la última década Alemania ha acumulado una posición financiera neta respecto al resto del mundo de 1,1 billones de euros (equivalente al 100% del PIB español o al 41% del PIB alemán) (Deutsche Bundesbank, 2015). El éxito alemán se nos presenta a los restantes europeos como el modelo que debemos emular. Pero tal acumulación de activos financieros netos frente al resto del mundo ha contribuido a generar crisis financieras entre los países deudores. Es probable que Alemania nunca llegue a cobrarse todo lo que le adeuda el resto del mundo. Cuando la acumulación de endeudamiento llega a límites insostenibles no queda más remedio que reestructurarla o hacer quitas.



Claro que el siguiente versículo excluía de este beneficio a los extranjeros: «Podrás apremiar al extranjero, pero a tu hermano le concederás la remisión de lo que te debe». Pese a lo cual resulta inevitable que estas potencias exportadoras perderán parte de los créditos que dieron al resto del mundo con sus exportaciones si no se las quieren cobrar antes con importaciones de bienes producidos por sus deudores. Cuando las deudas no se pueden devolver el acreedor tiene que aceptar que perderá una parte de sus créditos. Alemania ya ha tenido que conceder quitas a Grecia y es probable que tenga que aceptar más pérdidas en los próximos años. Es el precio de haber vendido algo a un extranjero y no haber encontrado nada que comprarle.

Los capitalistas de estos países consiguen grandes beneficios gracias a sus negocios de exportación. Ese éxito exportador sin embargo tuvo un coste real en horas de trabajo de las clases trabajadoras alemana, china y coreana a las que se retribuyó con un salario muy inferior al que les habría permitido consumir una mayor parte de la producción total de sus respectivos países.

Estos estados generan una enorme masa de ahorro que tienen que colocar en otros países, un aluvión de movimientos transfronterizos de depósitos causantes de inestabilidad financiera. Esto explica que muchos estados quieran controlar el tipo de cambio de su divisa. Argumentaremos a continuación que la mejor respuesta es gestionar los movimientos que generan un endeudamiento externo en lugar de tratar de gestionar el tipo de cambio.

## La moneda en el comercio exterior

El comercio internacional implica una interacción entre economías ubicadas en zonas monetarias distintas. Examinemos lo que ocurre cuando un país incurre en un déficit comercial. Supongamos que la empresa IMPORTASA, residente en la zona euro, desea importar vehículos fabricados por la empresa ACME ubicada en la zona monetaria del dólar de los EEUU. IMPORTASA quiere vender esos vehículos a otros residentes en la zona euro y por tanto a cambio recibirá depósitos denominados en esa moneda. Sin embargo ACME tiene como moneda funcional el dólar. IMPORTASA tiene un negocio que solo puede generar depósitos denominados en euros. ACME desea recibir dólares a cambio de la venta de los automóviles que fabrican. Esto plantea un dilema que puede ser resuelto de tres maneras.

Alguien en el país exportador desea obtener a cambio un depósito denominado en la moneda del país importador.

Un residente en el país exportador nos concede un préstamo denominado en su divisa.

Hay un exportador en el país importador que desea comprar la moneda nacional y vender la divisa extranjera que ha conseguido gracias a sus negocios.

Operativamente este dilema lo resuelve una entidad financiera que puede intermediar entre el exportador y el importador. Pero en esencia el intermediario financiero simplemente le traslada a otro el problema.

Si pasamos del caso particular de una empresa al de una economía agregada y suponemos que ésta incurre en un déficit comercial –es decir, que las compras a extranjeros han superado en valor a las exportaciones al resto del mundo– el dilema es el mismo. Una vez saldadas todas las transacciones comerciales entre residentes y extranjeros, y después de que los exportadores hayan vendido toda la divisa extranjera de la que disponían a los importadores, quedará una posición neta deficitaria denominada en alguna moneda; puede ser en nuestra moneda o en divisas extranjeras. Veamos ambos escenarios a continuación.

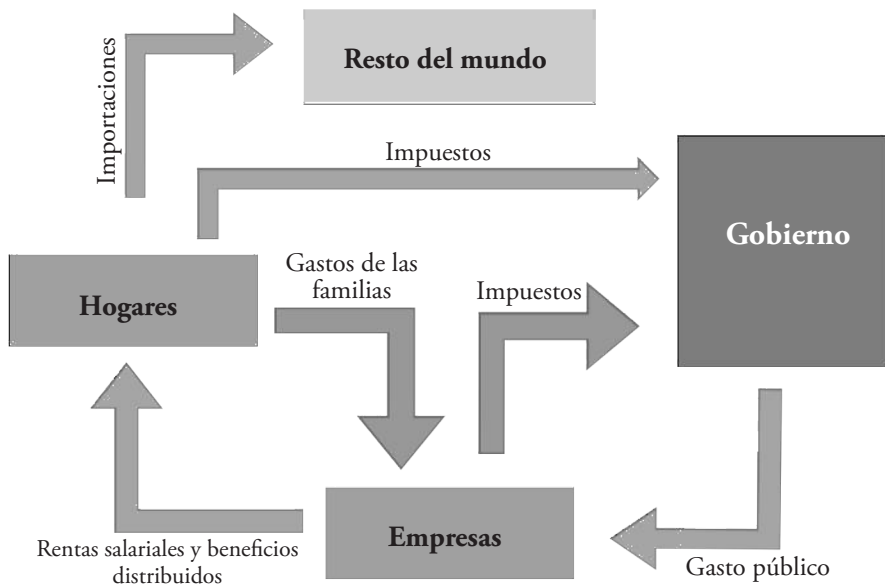
### **El país exportador desea obtener a cambio de sus exportaciones un depósito denominado en la moneda del país deficitario**

En el primer caso, cuando nuestra economía es deficitaria, los extranjeros aceptan cobrar mediante depósitos denominados en euros. Lo hacen porque desean tener esos depósitos, por ejemplo, para adquirir otros activos financieros y especular en los mercados financieros de nuestro país. La conclusión relevante es que en este caso, un déficit comercial es simplemente la imagen refleja del deseo de los extranjeros de mantener depósitos denominados en nuestra moneda. Esto es lo que hacen los chinos, los alemanes o los coreanos. Producen bienes y servicios que exportan a otros países. Estas naciones exportadoras, presentadas como parangón de la competitividad y el éxito por el pensamiento económico dominante, mantienen un superávit comercial desde hace muchos años con el resto del mundo. ¿Qué reciben a cambio? Simplemente una anotación contable en una divisa extranjera y quizás una rentabilidad financiera que aumente aún más esos depósitos.

Un escenario en el que una nación mantiene un déficit comercial denominado en su propia moneda no es muy amenazante con una salvedad. Cuando los extranjeros desean materializar el ahorro generado por sus ventas a nuestro país en depósitos denominados en nuestra moneda, en vez de utilizarlos para comprar bienes y servicios producidos en nuestro

país, se produce una fuga del sistema económico. Las importaciones son uno de los destinos de las rentas generadas en nuestro país por los factores productivos (capital o trabajo). Por identidad contable, lo que se ha producido en una economía es idéntico a los ingresos e idéntico al gasto total. Pero, si los agentes económicos no emplean el total de sus ingresos en comprar bienes producidos en nuestro país, entonces el gasto total no será equivalente a la producción total y una parte de la producción se quedará sin vender. Cuando los empresarios ven que en sus almacenes se acumulan productos que no han salido al mercado, reducirán su producción en el siguiente período y es probable que despidan trabajadores. Salvo que ese sobrante se pueda exportar, habrá una brecha de la demanda interna que puede llevar a una caída de la producción y un aumento del desempleo. ¿Cómo conseguimos evitar que caiga la producción y se genere desempleo? Si imaginamos la economía como un circuito podemos visualizar las importaciones como una fuga de poder de compra hacia los productores extranjeros. Si no queremos que caiga la actividad económica se tienen que rellenar el circuito con nuevo poder de compra. Para ello tiene que existir algún agente nacional dispuesto a consumir más de lo que ingresa por importe equivalente al déficit comercial. Es decir, tiene que haber un agente dispuesto a endeudarse.

Si el sector privado desea ahorrar o no quiere endeudarse solo queda otro agente que pueda endeudarse: el sector público. El estado puede suplir el poder de compra no utilizado con mayores inyecciones de gasto público o reduciendo los impuestos. En el futuro estos depositantes extranjeros podrían ejercer este poder de compra retenido gastándolo en el país donde sirve como medio de pago y de esta manera la balanza comercial se equilibraría. Un déficit comercial en euros hoy podría transformarse en un superávit comercial en el futuro. Este endeudamiento del estado puede revertirse en el momento en que el sector exterior decide comprar más de lo que nos vende. En el caso de que tuviéramos un superávit comercial permanente podría ser conveniente que el estado redujera su gasto o aumentara los impuestos para evitar que la presión exportadora sobre la demanda originara tiranteces inflacionistas.



**Figura 13:** La economía representada como un circuito económico con fugas al exterior causadas por las importaciones.

## Los extranjeros nos han dado un préstamo en moneda extranjera.

Examinemos el segundo caso. Por ejemplo, un banco en la zona dólar concede un préstamo en dólares al importador ubicado en la zona euro. Al hacerlo constituye un nuevo depósito en esa divisa a favor del importador quien lo puede utilizar para pagar a su proveedor extranjero.

Esta operación crea un problema diferido. Si los importadores no pueden generar dólares en el futuro, tendrán que encontrar a alguien que necesita euros y esté dispuesto a entregar dólares a cambio. Por ejemplo, el comprador de esos depósitos denominados en euros podría ser un exportador que ha conseguido dólares pero realmente necesita su moneda funcional para pagar a sus acreedores o saldar sus impuestos. Sin embargo en este caso trasladamos el problema a otro agente nacional que se queda endeudado en una moneda extranjera. Este agente tiene que ser

capaz de generar un flujo entrante de tesorería denominado en esa divisa en el futuro para pagar el principal más los intereses.

En una economía que se endeuda en moneda extranjera y que no es capaz de generar suficientes entradas de divisas para saldar la deuda habrá más compradores de divisas que vendedores. Mientras la nación importadora sea capaz de financiar su déficit comercial con nuevas entradas de capital, es decir, endeudándose, el desequilibrio en la balanza de pagos podrá continuar sin afectar al tipo de cambio. Sin embargo si los extranjeros dejan de estar interesados en financiar nuestras importaciones o pierden el interés en invertir en nuestros mercados se producirá una sobreoferta de moneda nacional. La consecuencia será que nuestra divisa se depreciará respecto a otras monedas extranjeras.

La depreciación de la divisa encarece las importaciones y abarata las exportaciones. Esto puede equilibrar la balanza comercial pero no hay ninguna garantía de que ello ocurra, sobre todo en el caso de naciones con escaso desarrollo industrial. Por otra parte la depreciación también tiene el inconveniente de que las personas y empresas previamente endeudadas en divisas extranjeras tendrán que ofrecer más unidades de su moneda nacional en el futuro cuando compren la moneda extranjera que necesitan para pagar a sus acreedores. Si no son capaces de afrontar ese encarecimiento de sus préstamos externos pueden entrar en situaciones de insolvencia.

El riesgo de endeudarse en moneda extranjera también es relevante para los estados. Muchos gobiernos de economías menos desarrolladas han recurrido a financiación en divisas para abastecerse de tecnología extranjera, bienes de equipo o armamento. A menudo lo han hecho convencidos por bancos de inversión que operan con códigos deontológicos endebles. Este tipo de operaciones son las que pueden originar una crisis de deuda externa. La ventaja de ser un emisor en régimen de monopolio se limita a tener el poder de comprar todos los bienes y servicios que se hallan a la venta en la moneda que emite el estado y no aplica a los bienes y servicios producidos en el extranjero.

*Tal fue el caso de los países de América Latina en los años 70 cuyas economías llegaron a acumular un nivel de endeudamiento externo equivalente a casi el 50% de su renta nacional bruta. El proceso fue fomentado por bancos de inversiones que animaron a los gobiernos a entrar en unas operaciones de financiación que se revelarían muy imprudentes. El problema de endeudamiento se vio acentuada por la depreciación de sus monedas que elevó el valor nominal de estas deudas expresadas en la divisa nacional. Estas economías llegaron a un punto en el que ya no fueron capaces de generar suficientes divisas procedentes de sus exportaciones como para atender el servicio de su deuda externa y además seguir importando bienes básicos del extranjero. La necesidad de destinar una gran parte de las exportaciones a pagar intereses y principal a los acreedores extranjeros implicó que una parte importante de sus recursos no se dedicaran a atender las necesidades de la población y al desarrollo económico. Para atender esos pagos y liberar recursos para la exportación los estados tuvieron que aplicar políticas de austeridad que perjudicaron sobre todo el gasto social, deprimieron la economía y dejaron a muchas personas sin empleo y sumidas en la miseria. La crisis de la deuda causó una década pérdida en América Latina.*

## Los movimientos del tipo de cambio

El comercio exterior obliga a establecer un tipo de cambio entre las monedas que emplean agentes ubicados en distintas zonas monetarias. Las divisas cotizan en mercados organizados donde se determina el precio de cada una respecto a todas las demás. Este tipo de cambio puede variar libremente en función de la oferta y la demanda o las autoridades pueden intervenir para controlarlo. Conviene saber que en los mercados de divisas hay un número muy reducido de operadores que ejecutan la mayor parte de las transacciones, lo cual les otorga un gran poder de mercado (Harvey, 2010).

Tradicionalmente se ha explicado el tipo de cambio como una consecuencia del saldo de la balanza comercial. Cuando un país exporta mucho su divisa tendería a apreciarse porque los extranjeros desearían hacerse con su moneda para pagar las compras de sus productos. En cambio un país que importa mucho y exporta poco, es decir, con un déficit comercial, experimentaría una depreciación de su moneda. Pero esto es demasiado simplista porque en realidad los tipos de cambios no suelen estar determinados solamente por la balanza comercial. Los operadores en el mercado de divisas tienen tres motivos fundamentales para comprar moneda de otro país: 1) comerciar con bienes y servicios extranjeros; 2) realizar inversiones directas, por ejemplo creando filiales de empresas o comprando bienes inmuebles; y 3) hacer inversiones de cartera, es decir, comprar activos financieros para especular, por ejemplo, adquiriendo acciones en bolsas



extranjeras o títulos de deuda pública. La inversión directa y la inversión en cartera son partidas muy volátiles y muy dependientes del sentimiento y de las expectativas de los inversores extranjeros. Sus movimientos se parecen a la aparición repentina de los hongos cuando el tiempo es lluvioso y templado. Al igual que aparecen se volatilizan cuando las condiciones cambian. Desafortunadamente son estos dos últimos tipos de transacciones los que dominan los mercados de divisas, lo cual explica la enorme volatilidad que pueden experimentar las cotizaciones. Los extranjeros comprarán la moneda de otro país si piensan que pueden obtener ganancias derivadas de la propia inversión y además una revalorización de la divisa extranjera. En el momento en que pierdan confianza en que serán capaces de obtener una rentabilidad especulando con la divisa de otro país la abandonarán. La psicología de los mercados hace que esos movimientos se produzcan de forma gregaria lo cual acentúa su violencia (Harvey, 2010). La entrada de capitales provoca la apreciación de la divisa nacional y trae detrás un deterioro de la balanza comercial. La salida súbita de los inversores cuando cambia su sentimiento provoca una sobreoferta de moneda nacional que hunde su cotización en los mercados de divisas.

Cuando un país experimenta un deterioro de su balanza comercial, lo cual va acompañado de un creciente endeudamiento externo, el gobierno puede verse tentado de intervenir y puede dar instrucciones a su banco central para que devalúe su moneda. Aunque tradicionalmente se dice que un tipo de cambio deprimido estimula las exportaciones y desincentiva las importaciones la evidencia empírica sugiere que el tráfico internacional es menos sensible a las variaciones en los precios de lo que se suele suponer. Aparentemente una depreciación de la moneda puede ayudarnos a equilibrar nuestra balanza comercial y reducir el ritmo al que nos endeudamos con el exterior. Sin embargo, sobre todo para las economías menos desarrolladas, reducir el tipo de cambio no suele provocar una mejora sustancial de su balanza comercial. La razón es que hay muchos factores que influyen en la demanda extranjera además del precio. Factores como la calidad, la imagen de marca, el dominio de los canales de distribución o el contenido tecnológico son tan importantes o más que los costes salariales

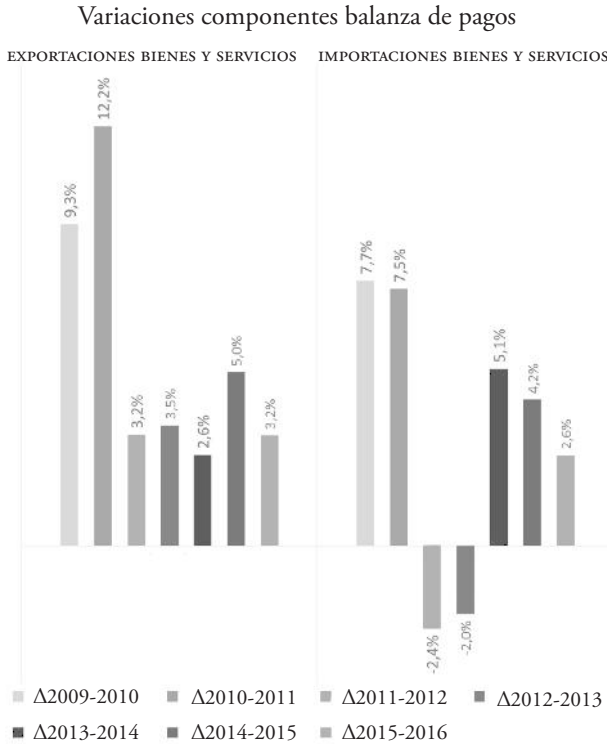
que incorporan los productos de importación. Por otra parte el comercio exterior es como el tango, dos no bailan si uno no quiere. La mejora de una balanza comercial depende tanto o más de un aumento de la demanda efectiva en países extranjeros que de una caída de los precios de los productos exportables.

*En España la Comisión Europea (CE) y el BCE han impulsado políticas de devaluación interna como solución a los problemas causados por nuestro excesivo endeudamiento externo. Nuestra balanza comercial había alcanzado un déficit equivalente al 10% del PIB en 2007, reflejo de un elevado endeudamiento de nuestro sector privado (recuerden los datos que aparecen en la Ilustración 12). Los economistas neoclásicos atribuyeron este deterioro a un empeoramiento de la competitividad de la economía española causada por un mayor crecimiento de nuestros costes salariales respecto a los alemanes. La política que ha aplicado el Gobierno de España impuesta por la UE ha consistido en socavar el poder de negociación de las clases trabajadoras con reformas legales que aumentaron la precariedad de las condiciones laborales, sobre todo para los más jóvenes. Estas reformas combinadas con las altas tasas de desempleo han conseguido reducciones importantes de los salarios.*

*Es cierto que los alemanes aplicaron desde el año 2000 políticas de represión salarial y eso les permitió mejorar su competitividad. Pero nuestros sectores exportadores habían experimentado menores incrementos de costes que los sectores no integrados en circuitos comerciales internacionales y habían mantenido su competitividad como demuestran los hechos de que España fue uno de los pocos países europeos que había mantenido su cuota de mercado en el comercio internacional y de que las exportaciones crecían a buen ritmo hasta 2011.*

*A partir de 2013 nuestra balanza de pagos se tornó positiva. Se podría atribuir este logro a las políticas de devaluación interna pero esta conclusión sería errónea. En realidad lo que se produjo fue un hundimiento de las importaciones como consecuencia del colapso de la demanda interna. No se encuentran evidencias muy sólidas de que nuestras exportaciones hayan aumentado sustancialmente debido a la reducción de los costes salariales. De hecho el crecimiento de las exportaciones españolas fue modesto a partir de 2012. En cuanto la economía española ha recuperado el crecimiento también han empezado a crecer las importaciones. Se puede consultar en este sentido el trabajo de Uxó, Febrero*

*y Bermejo que demuestra que la política de devaluación interna fue poco eficaz (Uxó, Febrero, & Bermejo, 2016).*



**Figura 14:** Variación anual de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios de la economía española

**Fuente:** elaboración propia a partir de datos publicados por el Banco de España

*En los últimos años, lejos de reducir su superávit comercial, Alemania lo ha seguido ampliando. En definitiva, parece que, mientras Alemania siga generando un ahorro tan descomunal, será difícil que nuestras exportaciones crezcan por mucho que devaluemos nuestros salarios. Los sacrificios que impusieron la CE, el BCE y el Gobierno de España a la población trabajadora, sobre todo a los más jóvenes, solo sirvieron para aumentar los márgenes empresariales mientras que Alemania sigue negándose a bailar el pasodoble con nosotros.*

La decisión de devaluar deteriora además la relación real de intercambio, es decir, permite comprar un volumen menor de mercancías a cambio del mismo volumen de exportaciones. Por tanto reduce el nivel de vida de los ciudadanos. Además una depreciación muy repentina puede generar problemas de solvencia a aquéllos que se hayan endeudado en moneda extranjera pues tendrán que hacer un mayor esfuerzo para conseguir la necesaria para servir su deuda. Lejos de revertir la balanza comercial de forma rápida, las devaluaciones suelen dejar un rastro de endeudamiento excesivo y crisis financieras.

Finalmente, devaluar la moneda tiene el riesgo de provocar la importación de inflación. Si la moneda de un país se deprecia respecto a las de sus socios comerciales se producirá un encarecimiento de los precios de los productos importados denominados en la propia divisa. Normalmente los importadores pasarán este incremento de costes a sus clientes. Las importaciones pueden ser materias primas y componentes cuyos costes incrementados se incorporarán a los precios de los productos finales o pueden ser productos de consumo y otros bienes acabados cuyo precio impacta directamente sobre el índice de precios al consumo. Al mismo tiempo se reduce el precio de nuestras exportaciones para los extranjeros por lo que parte de la oferta de bienes y servicios se desviarán hacia mercados de otros países. El efecto combinado del crecimiento de los precios de las importaciones y la reducción de la oferta doméstica de bienes y servicios puede ser inflacionista aunque también puede estimular un aumento de la producción y la inversión.

En general, cuando los estados han intervenido en los mercados de divisas lo han hecho para estabilizarlos impidiendo de esta manera los efectos perniciosos de las apreciaciones y de las depreciaciones como los problemas financieros derivados de una elevación del endeudamiento en moneda extranjera o de inflación importada. En otras ocasiones se trata de mantener el tipo de cambio para favorecer el comercio internacional entre países de una unión aduanera como la que se estableció entre los países miembros de la Comunidad Económica Europea. Mantener la cotización de la moneda es complicado de conseguir para una nación que no tenga un superávit

comercial porque requiere intervenciones constantes del banco central en una situación en la que el déficit comercial ejerce una presión vendedora permanente sobre la propia divisa. En economías mercantilistas fijar el tipo de cambio evitando su apreciación ayuda a los monopolios y oligopolios exportadores a mantener su cuota de mercado en los mercados internacionales y, por consiguiente, sus beneficios. Para estas economías es sencillo defender su tipo de cambio porque la operación es tan sencilla como vender su propia moneda, que los extranjeros están ávidos de conseguir, y que el banco central puede producir sin coste. Mantener de esta manera un tipo de cambio artificialmente deprimido solo es útil para defender los beneficios de los exportadores. Pero eso se hace a costa de una represión salarial que deprime el nivel de vida de los trabajadores. La producción nacional se destina a consumidores extranjeros mientras que las importaciones son menos asequibles.

Algunos países persiguen una política de apreciación de su divisa. Puede ser una cuestión de mera vanidad, la creencia en que es un motivo de orgullo tener una moneda fuerte. El alza de la cotización de la divisa nacional tiene un impacto positivo en el nivel de vida de la nación. De hecho, una explicación cínica por la que un estado querría mantener una moneda fuerte es que tal política favorece el gasto consuntivo de las elites. Este tipo de políticas de moneda fuerte tiene la desventaja de fomentar las importaciones y dificultar las exportaciones. Por otra parte una apreciación de la divisa tiene un efecto deflacionista ya que abarata las importaciones y dificulta las exportaciones, lo cual puede obligar a los exportadores a renunciar a sus mercados exteriores y buscar una mayor cuota de mercado nacional aceptando incluso rebajas de precios.

*Supongamos que es usted un productor de aceite de oliva virgen primera prensa de la variedad arbequina. Si coloca en el mercado una botella de 1 litro al precio de 20 euros con ese dinero puede comprar, quizás, un exquisito vino francés de Burdeos. La relación 1 botella de aceite de oliva=1 botella de vino de Burdeos expresa un precio relativo de un bien por el otro. En términos monetarios ambos bienes valen 20 euros.*

*Pero la transacción antes descrita ha tenido lugar dentro de la misma zona monetaria y en el comercio internacional se emplean divisas. Supongamos que usted ahora exporta a EEUU mil litros de aceite de oliva valorados en 20.000 euros. Si el tipo de cambio del dólar de los EEUU es de 1,20 por euro habrá generado un crédito frente a la nación norteamericana por 24.000 dólares. Con ese importe un español podrá comprar, por ejemplo, un vehículo Ford fabricado en los EEUU. Con una visión mercantilista se nos trataría de convencer de que nos conviene exportar mucho más aceite de oliva. Supongamos que los responsables del banco central decidieran devaluar el euro de forma que ahora nos dieran un dólar de EEUU por cada euro. Este fenómeno de ganancia de competitividad siempre se presenta como algo positivo para el país exportador. Sin embargo, aplicando el nuevo tipo de cambio el exportador de aceite recibiría 20.000 dólares por los mil litros de aceite. Si queremos comprar ese coche de 24.000 dólares ahora nos harían falta exportar otros 200 litros de aceite. El exportador debe entregar mucho más aceite para recibir el mismo producto. En Economía diríamos que la relación real de intercambio ha empeorado para el exportador.*

## **Porfiar en gestionar el tipo de cambio socava la potencia del sistema monetario**

La finalidad del delicado mecanismo configurado por los sistemas monetario e impositivo es abastecer de recursos reales al estado, es decir, orientarlos hacia el cumplimiento de fines que atienden el interés general. El sistema monetario basado en moneda fiduciaria es extraordinariamente eficiente para conseguirlos. Sin embargo su eficiencia se socava cuando el estado ancla el valor de su moneda respecto a otros activos o monedas. Vincular el valor de la moneda al de otra moneda es equivalente a renunciar a una importante parcela de la soberanía. Defender la propia divisa cuando una economía no tiene un superávit comercial requiere atraer capitales extranjeros, normalmente con una política de tipos elevados. En ese momento el banco central puede acumular reservas de divisas ya que puede vender a los inversores extranjeros depósitos en moneda nacional que necesitan para hacer sus operaciones. Ésta es una inversión de nula rentabilidad social. Pero cuando los flujos se revierten y los extranjeros quieren sacar sus depósitos el banco central tendrá que vender las reservas de divisas y comprar los depósitos denominados en su propia moneda.

Si el gobierno decide que en adelante defenderá un tipo de cambio respecto a otras divisas se enfrenta a la pérdida de importantes grados de libertad. Si un estado decide que su moneda –pongamos el peso– va a valer en adelante  $\frac{1}{4}$  de dólar de EEUU  $\pm 2,5\%$ , todos los demás objetivos de política económica quedan supeditados a esa finalidad. Para empezar el

gobierno tendrá que instruir a su banco central para que compre dólares de EEUU procedentes de las exportaciones o de entradas de capital para constituir una reserva de divisas. Si la cotización se va a la banda baja, es decir, se acerca a 4,1 pesos por dólar, el gobierno tendrá que intervenir vendiendo reservas de dólares para comprar su propia moneda. El absurdo de tal medida se revela en el hecho de que es el mismo banco central quien crea esa moneda. Actuaría como un pintor que comprara todas sus obras para evitar que su precio cayera en el mercado. Adicionalmente tendrá que subir los tipos de interés para atraer capitales extranjeros. Esta política desincentiva la inversión y es inflacionista.

El problema de gestionar el tipo de cambio es que los costes de mantenerlo anclado a la moneda de otra nación superan las ventajas. Porfiar en mantener el tipo de cambio fijo es como tratar de contener la respiración para embutirnos una prenda que se nos ha quedado estrecha. A corto plazo funciona pero enseguida se vuelve muy incómodo. Luchar por defender el tipo de cambio se hace vendiendo reservas de divisas extranjeras –hasta que se agotan– y subiendo los tipos de interés lo cual lleva a situaciones de subinversión crónica y desempleo. Es posible que a corto plazo la nación consiga evitar la devaluación y luchar contra la inflación reduciendo su gasto doméstico mediante la creación de desempleo. Pero esto no resuelve el problema de fondo que es la falta de interés de los extranjeros por los productos de la industria doméstica.

El empeño de defender el tipo de cambio elevando los tipos de interés puede llevar a otro absurdo señalado por Warren Mosler (Mosler, *Soft Currency Economics*, 1996). Aprovechando la existencia de un tipo de cambio fijo que elimina el riesgo de cambio en operaciones transfronterizas, los especuladores piden prestado en dólares, donde el tipo de interés es menor, venden los dólares al banco central que está dispuesto a comprar cuantos depósitos denominados en esa divisas les ofrezcan a cambio de la moneda local y además les ofrece un tipo de interés mayor. Endeudarse en dólares –pongamos al 4% anual– venderlos al banco central a 4 pesos por dólar y colocarlos al 8% y luego devolver el préstamo al cabo de un año llevándose un 4% limpio de polvo y paja. El negocio es redondo mientras



el banco central no devalúe la moneda. Por supuesto tal estado de cosas se mantendrá mientras los agentes confíen en que el banco central será capaz de defender su moneda. El problema reside en que cuando el banco central pierda esa capacidad el avisado especulador puede encontrarse con una deuda que ya no es capaz de devolver. Para evitar esas pérdidas, en el momento en el que el especulador tenga la menor sospecha de que se va a producir la devaluación, sacará todo su dinero de los mercados bursátiles y venderá los depósitos en la moneda extranjera a cambio de la propia para repatriar los capitales. Estos especuladores suelen actuar de forma gregaria y, al salir en tropel, abandonarán la moneda en los mercados provocando su depreciación o causando enormes dificultades para que el banco central mantenga el precio que está tratando de defender. Por eso estos diferenciales de tipos de interés suelen anunciar una devaluación, predicción que por tanto se convierte en una profecía autocumplida, sobre todo cuando el país que intenta defender su moneda mantiene un déficit comercial. Todo esto es absurdo, pero desafortunadamente tales son las políticas que aplican numerosos estados.

Muchos estados de países poco desarrollados no son capaces de generar demanda por su propia moneda. Fallan fundamentalmente los sistemas tributarios y las tasas de evasión fiscal son altas. Dicho de otro modo, como la fiscalidad es ineficiente pero el estado trata de ejecutar las políticas de gasto que demanda la población, tiende a poner demasiado dinero en manos del público sin crear suficiente demanda por ella ni retirar el exceso de poder de compra con impuestos. Además los niveles de monetización y bancarización son bajos y la oferta de bienes, sobre todo de productos suntuarios, que pueda comprarse con el dinero nacional es baja. Como los nacionales no desean mantener esos depósitos en la moneda nacional tratan de deshacerse de ella vendiéndola a cambio de depósitos denominados en otra moneda. Eso provoca la depreciación de la moneda.

En los países con un sistema monetario y fiscal ineficaz la aplicación de políticas de cambio fijo redundará en un deterioro de su espacio fiscal. Una gran parte de los recursos se pierden para el desarrollo de su economía. La falta de credibilidad del propio sistema fiscal suele resultar en políticas

draconianas de austeridad cuando los efectos de la depreciación y pérdida de confianza se acentúan. Frecuentemente son instituciones multilaterales caracterizadas por su sesgo ideológico neoliberal como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial o la Comisión Europea las que imponen estas recetas a cambio de una ayuda financiera que realmente no resuelve los problemas de fondo. Las políticas de austeridad dejan desatendida a la población menos favorecida, recortan servicios públicos esenciales y en definitiva dificultan el progreso de la sociedad. Estas situaciones, lejos de permitir un fortalecimiento de sus instituciones, merman la credibilidad y la utilidad del estado. En definitiva el país tiene que renunciar a aplicar políticas fiscales que permiten regular el ciclo económico, asistir a la población más desfavorecida o desarrollar la economía.

En cierto modo esos estados ponen sus recursos a disposición de potencias extranjeras quedando reducidos a la condición de países coloniales. La pérdida de confianza en la moneda nacional provoca que muchas personas prefieran usar una moneda extranjera –frecuentemente el dólar– como medio de ahorro. En las situaciones extremas tales estados renuncian a emitir su propia moneda y reconocen el hecho consumado de que la población prefiere la utilización de una moneda extranjera.

La renuncia a la soberanía sobre la propia moneda ilustra la eficacia funcional y la potencia del sistema monetario moderno. Un estado que renuncia a emitir su propia moneda tiene que imponer tributos a los agentes que poseen esa moneda extranjera, ya sea directamente a los exportadores o a quienes la han conseguido prestando servicios o vendiendo bienes a los exportadores. Solo así puede hacerse con la moneda que necesita para abastecerse. Como solo las exportaciones y los flujos de capital para inversión directa o en cartera –con un marcado carácter especulativo– permiten acceder a moneda extranjera para que la oferta monetaria pueda crecer la economía nacional debe mantener un superávit comercial o convencer a inversores extranjeros de que traigan capitales. De esta forma toda la economía se pone al servicio de las empresas exportadoras, las cuales suelen ser grandes empresas que operan en sectores con un elevado grado de monopolio y en muchos casos son de titularidad extranjera. Los

estados que renuncian a su soberanía monetaria tienen entonces grandes dificultades para aplicar políticas en pro del interés general. Lejos de estar los recursos nacionales a disposición de los habitantes del país, éstos están prioritariamente reservados para los extranjeros.

*Ecuador renunció a su propia moneda tras experimentar un período de elevada inflación que había deteriorado la confianza de la población en ella. La dolarización fue adoptada por el gobierno del presidente Jamil Mahuad en 1999 al tipo de cambio de 25.000 sucres por dólar. Desde entonces Ecuador utiliza la moneda de un país extranjero, el dólar de los EEUU. La dolarización provocó un aumento de la emigración hacia países como España y el colapso de la clase media.*

*La existencia de grandes reservas de petróleo y las remesas de los emigrantes ha permitido a Ecuador acceder a un volumen de moneda extranjera suficiente para que el gobierno pudiera seguir desarrollando sus funciones. Sin embargo, una caída de las exportaciones obliga a un país usuario de una moneda extranjera a aplicar políticas de austeridad. Por ejemplo, en 2016 la caída de los precios del petróleo aumentó el déficit del gobierno ecuatoriano hasta el 6,3% del PIB lo cual obligó al gobierno a aplicar políticas de austeridad elevando el desempleo hasta el 7,5%. La dolarización dificulta que el gobierno de Ecuador gestione el ciclo económico y pueda asegurar el pleno empleo.*

Si el tipo de cambio fluctúa en función de la oferta y demanda del mercado estos pequeños movimientos podrían ser graduales reflejando los caprichosos movimientos de los flujos comerciales y quizás no demasiado dolorosos. Sin embargo esto debe ser matizado. La realidad es que muchos estados observan impotentes cómo la cotización de su divisa experimenta variaciones violentas en los mercados debidas a movimientos de capitales especulativos. Estos flujos tienden a crear burbujas financieras y financian períodos de auge económico exuberantes. Sin embargo, cuando se retiran, actúan como un tsunami, dejando un rastro de destrucción en forma de crisis de deuda externa, desempleo y quiebras empresariales. Es esta experiencia de tantos países subdesarrollados la que parece justificar la defensa

del valor de la divisa con intervenciones del banco central.

El dilema diabólico para muchas naciones es que mantener un tipo de cambio artificial los expone a agresiones de los especuladores que resultan muy costosas para la sociedad. Un especulador solo necesita conocer el tamaño de reservas de divisas en el banco central. Cuando éstas empiezan a escasear puede cobrarse su presa apostando en contra de la moneda de su víctima sabiendo que tarde o temprano al banco central se le agotará el stock de divisas extranjeras.

## La Teoría Monetaria Moderna en los países en desarrollo

La forma más inteligente de actuar es inmunizar al país de estos movimientos especulativos estableciendo restricciones a la entrada de capitales que no se dedican a la inversión en actividades productivas. La apertura a las entradas de capital extranjero en países atrasados se ha justificado por el escaso desarrollo de sus mercados de capitales que dificultan la financiación de nuevos proyectos empresariales. Pero el valor social de dejar que los extranjeros adquieran posiciones a corto plazo en mercados bursátiles y de deuda es muy limitado. Incluso la inversión extranjera directa en empresas o actividades económicas debería tener una estrecha supervisión ya que estas operaciones generan obligaciones de pago de dividendos e intereses y repatriación de capitales en un futuro más o menos lejano. Frecuentemente la falta de una industria nativa obliga a importar bienes de equipamiento que generan un endeudamiento externo. Si bien el gobierno debe evitar o minimizar el endeudamiento en moneda extranjera, sí podría permitir la constitución de préstamos a favor de empresas y ciudadanos denominados en moneda extranjera condicionados a la comprobación de que los depósitos se destinaren a la compra de equipamiento que aumente el potencial productivo de la economía en el futuro. Para una nación en desarrollo conviene asegurar que la inversión directa extranjera genera un potencial exportador que permita atender esas futuras obligaciones de pago a los acreedores extranjeros.

Obstinarse en defender un tipo de cambio respecto al dólar, experimento que suele acabar en la aplicación de políticas de austeridad, no es la política más adecuada para sacar a una nación del subdesarrollo. Es más razonable expandir las capacidades productivas de la nación ocupando los recursos ociosos y sustituyendo importaciones con el desarrollo de las propias capacidades productivas. Lamentablemente no se puede sustituir la carencia de instituciones políticas sólidas que funcionen con un mínimo de transparencia y eficacia, sobre los que se puedan construir los instrumentos fiscales y monetarios que encauzan los recursos de una nación hacia el desarrollo. Tratar de suplir esa carencia con una política de tipos de cambio para encauzar los recursos extranjeros en lugar de los nacionales hacia el desarrollo económico suele estar condenado al fracaso y la melancolía. La conclusión de estas reflexiones aleccionadoras es que la mejor política de desarrollo económico se construye sobre la base del fortalecimiento previo del estado y de las instituciones democráticas.

La descripción que hemos hecho de los sistemas monetarios modernos es aplicable a todas las economías sean estas desarrolladas o no. Los críticos de la TMM aseguran que ésta solo es relevante para las economías que cuentan con una moneda de reserva muy utilizada y aceptada en el tráfico internacional, como los EEUU, Japón, Australia, el Reino Unido o Corea del Sur. Esta crítica se centra sobre todo en los aspectos relativos a los regímenes cambiarios y al comercio exterior. Es cierto que los países cuya moneda se utiliza como divisa de reserva cuentan con una ventaja: sus monedas son demandadas por los extranjeros y por eso pueden sostener déficits comerciales durante un tiempo prolongado. Este privilegio no lo tienen muchas naciones en desarrollo que ven limitada por tanto su capacidad de sostener un déficit comercial prolongado.

Muchas de las economías menos desarrolladas tienen problemas para mantener una balanza de pagos equilibrada. Adolecen de escasa capacidad industrial y la que tienen no produce bienes atractivos para los extranjeros. La mayor parte de sus exportaciones consisten en materias primas y productos agrícolas, productos que contienen un bajo valor añadido. Sus importaciones consisten en bienes de consumo o equipamiento que suelen

contener mayor valor añadido que sus exportaciones. Por esta razón suelen encontrarse con problemas de balanza de pagos: exportan poco y barato e importan lo que pueden y caro cubriendo la diferencia con endeudamiento. Si la situación de déficit se prolonga ese endeudamiento puede seguir creciendo y provocar una crisis financiera.

La realidad es que si un país es pobre y carece de tejido industrial para producir bienes y servicios que realmente interesen a los nacionales de otros países ninguna política de tipos de cambio puede resolver ese problema. En este caso un gobierno responsable tratará de encauzar las entradas de divisas extranjeras hacia la compra de bienes extranjeros que sean realmente de primera necesidad como fármacos, material sanitario o bienes de equipo que pueden mejorar la capacidad productiva del país en el futuro. Lo que debe minimizar o desincentivar es la entrada de bienes suntuarios que son socialmente poco útiles. Lamentablemente, en muchos estados subdesarrollados, muchos de ellos con débiles mecanismos democráticos de control y elevadas desigualdades sociales, las élites suelen poner la economía a su servicio y no es infrecuente que una parte de los ingresos por exportaciones, normalmente de materias primas producidas gracias al duro trabajo de campesinos y mineros, se destine a la importación de vehículos de lujo y otros bienes suntuarios. Éste es un ejemplo de cómo las élites explotan a las clases populares. Los beneficios de la globalización postulados por las elites económicas y políticas y los organismos multilaterales en realidad los devengan solo algunas grandes empresas y oligopolios pero llegan muy atenuados o no lo hacen en absoluto a las poblaciones de los países en desarrollo.

Lo más acertado para un país subdesarrollado es la aplicación de políticas que aumenten la capacidad productiva de la nación promoviendo a la vez el bienestar de la población. Un gobierno que disfruta de soberanía monetaria tiene la capacidad de comprar todo lo que está a la venta dentro de su propio territorio a cambio de su moneda. Si existen personas desempleadas u otros recursos ociosos nada impide que el gobierno los emplee para ampliar la capacidad productiva del país, por ejemplo construyendo nuevas infraestructuras que permitan desarrollar industrias

exportadoras, invirtiendo en la educación de la población o aplicando políticas medioambientales para mejorar la sostenibilidad de los modelos productivos y la calidad de vida de los ciudadanos y atraer el turismo extranjero. Estos recursos también se pueden orientar al desarrollo de nuevas industrias de titularidad pública (como hicieron estados como el español durante los años 60 y 70 del siglo XX). Si el gobierno contrata a los trabajadores desempleados y a la vez fomenta la producción de bienes y servicios que éstos van a demandar con su nuevo poder de compra simultáneamente reduce las presiones inflacionistas y reduce las necesidades de importación de bienes de consumo. Para una economía poco desarrollada estos productos pueden ser bienes de consumo básico, sanidad o viviendas que pueden suministrarse sin necesidad de importar tecnologías costosas y complejas.



## El euro

Los economistas de la Teoría Monetaria Moderna y otros autores postkeynesianos se mostraron tempranamente escépticos acerca de la viabilidad del proyecto de Unión Monetaria y Económica europea (UME). Ya en 1992, recién aprobado el Tratado de Maastricht, Wynne Godley reprochaba un proyecto de unión económica que consideraba que la única institución económica compartida necesaria era un banco central. Tal posición solo tenía sentido bajo la premisa neoliberal de que las economías son organismos autorregulados. Sin embargo, si consideramos que la función del gobierno es regular el nivel de demanda agregada, el diseño surtido del Maastricht entrañaba el riesgo de que, ante un shock asimétrico que produjera una caída de la recaudación de impuestos, los estados miembro se quedaran sin recursos para compensar las caídas de gasto que afectarían a sus propios territorios.

A su vez, los estados miembros, al renunciar a su soberanía monetaria, se convierten en usuarios de una moneda que no emiten. La única forma de acceder a los euros que necesitan es mediante impuestos o emisiones de deuda que el BCE compra en el mercado secundario. Las limitaciones al déficit fiscal y al endeudamiento público impuestas por el Tratado de Maastricht unidas a la falta de respaldo de sus emisiones por el BCE exponen los estados a una situación muy peligrosa pues los somete a la “disciplina de los mercados”. Sin una función fiscal compartida, con capacidad de realizar

transferencias entre estados miembros para aumentar el gasto en territorios afectados por una recesión, el diseño de la zona euro estaba condenado de antemano. El lector ya debería haber adquirido una comprensión del sistema monetario como para entender que la gran carencia del sistema monetario europeo es una instancia federal capaz de generar nuevo gasto e inyectar dinero en el sistema si se produce una recesión económica.

Los defectos de diseño se agravan porque compartimos moneda con una nación mercantilista como Alemania cuyos excedentes comerciales y elevadísima tasa de ahorro contribuyen a generar burbujas financieras y deprimen la demanda para los negocios ubicados en la periferia.

El diseño original de la UME obligó a los estados a implantar políticas de austeridad cuando los mercados empezaron a preguntarse si éstos serían capaces de hacer frente al servicio de su deuda soberana. Wynne Godley auguraba que un territorio afectado por una crisis profunda quedaría expuesto a un proceso de empobrecimiento y emigración masiva como única salida. Por eso Godley, pese a ser un feroz crítico de las políticas de Thatcher, concluía en un célebre ensayo de 1992

*puedo simpatizar con la posición de aquéllos (como Margaret Thatcher) que, ante la pérdida de soberanía, desean apearse del tren de la UME completamente. También simpatizo con aquéllos que buscan una integración bajo la jurisdicción de algún tipo de constitución federal con un presupuesto federal mucho mayor que el presupuesto de la Comunidad. Lo que encuentro totalmente desconcertante es la posición de aquéllos que pretenden una unión económica y monetaria sin la creación de nuevas institución políticas (aparte de un banco central) y se rasgan las vestiduras horrorizados ante las palabras 'federal' o 'federalismo' (Godley, 1992).*

La crisis iniciada en 2008 dejó en evidencia estos fallos de diseño y los inversores empezaron a exigir rentabilidades mayores para la deuda de los estados periféricos comprometiendo la sostenibilidad de sus cuentas públicas. La llegada de Mario Draghi en 2012 al cargo de presidente del BCE ha permitido salvar al euro del aprieto una vez que éste declaró la intención

de que su entidad hiciera todo lo que fuera necesario para salvar la moneda y efectivamente eso bastó para aplacar la especulación contra las emisiones de deuda de los países periféricos. Implícito en ese mensaje estaba el anuncio de que el BCE compraría la deuda de los países afectados por la crisis, saltándose las prohibiciones de los tratados y haciendo frente a una fuerte oposición de Alemania. Sin embargo, esta ayuda ha estado condicionada a la implantación de políticas de austeridad que han perjudicado a los ciudadanos menos favorecidos. En definitiva la sostenibilidad de los estados de la periferia europea depende de la buena voluntad del BCE lo cual los somete a una especie de pacto neocolonial.

La UME es disfuncional y acabará por caer más temprano que tarde salvo que los estados miembros se animen a reformar los tratados. Por lo pronto, lejos de fomentar una mayor integración entre los estados europeos, la UME ha distanciado a las naciones y los pueblos reavivando viejos prejuicios y rencillas. Las autoridades de la UE han impuesto políticas neoliberales basadas en la devaluación interna, es decir, la represión de salarios, que se suponía restablecerían la competitividad de los países que entraron en la crisis con un alto endeudamiento externo de sus sectores privados, y políticas de ajuste presupuestario para contentar a los “mercados”. Ambas han deteriorado las condiciones de vida de gran parte de las clases trabajadoras. Las segundas han dificultado la recuperación económica ya que ignoraban la utilidad de los déficits públicos para restablecer el nivel de actividad y reparar los balances del sector privado.

Una solución al problema de la UME sería crear una instancia federal con un presupuesto equivalente a entre el 12% y el 15% del PIB europeo. Esto permitiría responder a caídas en la demanda efectiva en territorios afectados por una crisis con aumentos de gasto público deficitario desde la instancia federal. Esta solución obligaría a que los estados cedieran a Bruselas competencias dotadas con partidas presupuestarias por importe similar al presupuesto que se persiguiera gestionar desde la instancia federal. Lo que proponemos es la práctica común en la mayoría de los estados, incluidos los federales. En todos los estados existen territorios que son permanentemente deficitarios y otros que aportan más de lo que reci-

ben del estado central. Sin embargo el sentimiento de identidad nacional hace aceptables este tipo de acuerdos ya que se considera que todos los ciudadanos, con independencia de su lugar de residencia, deben disfrutar de prestaciones sociales similares. Dentro de cada estado nación se entiende que los territorios que están experimentando dificultades económicas deben recibir ayuda del resto de los territorios. Sin embargo, resulta altamente improbable que naciones como Alemania o Francia estén dispuestas a ceder amplias parcelas de sus competencias a la Comisión Europea. También somos escépticos acerca de la disposición de los alemanes y otros pueblos europeos del norte a aceptar que sus superávits fiscales se destinen a financiar gastos en los países periféricos. Una federación solo es viable si los ciudadanos que la integran se sienten integrantes de una misma comunidad nacional. Estos sentimientos de solidaridad no existen en la UE y es dudoso que se despierten a corto plazo. La inexistencia de un *demos* europeo hace improbable que esta propuesta avance.

Otra posibilidad es que el BCE siga comprando deuda emitida por los estados o financiándolos directamente sin exigir la aplicación de políticas de austeridad. Actualmente estos programas de compra de deuda soberana son provisionales y además están condicionados al cumplimiento de objetivos de austeridad. Bruselas aprovecha esta presión para apremiar a España para que siga reduciendo su déficit. El BCE está comprando deuda pública de todos los estados europeos a través del programa de compra de activos también conocido como flexibilización cuantitativa, lo cual nos ha emancipado de los mercados temporalmente. Este programa así como los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad del BCE han salvado al euro de la implosión pero han condicionado a los estados periféricos convirtiéndolos en una especie de protectorado de la UE. Los programas del BCE han evitado que los estados periféricos de la zona euro en mayores dificultades –España, Portugal, Irlanda, Irlanda y otros– se vieran a abocados a una insolvencia pero a cambio se los obligó a aplicar políticas de austeridad muy lesivas. Implícitamente estos estados han tenido que satisfacer las exigencias de los mercados sobre responsabilidad presupuestaria.

Si el BCE no impusiera condiciones arbitrarias ligadas a obsesiones ca-

balísticas sobre el saldo del déficit fiscal y de la deuda pública y se mostrara dispuesto a comprar cuanta deuda emitieran los estados con su capacidad ilimitada de creación de dinero los países periféricos recuperarían su capacidad de crecer rápidamente y responder a shocks económicos que pudieran presentarse en el futuro. De nuevo esta solución es inviable porque está prohibida en los actuales tratados. Es poco previsible que el hegemon europeo esté dispuesto a aceptar este tipo de arreglo en el futuro. Ni los tratados ni la ideología que domina en las instituciones europeas han cambiado ni cambiarán con facilidad.

Este autor ha abordado en una obra anterior una tercera solución: la salida de España del euro de forma unilateral o la disolución de la zona euro de forma pactada, (Medina Miltimore, 2016). Creemos que esta solución, aunque poco apoyada actualmente por las elites españolas, es la única que permitiría aplicar una política fiscal que resolviera los graves problemas de equidad social que aquejan a nuestro país y que nos daría los instrumentos adecuados para gestionar la próxima crisis económica.

De haber tenido nuestra propia moneda en 2010 no habríamos sufrido el ataque de los mercados contra nuestra deuda soberana. Fuera de la unión monetaria, nuestra economía se habría recuperado de la crisis en 2011 ó 2012. Tampoco habría sido posible que el BCE y Bruselas hubiesen chantajeado a nuestro gobierno exigiendo la imposición de políticas de austeridad y devaluación interna en el peor momento posible. Al recaer en la recesión en 2011 España dejó en la cuneta a una gran parte de la población. Como consecuencia nos encontramos con dos generaciones de jóvenes perdidas. Muchas personas han perdido toda esperanza de encontrar una oportunidad laboral. Esto implica que nunca podrán hacer realidad ninguna aspiración personal legítima: desarrollar una carrera, mantener una relación de pareja, emanciparse y establecer su propio hogar, tener hijos, o llevar un nivel de vida materialmente digno.

La catástrofe social que ha legado la crisis económica requiere de una respuesta decidida por parte del Estado. La adecuada es que el Estado incurra en un gasto fiscal deficitario probablemente superior al 8% sobre el PIB durante al menos dos o tres años. Esto es imposible dentro del rígido marco

fiscal de los tratados europeos que nos impone una senda de reducción del déficit hasta que éste sea inferior al 3% del PIB. Tenemos que ser conscientes de que el tiempo se agota. Si no acometemos ahora un plan de crecimiento basado en un potente estímulo fiscal, nos apartaremos para siempre de la senda de crecimiento potencial del PIB que teníamos en 2007.

Existe otro problema más difícil de entrever a corto plazo. Seguir en la unión monetaria europea nos condena a ser un agente secundario en Europa limitado a ofrecer productos hortofrutícolas y servicios de hostelería a los más prósperos vecinos del norte. Se nos permitirá tener un pequeño tejido industrial en algunas zonas que han acertado a conservar lo que sobrevivió a la “reconversión” industrial de los 80 (en realidad un desmantelamiento en toda regla). Dentro de la división del trabajo que nos impone Europa, gran parte de este tejido fabril será auxiliar del aparato productivo de Alemania y se reducirá a los eslabones de menor valor añadido. Necesitamos acometer una urgente modernización de nuestro sistema productivo si queremos ofrecerles un futuro profesional más rico y mayores rentas a las generaciones futuras. Solo un estado que cuente con la potestad de encauzar recursos reales cuantiosos hacia nuevas actividades industriales y tecnológicas puede conseguir una transformación real. Esto solo puede hacerlo un estado con capacidad de crear moneda fiduciaria, es decir, dotado de soberanía monetaria. La UE carece de una instancia federal con una visión transformadora de la periferia y capaz de movilizar los recursos hacia ese nuevo modelo económico. En estas circunstancias y ante la improbabilidad de avanzar hacia una unión federal o de que el BCE asuma el compromiso de financiar a los estados sin condiciones, no vemos otra solución más favorable a nuestros intereses que recuperar nuestra soberanía monetaria.

## El filtro monetario y la estratificación capitalista

La economía neoclásica ha tratado de explicar la retribución de los factores productivos como una función de su rendimiento marginal. La teoría es que los empresarios irán añadiendo trabajadores o capital a sus procesos productivos siempre que lo que produzca con ellos valga más que lo que cuestan esas unidades adicionales. Se supone que, por la ley de rendimientos decrecientes, cada trabajador añadido producirá menos que el anterior y por tanto cada unidad producida incorporará más costes salariales que la anterior. Llegará un punto en el que el coste de producir una unidad adicional de producto sea igual a lo que podemos sacar en el mercado por ella, es decir, al precio unitario. Prodúzcase una unidad más y el coste superará el precio de venta y se entrará en pérdida. Prodúzcase una menos y el empresario habrá renunciado a una oportunidad de ganar dinero. De esta manera todos los empresarios irán contratando o despidiendo trabajadores y factores de producción hasta el punto en que todos los mercados de bienes y factores alcancen un punto de equilibrio.

De la misma forma, los trabajadores tratarían de maximizar su utilidad (un concepto difícil de precisar y de observar) y buscarán una relación óptima entre trabajo y ocio. La demanda de fuerza de trabajo estará gobernada por la productividad marginal del trabajo para los empresarios y la oferta por la utilidad marginal del trabajo para los trabajadores. Si el salario cae tanto que tiene mayor utilidad el ocio para algunos trabajadores estos

dejarán el mercado pero los empresarios buscarán más trabajadores. Si el salario sube entonces más trabajadores estarán dispuestos a incorporarse al mercado de trabajo pero los empresarios buscarán menos empleados. Si un trabajador puede ganar un euro más en otra empresa se irá a la competencia lo que asegura la igualación de los salarios en el mercado de trabajo. El proceso continuará con continuos ajustes hasta que el salario, el rendimiento marginal del trabajo de todos los empresarios y la utilidad marginal del trabajo para todos los trabajadores sean iguales. Todos los precios, los salarios y la retribución del capital serán determinados por los mercados en función de su rendimiento o su utilidad marginal en un proceso asépticamente neutro y tecnológico.

De esto se deduce que el problema de desempleo se resolvería si los trabajadores aceptasen bajadas de salarios. Si no desaparece el desempleo es porque hay rigideces salariales debidas a regulación, tozudez de los trabajadores o prácticas anticompetitivas como la sindicación o la huelga.

Esta teoría es ingeniosa pero asume demasiadas hipótesis ideales tales como una situación de competencia perfecta y rendimientos marginales decrecientes. Además resulta altamente improbable. Quien haya trabajado en una empresa sabe que resulta difícil calcular el rendimiento marginal de cada trabajador. El marginalismo resulta poco convincente a la hora de explicar cómo puede ser que algunos altos ejecutivos reciban compensaciones tan desorbitadas. Retribuciones salariales superiores a 10 millones de euros son habituales para algunos ejecutivos de empresas del IBEX35. ¿Debemos suponer que realmente su rendimiento marginal es tan elevado? La realidad social y la evidencia empírica nos inducen a cuestionar el modelo marginalista. En realidad el marginalismo es una teoría muy útil para justificar con argumentos aparentemente técnicos las diferencias en la distribución de la renta.

Resulta más realista pensar que estas diferencias se deben a factores institucionales. En realidad los salarios quedan determinados en función de las relaciones de poder entre grupos sociales. Es evidente que las personas procedentes de colectivos menos favorecidos no suelen acceder al mercado de trabajo y, cuando lo hacen, reciben peores condiciones contractuales.



También parece obvio que preferentemente los vástagos de las clases más favorecidas acceden a los puestos de trabajo mejor retribuidos. Solo aquellos cuyas familias pueden sufragar costosos estudios universitarios y la preparación de oposiciones pueden acceder a los cuerpos funcionariales más elitistas como abogados del estado o técnicos de comercio del estado. Son quienes están bien conectados con los dueños de las grandes empresas los que lograrán acceder a los altos puestos directivos. Los salarios reflejan la estratificación social de la sociedad. Estos dependen de un poder de negociación inversamente proporcional a la lejanía de sus perceptores de los centros de poder y decisión.

En una conversación que mantuvo este autor con exponentes de la Teoría Monetaria Moderna en Italia, como Daniele Basciu e Ivan Invernizzi, sobre esta cuestión se propusieron como puntos de referencia en la estratificación de nuestra sociedad el grado de cercanía al monopolista en la emisión del dinero y el grado de monopolio que disfrutaban algunas grandes empresas. Todos estamos obligados a conseguir el dinero del estado. Es evidente que quienes se encuentren más cerca del monopolista van a acceder a la moneda en primer lugar y a menor coste. Cuanto más próximo está un agente del monopolista menor esfuerzo se le exige para conseguir una unidad monetaria del estado. Dicho de otro modo, los precios que reciben por sus productos quienes contratan directamente con el estado son mayores que los que pueden cobrar las demás empresas que, en su búsqueda del dinero del estado, tienen que trabajar para quienes disfrutaban de esas relaciones privilegiadas. Una empresa que construya una autopista podrá cobrar 10 millones de euros por kilómetro construido. Si después de ganar una licitación decide subcontratar el trabajo a otra empresa no sería sorprendente que ésta solo pudiera cobrar 6 u 8 millones de euros por kilómetro. Sus beneficios serán menores y su personal estará peor retribuido.

Por otra parte, dentro del sector privado, hay empresas que detienen un mayor poder de mercado que otras. Hay sectores económicos que presentan un elevado grado de monopolio y por tanto están menos expuestos a la competencia, es decir, son capaces de imponer una relación de intercambio muy favorable para los bienes y servicios que producen. Estas

empresas ofrecen bienes y servicios que todos necesitamos (por ejemplo energía eléctrica, combustible o servicios de telefonía) y eso les permite acceder con menor esfuerzo al dinero que han conseguido otros agentes del sector privado. No podemos obviar que muchas de las empresas que trabajan directamente para el estado han conseguido posiciones de dominio oligopolístico o monopolístico merced precisamente a esa relación. Los márgenes de estas empresas son mayores, los salarios de sus altos ejecutivos son más elevados y sus precios son más caros.

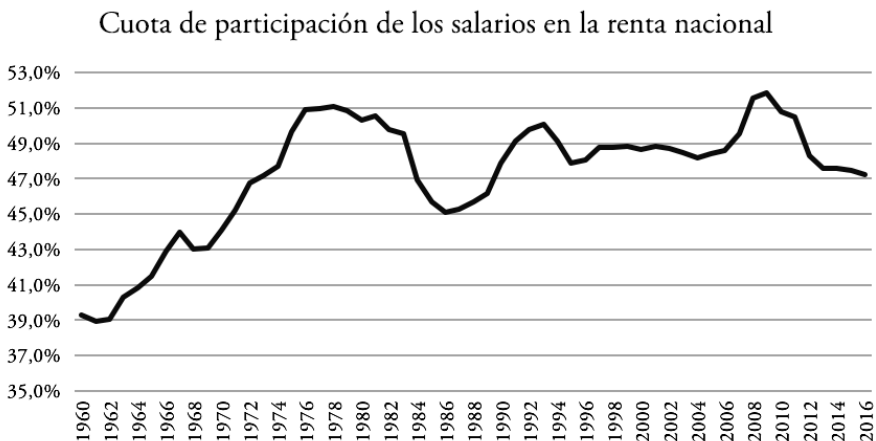
En ese círculo privilegiado que recibe el dinero directamente del estado están los bancos, que pueden acceder a él sin entregar mercancías o servicios a cambio y cuyo dinero ha sido reconocido por el estado como medio de pago. También encontramos a los trabajadores del estado; oligopolios, muchos de los cuales son licitadores del estado; corporaciones locales, que reciben transferencias del estado; y quienes han generado el derecho a una pensión, mayor cuanto más privilegiada haya sido la persona durante la vida laboral. Los altos funcionarios del estado tales como jueces de mayor rango, inspectores de Hacienda o personal diplomático no solo cobran sueldos mayores que funcionarios de menor rango sino que además no están expuestos a la pérdida de empleo como los trabajadores del sector privado.

Estos agentes privilegiados filtran el dinero que les llega del emisor y deciden qué parte puede descender a segmentos más alejados o con menor poder de mercado. En un segundo círculo podemos encontrar a quienes trabajan para esas organizaciones proveedoras directas del estado, jerarquizados en función de su rango en ellas, y las empresas proveedoras de las que se encuentran en el primer círculo. El dinero fluye de forma centrífuga hacia círculos cada vez más alejados del monopolista. Los círculos más céntricos obtendrán el dinero con menos esfuerzo y serán capaces de retener una parte en forma de ahorros o beneficios. Las empresas y familias más alejadas obtendrán menores rentas y menor capacidad de ahorro. Los más distantes son los indigentes y parados que no reciben ninguna prestación de desempleo para los que el acceso al dinero del estado está prácticamente vedado.

## ¿De dónde salen los beneficios?

Uno de los aspectos más exitosos de la contrarrevolución neoliberal ha sido la caída de la participación de los salarios en la renta nacional. Podríamos pensar que este fenómeno se debió a la crisis económica iniciada en 2007 pero realmente se observa una tendencia decreciente desde los años 80 y 90 en todos los países avanzados. En España las remuneraciones de los asalariados alcanzaron un pico de participación en la renta nacional (51%) en 1978 tras un largo ciclo de pleno empleo y crecimiento facilitado por la aplicación de políticas keynesianas. Las crisis económicas de los primeros 80 y la iniciada en 1993 tuvieron como consecuencia retrocesos en la participación de las rentas salariales en el Renta Nacional Bruta (RNB) que fueron seguidas de recuperaciones parciales sin que se retomara una senda ascendente. No volvimos a ver un porcentaje de participación de los salarios en la RNB superior al 50% hasta el pico de la burbuja inmobiliaria que generó una enorme demanda de mano de obra. Desde entonces la crisis se ha llevado por delante esa breve recuperación de los salarios.

La reacción neoliberal de los años 80 fue claramente una estrategia diseñada para contener o incluso reducir la participación de los salarios en la renta nacional y recuperar los beneficios. La parte de la renta nacional que no se llevan los asalariados se destina a retribuir el capital aunque una pequeña parte va a los impuestos, netos de subvenciones, que recauda el estado sobre la producción y las importaciones. Pero ¿qué determina que una parte de la renta vaya a los trabajadores y otra a los capitalistas? Una



**Figura 15:** Evolución de la participación de la retribución de los asalariados en la renta nacional bruta de España.

**Fuente:** gráfico construido a partir de los datos obtenidos de AMECO. La escala se ha truncado para que los cambios sean más fácilmente apreciables.

parte de la explicación está en el poder de negociación que tenga la clase trabajadora gracias al uso del derecho a la huelga y la negociación colectiva pero sería torpe ignorar que los capitalistas también disponen de mucho poder. No podemos considerar que los beneficios son un mero residuo con el que se quedan los capitalistas como si fueran agentes pasivos en la lucha por el reparto. Las decisiones que toman como clase determinan también los resultados del reparto. Esta cuestión ocupó a Michał Kalecki, quien la abordó de una forma muy elegante y sencilla (Kalecki, *Theory of Economic Dynamics*, 1969).

Kalecki partió inicialmente de un modelo económico esquelético en el que solo habría dos clases de personas, trabajadores y capitalistas, ignorando por el momento el sector exterior y asumiendo que los impuestos son de poca importancia. Los trabajadores solo cobran salarios mientras que los capitalistas obtienen los beneficios.

Recordemos además que a nivel macroeconómico:

$$\text{Producto} = \text{Gasto} = \text{Renta}$$

Todo lo que se produce tiene que ser gastado en consumo o inversión y el valor de la producción tiene que ser igual a la renta de los agentes que participan en su fabricación. Esto nos permite describir esquemáticamente el producto interior bruto en dos columnas idénticas de esta forma.

Beneficios brutos	Consumo de los capitalistas
	Inversión capital fijo
Sueldos y salarios	Consumo de los trabajadores

Si examinamos los usos a los que se destina el PIB estos son el consumo de trabajadores y capitalistas y la inversión en capital fijo. Desde el punto de vista de las rentas percibidas por los agentes que participan en el proceso productivo toda la producción equivale a los beneficios brutos y los sueldos y salarios. Kalecki nos simplifica el análisis suponiendo que los trabajadores no ahorran y destinan toda su renta a consumo mientras que los capitalistas pueden elegir si destinan su renta a inversión o a consumo.

Dado que consumo de los trabajadores=sueldos y salarios de los trabajadores, si restamos de la igualdad mostrada en el gráfico anterior los salarios y el consumo de los trabajadores aritméticamente se deduce que:

$$\textit{Beneficios brutos} = \textit{consumo de los capitalistas} + \textit{inversión en capital fijo}.$$

La ecuación es muy sencilla pero tiene una gran significación. La pregunta que se hizo Kalecki fue cuál era la variable determinada, los beneficios brutos o el consumo y la inversión, a lo que responde

*«es evidente que los capitalistas pueden decidir consumir e invertir más en un determinado período que en el anterior, pero no pueden decidir ganar más. Por consiguiente son sus decisiones de inversión y consumo las que determinan sus beneficios y no vice versa».*

Además Kalecki observa que

*«si consideramos un plazo corto podríamos decir que las inversiones y el consumo de los capitalistas están determinados por decisiones adoptadas en el pasado porque la ejecución de una inversión requiere un cierto tiempo y el consumo de los capitalistas responde a cambios en los factores que lo influyen con cierto retraso».*

Estas decisiones no son estacionarias ya que los capitalistas no deciden consumir e invertir exactamente lo mismo que en el período anterior. Por ejemplo, determinados acontecimientos como la acumulación de existencias también pueden alterar las decisiones de inversión.

Kalecki ilustra el problema de los beneficios empleando una analogía marxista. Imaginemos que en la economía hay tres departamentos:

1. Departamento de producción de bienes de inversión.
2. Departamento de producción de bienes de consumo para capitalistas.
3. Departamento de producción de bienes de consumo para trabajadores.

Los capitalistas del Departamento 3, después de vender una cantidad de bienes de consumo equivalente a los sueldos de sus trabajadores, todavía retendrán un excedente de bienes de consumo. Este excedente es su beneficio y esta producción se destinará al consumo de los trabajadores empleados en los otros dos departamentos. Como los trabajadores no ahorran su consumo es igual a sus salarios y por tanto los salarios de todos los departamentos son iguales a la cifra de negocios del departamento 3.

Por tanto:

*«Los beneficios totales serán equivalentes a la suma de los beneficios en el Departamento 1 y el Departamento 2 y los salarios pagados en ambos. O dicho de otro modo, los beneficios serán idénticos al valor de la producción en estos departamentos, es decir, el valor de la producción de bienes de inversión y el valor de la producción de bienes de consumo para capitalistas».*

Además la producción de los Departamentos 1 y 2 también determinará la producción del departamento 3 si la distribución entre salarios y beneficios en todos los departamentos viene dada. La producción del Departamento 3 se verá estimulada hasta el punto en que los beneficios extraídos de ese departamento igualarán los salarios en los Departamentos 1 y 2. Recordemos que la producción de bienes de consumo y el empleo en el Departamento 3 tiene que alcanzar el punto en el que, una vez satisfechas las necesidades de consumo de estos trabajadores, queda un excedente que iguala los salarios de los departamentos 1 y 2.

Para alcanzar este resultado son claves los factores de distribución que determinan la distribución del ingreso, por ejemplo el grado de monopolio. Dado que los beneficios quedan determinados por decisiones de los capitalistas sobre su consumo e inversión, son los factores de distribución los que determinan finalmente el consumo de los trabajadores y, por consiguiente, el producto nacional bruto y el empleo. Es decir, una vez que los capitalistas han tomado sus decisiones el producto nacional se verá impulsado hasta el punto en que los beneficios, extraídos en función de los factores de distribución, igualen el consumo de los capitalistas y la inversión.

El planteamiento anterior es demasiado esquemático y por eso Kalecki generaliza la ecuación de beneficios incorporando los dos sectores que ignoramos hasta ahora: el gobierno y el exterior. El gobierno recauda impuestos, compra bienes y servicios y paga transferencias. Con el sector exterior comerciamos, lo cual genera unas exportaciones netas de importaciones.

Recordemos de nuevo que a nivel macroeconómico:

$$\textit{Producto}=\textit{Gasto}=\textit{Renta}$$

Representado esquemáticamente la producción se desglosa en dos columnas, donde la izquierda acumula las rentas y la derecha el gasto al que se destinan las rentas, como sigue:

Beneficios netos de impuestos directos	=	Saldo de la balanza comercial
Sueldos y salarios netos de impuestos directos		Inversión en capital fijo
Impuestos directos e indirectos		Gasto del gobierno en bienes y servicios
<b>Producto nacional bruto</b>		Consumo de los trabajadores
		Consumo de los capitalistas
	<b>Producto nacional bruto</b>	

La recaudación de impuestos se destinará en parte a adquisición de bienes y servicios del gobierno y en parte a transferencias (por ejemplo pensiones, ayudas de desempleo, etc.). Si restamos los impuestos menos las transferencias de ambos lados en la columna de las rentas desaparecen los impuestos pero aparecen las transferencias que añadiremos a los salarios. En el lado del gasto aparece el déficit público.

Beneficios netos de impuestos directos	=	Saldo de la balanza comercial
Sueldos y salarios netos de impuestos directos y transferencias		Inversión en capital fijo
		Déficit público
<b>Producto nacional bruto</b>		Consumo de los trabajadores
		Consumo de los capitalistas
	<b>Producto nacional bruto</b>	

Si ahora pasamos las rentas de los trabajadores a la columna de la derecha, restándolas en ambos lados, obtenemos la siguiente ecuación de beneficios:

$$\begin{aligned}
 \text{Beneficios netos de impuestos directos} &= \text{Inversión en capital fijo} + \text{consumo} \\
 &\text{de los capitalistas} + \text{déficit público} + \text{consumo de los trabajadores} + \text{saldo de la} \\
 &\text{balanza comercial} + \text{déficit público} - \text{salarios netos de impuestos directos y} \\
 &\text{transferencias} + \text{consumo de los trabajadores}
 \end{aligned}$$



Pero los salarios de los trabajadores netos de impuestos directos y transferencias menos su consumo no es más que el ahorro de los trabajadores. Por tanto la anterior ecuación se puede simplificar:

$$\textit{Beneficios netos} = \textit{Inversión en capital fijo} + \textit{consumo de los capitalistas} + \textit{déficit público} - \textit{ahorro de los trabajadores} + \textit{saldo de la balanza comercial}$$

Los economistas clásicos consideraban que la inversión venía limitada por los fondos disponibles generados por el ahorro y que ambas magnitudes se igualaban gracias al tipo de interés. La ecuación de Kalecki desmonta todo el andamiaje clásico sobre la inversión y el ahorro. (Por cierto, recuerden que el trato fiscalmente favorable que nuestro actual IRPF da a las rentas del ahorro se deriva de la creencia falaz de que el ahorro se dirige a la inversión y que por tanto, para favorecer el crecimiento económico, habría que fomentar el ahorro).

Para examinar esta cuestión Kalecki nos invita a imaginar que el déficit público y también el saldo comercial con el exterior son cero. Además sabemos que el ahorro de los capitalistas debe ser igual a sus beneficios netos menos su consumo y el ahorro de los trabajadores es su renta salarial neta de impuestos y transferencias menos su consumo. De esta manera se cumple la identidad

$$\textit{Ahorro bruto} = \textit{inversión bruta en capital fijo}$$

Si de nuevo suponemos que los trabajadores no ahorran (lo cual no es una desviación muy seria de la realidad) obtenemos la anterior ecuación esquelética de beneficios reformulada:

$$\textit{Ahorro bruto de los capitalistas} = \textit{inversión bruta en capital fijo}$$

La identidad entre ahorro e inversión se da por definición, pero a diferencia de los economistas clásicos, Kalecki entiende que son los capitalistas

los que determinan su propia suerte. No son los ahorros los que determinan la inversión sino las decisiones de inversión y consumo las que determinan los beneficios.

Dentro de la clase capitalista puede haber aquéllos que deseen realizar inversiones que superen su propia capacidad de ahorro y por ello recurrirán al crédito bancario. Pero recuerden, como hemos explicado anteriormente, que los bancos no necesitan obtener fondos de terceros para conceder préstamos. Es el acto de crear el préstamo el que genera automáticamente los fondos de ahorro que los financian. De esta manera el inversor generará una deuda con un banco pero, al transferir los fondos a los capitalistas que fabrican los bienes de inversión cuando compra los bienes de capital fijo, estos se encontrarán con instrumentos de ahorro que pueden consumir o retener. En definitiva, ante cada decisión de inversión financiada con deuda de un capitalista, otro capitalista se encontrará con los fondos en los que materializará su ahorro. Por eso no es el ahorro el que determina la inversión, como se cree vulgarmente, ¡es al revés! En este proceso Kalecki observa que el tipo de interés no tiene nada que ver. De esta forma Kalecki desmonta de un plumazo varias falacias que aun hoy están muy aceptadas por los economistas mainstream: la teoría de los fondos prestables, la tasa natural de tipo de interés y la determinación endógena de los tipos de interés.

Quizás las reflexiones finales de Kalecki en su capítulo sobre la determinación de los beneficios son las que resultan más reveladoras. Los beneficios de los capitalistas dependen positivamente de la existencia de un superávit comercial y de un déficit público. Si aumenta el superávit comercial por un crecimiento de las exportaciones los beneficios empresariales crecerían en ese importe ya que obviamente los trabajadores no pueden disfrutar de esa producción enviada al exterior. Obviamente esto exige un aumento de la producción, el empleo y los costes salariales en el sector exportador pero los sueldos adicionales pagados en él también expandirán la producción y los beneficios de la industria de producción de bienes de consumo para los trabajadores. De esto se deduce una explicación por la cual los capitalistas tienen tanto interés en aumentar su cuota de mercado internacional. El

superávit en el comercio internacional permite aumentar sus beneficios por encima de lo que permiten su propio consumo y la inversión en el mercado doméstico. El modelo de crecimiento basado en exportaciones ha sido loado por los economistas convencionales que suelen tener un interés económico en avanzar los intereses de la clase capitalista. Pero hemos de recordar que un superávit exportador no mejora el nivel de vida de los trabajadores. Las exportaciones son un coste, no un beneficio: es lo que tenemos que entregar a cambio de poder comprar productos de importación.

Un déficit en las cuentas públicas tiene un efecto similar al de las exportaciones. También permite que los beneficios aumenten más allá de lo que permiten las decisiones de inversión y de consumo de los capitalistas. Un aumento del déficit público genera activos financieros en los que los capitalistas pueden materializar el ahorro obtenido por los beneficios empresariales.

En principio los empresarios deberían ser partidarios de un déficit público ya que los beneficia de la misma manera que un superávit comercial. Sin embargo el propio Kalecki aclara las razones de la repugnancia de los empresarios (y de los economistas a su servicio) por el déficit público (Kalecki, *Political Aspects of Full Employment Policy*, 1943). Kalecki cita tres razones:

1. Repugnancia por la interferencia gubernamental en la solución del problema del desempleo.

En un sistema de *laissez faire* son los empresarios los que determinan el nivel de empleo y ocupación en función de sus expectativas y su confianza. Si la confianza de los empresarios se deteriora la inversión privada decae lo cual resulta en pérdida de empleo y producción. Esto les da un enorme poder a los empresarios sobre el gobierno ya que cualquier pérdida de su confianza debe ser evitada para que no se genere una crisis. Sin embargo, cuando los gobiernos aprendieron que podían actuar directamente sobre la creación del empleo mediante un aumento del déficit este mecanismo de control perdió su eficacia. La búsqueda de un superávit público tiene que ver más bien con conseguir que el nivel de empleo dependa exclusivamente del estado de confianza de los empresarios.

2. Repugnancia por la dirección del gasto público (inversión pública y

subvención del consumo).

Los empresarios desean que el gasto público se oriente hacia objetos que no compitan con su actividad: carreteras, hospitales, escuelas, defensa, etc. Si el estado destinara el gasto público a suministrar bienes que fabrica el sector privado caería la tasa de beneficios del sector privado. La oposición a que el estado subvencione el consumo es de naturaleza moral, «ganarás el pan con el sudor de tu frente», que es fundamental para conseguir una fuerza de trabajo disciplinada. Este principio obviamente no aplica a quienes ya disponen de un patrimonio cuantioso.

3. Repugnancia por los cambios sociales y políticos que resultan del mantenimiento del pleno empleo.

Suponiendo que la sociedad superara la oposición de los capitalistas a la acción del estado, en un régimen de pleno empleo se producirían cambios sociales desfavorables a los empresarios. Los trabajadores ya no estarían sometidos a la función disciplinaria del desempleo. Esto resultaría en mejoras salariales a través de huelgas y negociación colectiva lo cual llevaría a una caída en la tasa de beneficios y aumentos de precios que perjudican los intereses de los rentistas. Al final la disciplina en el taller y la «estabilidad política», como la entienden los empresarios, merecen pagar el precio de renunciar a esos mayores beneficios que aportaría el aumento del déficit. Kalecki concluye:

*Su interés de clase les dice que el pleno empleo duradero no es sensato desde su punto de vista y que el desempleo es una parte integral del sistema capitalista «normal».*

Alain Parguez, un economista procedente de la tradición circuitista plantea una interesante síntesis entre la ecuación de los beneficios de Kalecki, el circuitismo y la teoría de la moneda moderna (Parguez, 2002). La aportación de Parguez a Kalecki es fundamental porque el economista polaco no había entendido que el déficit público no necesita de la financiación de fondos obtenidos del sector privado mediante la recaudación de impuestos y tampoco hizo una distinción entre ganancias monetarias

retenidas y beneficios gastados o aplicados.

Parguez explica que tanto las empresas como el estado no pueden financiar sus gastos presentes con ingresos que aún no se han producido. En la secuencia lógica de acontecimientos primero tiene que haber un proceso de creación de dinero de las empresas y del gobierno. En el caso del gobierno sabemos que es el acto de gastar el que crea el dinero pero en el caso de las empresas el origen del dinero es el crédito bancario. Con ese nuevo poder de compra los empresarios pueden tomar sus decisiones de gasto en la adquisición de nuevos bienes de equipo. En una economía monetaria este aspecto temporal del circuito económico es fundamental. No se puede poner en marcha ninguna actividad económica sin que antes alguien haya creado el poder de compra que permite movilizar recursos reales para dedicarlos al proceso productivo.

Las empresas tendrán que devolver esos créditos cuando sus inversiones produzcan los flujos de caja de entrada, en la fase que Alain Parguez llama de 'reflujo'. La fase de reflujo es la que consigue la devolución de los préstamos y por tanto corresponde a la destrucción del dinero bancario. En el caso del estado la fase de reflujo es la recaudación de impuestos que destruye el dinero. Es la fase de reflujo la que también permite a los capitalistas obtener sus beneficios como veremos más adelante.

Al igual que no es posible que los ciudadanos paguen sus impuestos si antes el estado no les ha entregado aquello que sirve para pagarlos a través de la ejecución del gasto público (el dinero del estado no es más que un crédito fiscal), tampoco es posible que las empresas recuperen el dinero que necesitan para pagar al banco sin antes poner en circulación el dinero bancario pagando a los trabajadores los sueldos que estos usarán para consumir los productos fabricados y comercializados por las empresas (salvo en el esporádico e improbable caso de que algunos de estos trabajadores sean falsificadores de moneda).

Sin embargo, hay una diferencia fundamental entre empresas y gobierno: el estado puede crear dinero por su propia cuenta gracias a que el Banco Central compra las emisiones de deuda del Tesoro y puede financiar al gobierno a tipo de interés cero. En cambio las empresas deben recurrir

a los intermediarios de crédito. Solo estos pueden crear dinero crediticio pues solo estas instituciones cuentan con el respaldo del estado a través del banco central para hacerlo.

Fijémonos en esta paradoja: al recaudar impuestos el estado destruye el dinero que ha creado previamente. Si recauda tantos impuestos como ha gastado previamente el estado conseguirá un equilibrio presupuestario pero a la vez estará retirando dinero del bolsillo de los ciudadanos. Los impuestos no generan nuevos ingresos con los que el estado puede gastar y además reducen los ingresos de los hogares y, por consiguiente, su consumo. Los impuestos destruyen una cantidad equivalente de dinero y, por tanto, retiran renta del sector privado sin generar rentas para el estado que se podrían reciclar en gasto. La elevación de la presión fiscal simplemente estruja los presupuestos familiares, reduce el consumo y solo puede llevar a una reducción de los beneficios empresariales. Recuerden que según Kalecki un superávit fiscal reducía los beneficios y en cambio un déficit contribuía a su formación.

Para entender por qué el déficit público genera beneficios empresariales recordemos la contabilidad de reservas que hemos descrito en epígrafes anteriores. Supongamos que el estado ha gastado más de lo que ha recaudado, a esa diferencia la llamamos déficit. Ese déficit público se refleja contablemente en el activo de los balances de los bancos como un aumento de sus cuentas de reservas, cuya contrapartida, euro a euro, en el pasivo son los depósitos bancarios que mantienen las empresas y los hogares. Si el déficit ha generado un incremento de la demanda agregada, la suma de las compras de mercancías del estado y el incremento neto del consumo de los hogares tiene que ser equivalente a las ganancias monetarias retenidas por las empresas. Las ganancias monetarias retenidas son iguales a la discrepancia entre los beneficios agregados y la deuda, en la que el empresario incurrió para financiar las inversiones, que ha sido devuelta utilizando los beneficios brutos. El incremento total en el stock de pasivos bancarios lo detentan las empresas en forma de beneficios monetarios retenidos (Parguez, 2002, pág. 91).

Desde el punto de vista de Parguez por tanto la fobia al déficit pública encierra en sí las semillas de su propia derrota porque un superávit solo

puede socavar los beneficios monetarios retenidos... salvo que los capitalistas sean capaces de encontrar otra fuente. Ya vimos en la ecuación general de beneficios de Kalecki que éstos podían proceder del superávit obtenido en el comercio exterior. Esta estrategia explica la obsesión de los economistas *mainstream* por incrementar la competitividad de las naciones y ganar cuotas de mercado internacional para las oligarquías capitalistas para las que trabajan. También explica por qué para Alemania la unión monetaria europea ha sido tan útil para mantener los beneficios de su clase capitalista cuando en su propio país el gobierno se empeñaba en mantener un superávit mientras sus hogares, tras una década de represión salarial, disuadidos de mantener su propia reproducción, se convertían en asustadizos consumidores con una fuerte preferencia por el ahorro. Ayuda a entender por último por qué el capitalista español, ante la pérdida de su propio mercado en favor de productores de otras economías más competitivas, optó por convertirse en el agente del capitalismo franco-alemán en América Latina como único medio de conseguir beneficios que se le negaban en su propio país donde también la ortodoxia vigente nos llevaba a buscar un superávit deflacionista.

Si seguimos examinado la ecuación de beneficios de Kalecki vemos que el ahorro de los consumidores reduce los beneficios. Pero lo contrario también es válido. ¿Y si los capitalistas, a través de sus entidades de crédito, consiguen convencer a las familias para que, en lugar de ahorrar, se endeuden? El desahorro de los hogares se convierte entonces en una fuente de beneficios. El préstamo hipotecario explica el beneficio del promotor inmobiliario y del rentista propietario de tierras urbanizables. El préstamo de la entidad financiadora ayuda a crear los beneficios de los grandes grupos del automóvil. La tarjeta de crédito ha mantenido las ganancias de las empresas gracias a que permite el milagro de que los trabajadores gasten en su propia reproducción más de lo que permiten sus reprimidas rentas salariales. Recuerden el excedente que obtenía el capitalista en el Departamento 3 que describía Kalecki: ¡ahora los capitalistas dan un paso más y consiguen sacar excedentes anticipados! Éste es el mecanismo de la financiarización observado en los países adscritos al capitalismo atlántico cuando los superávits comerciales no eran

posibles y a la vez se pretendía el imposible de alcanzar un superávit fiscal.

Pero ¿qué hay de las otras dos fuentes de beneficios que describía Kalecki en su ecuación más sencilla? Recordemos que en la formulación más esquelética de Kalecki:

$$\textit{Beneficios brutos} = \textit{inversión} + \textit{consumo de los capitalistas}$$

Aquí es donde la teoría moderna de la moneda y el circuitismo completan el análisis de Kalecki. Si no consideramos una economía monetaria la ecuación de Kalecki es impecablemente correcta. Pero el consumo de los capitalistas y la inversión son el resultado de sus propias decisiones de gasto. Una vez que las han ejecutado el dinero que habían conseguido mediante los beneficios ya no existe, se ha transferido a otros bolsillos o cuentas bancarias. Solo queda ese coche de lujo en el garaje o esa inversión en una máquina en el taller. Fíjense que en los párrafos anteriores recalco que Parguez hablaba de ganancias monetarias retenidas. La inversión y el consumo no pueden ser ganancias monetarias retenidas sino gastadas.

Esta diferencia entre beneficios retenidos en forma monetaria y decisiones de gasto de los capitalistas es crucial. El capitalista pretende invertir una cantidad de dinero en la compra o producción de mercancías para volver a recuperarlo a ser posible aumentado cuando venda las mercancías. En forma sintética Marx hablaba de la circulación  $M-C-M'$ , donde el circuito parte con dinero  $M$  (Money), que se convierte en mercancías  $C$  (Commodities) para obtener más dinero  $M'$ , a ser posible siendo  $M' > M$ , es decir aumentado con la plusvalía extraída de los trabajadores. El capitalista lógicamente desea que el resultado de su actividad sea obtener  $M'$ , no más  $C$ . En la fase de flujo, la financiación de la inversión puede proceder de los beneficios retenidos, o financiarse con nuevo crédito como veíamos al principio. Es cierto que dentro de la propia clase capitalista puede haber algunos que se hayan endeudado para realizar la inversión y por tanto su posición financiera neta sea negativa, al menos temporalmente. Sin embargo a estos capitalistas que se han endeudado para acometer una inversión los llamaría Schumpeter emprendedores en su Teoría del Desarrollo Econó-



mico (Schumpeter, 1934). Los emprendedores son capitalistas en potencia ya que aspiran a incorporarse a sus filas pero aún no lo han conseguido. El emprendedor procura no arriesgar su capital y, si es avisado, dejará quebrar su empresa si comprueba que no va a conseguir que  $M' > M$ .

Los capitalistas pueden también destinar sus beneficios a la compra de bienes de lujo en la fase de reflujo pero, si realmente pertenecen a esa clase, no es creíble que se endeuden para pagar esos gastos. Puede haber quienes se endeuden para comprar bienes de lujo pero esos no serán capitalistas sino personas que quieren vivir por encima de sus posibilidades o personas que están abandonando la clase capitalista por mala fortuna o desidia.

Obviamente dentro de la clase capitalista hay quienes toman préstamos de otros pero, en agregado, la clase capitalista no puede crear activos financieros netos. Los créditos de unos capitalistas son las deudas de otros pero si consolidamos todas las deudas se cancelan con los préstamos y el saldo tiene que ser forzosamente cero. Para que la clase capitalista pueda acumular beneficios retenidos en forma monetaria otro sector de la sociedad tiene que estar dispuesto a crear los activos financieros, es decir, a endeudarse. Esos solo pueden ser las familias no capitalistas, el estado o los extranjeros. El estado suministra nuevo dinero o bonos del Tesoro gracias al déficit público. Las familias se dejan atrapar en el crédito bancario para comprar los productos que les venden los capitalistas. Los extranjeros aportan depósitos en moneda extranjera o se embarcan en operaciones de crédito internacional para financiar importaciones en el comercio deficitario con las grandes potencias exportadoras.

Los capitalistas necesitan hacerse con esos activos financieros para asegurarse la acumulación de capital. Para ello es fundamental obtener un poder de mercado con un elevado grado de monopolio o situarse muy cerca de quien disfruta del monopolio en la creación del dinero, el estado.

## La lacra del desempleo

El desempleo es siempre un fenómeno monetario ya que por definición un desempleado busca un trabajo remunerado en moneda que emite el estado. Si existe desempleo es porque el gasto agregado de los sectores privado y público es insuficiente y las personas que buscan dinero no consiguen vender sus servicios para acceder a él. Si el estado aumenta los impuestos estará generando una mayor demanda para conseguir la moneda del estado lo cual aumenta el desempleo. Si el estado decide recortar los gastos públicos provocará una reducción de los ingresos de las empresas y personas que trabajan para el estado y un aumento del desempleo. Por tanto al aplicar políticas de austeridad el monopolista en la emisión de la moneda está generando una mayor tasa de desempleo.

El acceso al empleo es un derecho recogido en la Declaración Universal de Derechos Humanos y la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea. La Constitución Española en su artículo 35 proclama que *«Todos los españoles tienen el deber de trabajar y el derecho al trabajo, a la libre elección de profesión u oficio, a la promoción a través del trabajo y a una remuneración suficiente para satisfacer sus necesidades y las de su familia, sin que en ningún caso pueda hacerse discriminación por razón de sexo»*. Su artículo 40.1 prescribe a los gobiernos que *«(...) De manera especial realizarán una política orientada al pleno empleo»*. Lamentablemente, si algo caracteriza el régimen inaugurado en 1978, es el sistemático incumplimiento de este derecho.

Sin embargo la negligencia del régimen del 78 en el cumplimiento del mandato constitucional es imprudente porque la sociedad paga un coste elevadísimo. Esto es trágico porque no hablamos solamente de oportunidades de producción e ingresos perdidas. El trabajador que ha perdido su empleo probablemente vuelva a incorporarse al mercado de trabajo con un salario menor que el que tenía antes de quedarse parado. Pero el problema trasciende la pérdida de renta presente y futura. Numerosos estudios demuestran que el desempleo causa problemas de salud y bienestar a quienes lo padecen y sus familias. Estos problemas son más graves cuando el desempleo se vuelve crónico. Hay sobradas evidencias del altísimo coste social de mantener a personas desempleadas durante tiempo prolongado. La sociedad paga un precio en forma de mayor inseguridad y mayores cargas sanitarias. Los parados padecen mayores tasas de enfermedades mentales, abusos de sustancias, suicidios, y depresión. Las familias con todos sus miembros en el paro caen en la pobreza. Los niños que viven en hogares con sus progenitores en paro tienen mayores probabilidades de vivir en la pobreza y menores oportunidades de desarrollo profesional y de ascenso social (Nichols, Mitchell, & Lindner, 2013).

La pérdida de puestos de trabajo se extiende como una epidemia ya que cada incremento en la tasa de paro provoca el cierre de otros negocios y la creación de nuevos parados. Cada desempleado genera nuevos desempleados ya que al desaparecer su renta deja de consumir provocando nuevas pérdidas de renta. En comarcas afectadas por altas tasas de desempleo los negocios tienen mayores dificultades para sobrevivir. Una vez que unos negocios quiebran otros negocios empiezan a fallar lo cual dificulta la recuperación. En estas zonas se observan mayores tasas de criminalidad que generan costes a la sociedad –servicios de seguridad, construcción de cárceles, contratación de nuevos policías, instalación de alarmas, etc.– para contener la violencia y la inseguridad.

En España los gobiernos del PSOE y del PP que se han turnado en el poder no han actuado con decisión contra el desempleo. Prisioneros de la ideología neoclásica, creían firmemente que la responsabilidad era del sector privado y que ellos debían limitarse a poner las condiciones

para que los empresarios contrataran a los desempleados. Esta ideología es conveniente para las oligarquías porque la existencia de desempleo ayuda a disciplinar a la fuerza de trabajo y facilita que los empresarios puedan obtener una tasa de beneficios mayor. Sin embargo la responsabilidad de los gobiernos no es asegurar la maximización de los beneficios de la clase empresarial sino el bienestar de la sociedad. Le compete pues al estado la responsabilidad principal en resolver el problema que él mismo ha creado.

El estado emisor de moneda fiduciaria tiene la capacidad de movilizar todos los recursos de la nación. Esta capacidad deja patente la solución para muchos de los problemas a los que se enfrenta nuestra sociedad. Es evidente que el estado ya utiliza su capacidad de encauzar recursos hacia la solución de problemas sociales. Para educar a la población hace ya más de un siglo que los estados construyen escuelas y contratan maestros. Para cuidar la salud de la población el estado construye hospitales y contrata personal sanitario. Para asegurar el acceso a la vivienda el estado financia la construcción de pisos de protección oficial e incluso empieza a proveer soluciones habitacionales para personas sin hogar. Sin embargo, cuando se enfrenta al problema del desempleo, el estado español se limita a aplicar el recetario habitual consistente en pagar una prestación de desempleo a algunos de los parados, dar incentivos para que las empresas los contraten y desarrollar de forma torpe las llamadas *políticas activas de empleo* que consisten fundamentalmente en marearlos en inútiles cursos de formación para puestos de trabajo que no existen

Esta estrategia de creación empleo es muy ineficiente porque deja en manos del sector privado la solución del problema. Para que una empresa contrate personal tiene que tener expectativas de que se van a producir ingresos en el corto plazo que le permitirán cubrir el coste salarial y además obtener un beneficio. En una recesión económica tan profunda como la que ha experimentado España en los últimos años los empresarios simplemente dejaron de invertir y contratar empleados porque no tenían ninguna expectativa de beneficio que justificase hacerlo. Oficialmente concluida la crisis en 2017, en España sigue habiendo varios millones de desempleados y el gobierno espera que, de seguir el crecimiento

económico previsto, en 2020 la tasa de paro habrá descendido al 11%. Esta cifra está muy alejada de una tasa de pleno empleo y, si ocurriera otra crisis, muchos de los que perdieron su empleo en la crisis anterior no se habrán incorporado al mercado de trabajo retribuido antes de que llegue la próxima. Con un problema de esta magnitud vaciar el mercado de trabajo mediante subvenciones directas a la contratación o mediante contratos de obras públicas que aumentan los beneficios de las empresas beneficiarias requeriría un déficit público enorme. Además crear empleo por la vía indirecta de generar beneficios para las empresas encierra el potencial de generar tensiones inflacionistas.

Por otra parte es sabido que las empresas no quieren contratar desempleados. Un empresario siempre empleará en primer lugar a personas que ya están trabajando, luego a los parados que lleven desempleados menos tiempo y aquéllos que sean potencialmente más productivos. En última instancia se animará a contratar a parados de larga duración o a personas sin experiencia laboral previa. Por esta razón hay personas que nunca o rara vez llegan a tener un empleo y mucho menos un trabajo en condiciones dignas. La estrategia de creación de empleo del estado español por tanto ayuda a perpetuar situaciones de pobreza y exclusión.

Resolver el problema del desempleo con políticas activas de empleo, incentivos fiscales y reformas del Estatuto de los Trabajadores como se ha pretendido en las cuatro últimas décadas es ineficaz y costoso. Las políticas activas de empleo tradicionales han sido uno de los sarcasmos más crueles del Régimen del 78.

## La solución al desempleo: el trabajo garantizado

Es mucho más racional, económico y eficiente resolver el problema del desempleo directamente. Dado que un gobierno emisor de moneda puede comprar todo lo que se encuentre a la venta a cambio de su moneda, lo cual incluye todos los recursos ociosos y, desde luego, la oferta de trabajo desocupada, esta propuesta es factible y racional.

El gobierno puede cumplir de forma eficaz con el mandato de crear pleno empleo contratando a todas las personas que sean aptas para el empleo y deseen trabajar en un plan de trabajo garantizado (TG). La oferta se haría extensible a todas las personas en edad legal de trabajar, incluso a aquéllas que ya disfrutaban de un empleo y quieran mejorar sus condiciones laborales. El contrato de trabajo garantizado establecería un salario digno –definido por las Cortes– que se podría graduar en función de la experiencia y capacidades de cada trabajador. Las condiciones serían propias de un empleo de calidad: contrato por tiempo indefinido a jornada completa –salvo que el trabajador pidiera una reducción de jornada–, cotización a la Seguridad Social y vacaciones pagadas.

Sabemos que las condiciones de empleo tras la CFG se han deteriorado y que el llamado “precarizado”, personas que trabajan en condiciones de extrema inseguridad contractual y temporalidad, y el fenómeno de los trabajadores pobres se han extendido. Éste es el resultado de encomendar a las grandes empresas y a las oligarquías la misión de crear empleo. En nuestro

sistema capitalista las grandes empresas oligopolísticas tienen acceso directo preferencial al dinero creado por el estado. Esto otorga un poder inmenso a estas empresas que son las que deciden qué trabajos se realizan y cuáles son las condiciones de compensación de los trabajadores. Se ha impuesto en la sociedad el mito de que el sector privado gestiona los recursos con mayor eficacia que las administraciones públicas y que el gobierno sería una entidad parasitaria de las empresas que derrocha los recursos creados por ellas. Es una creencia sorprendente que habilita a las grandes empresas para decidir, sin la menor contestación social, qué tareas son las prioritarias. Entre otras nos imponen algunas tan interesantes y valiosas como el *telemarketing* que nos fastidia en nuestros hogares con llamadas incesantes, la producción de gadgets prescindibles que podemos comprar en las teletiendas, o la fabricación de productos de bollería industrial de nulo valor nutritivo. En cambio daría la impresión, de creer a los apóstoles del libre mercado, de que funciones como la atención sanitaria, la extinción de incendios o impartir justicia son frívolas e irrelevantes. El mayor éxito del neoliberalismo ha sido invertir la escala de valores morales de la sociedad.

La implantación de un plan de TG redefine el terreno de juego porque sería la colectividad la que definiría cuáles son las condiciones de empleo mínimamente aceptables y las tareas prioritarias para la sociedad. En este sentido el plan de trabajo garantizado acerca el monopolio de emisión de la moneda a todos los ciudadanos de la nación. La universalidad de la prestación además facilita alcanzar otro objetivo: elevar los estándares del mercado laboral. Marca de facto un salario mínimo y delimita cuáles son las condiciones contractuales que una sociedad civilizada considera aceptables. Por ello podría contribuir a reducir la brecha de género observada en el mercado de trabajo.

Si todos podemos recurrir a la alternativa del TG podríamos abandonar los puestos de trabajo más precarios y peor retribuidos obligando de esta manera a todos los empresarios a ofrecer un sueldo mejor y un paquete de incentivos superior al que ofrece el estado. Es cierto que algunas actividades económicas dejarían de ser rentables y que algunos empresarios tendrían que echar el cierre. Esto no nos debe preocupar en exceso pues si una actividad

económica solo puede ser rentable con la explotación de trabajadores en condiciones indignas debemos concluir que el valor añadido que crea es tan bajo que lo más sensato es que desaparezca. A cambio, el plan TG reemplazará estas actividades con servicios valiosos para la sociedad. En otros casos en los que la actividad sí es rentable será el patrón el que tendrá que renunciar a parte de sus beneficios lo cual reequilibrará el reparto entre rentas del trabajo y rentas del capital que, por otra parte, se ha vuelto crecientemente desfavorable para los trabajadores en las últimas décadas.

A diferencia de los procesos observados durante las recuperaciones económicas que sucedían a crisis anteriores, en las que la creación de empleo empezaba siempre por los trabajadores más productivos y codiciados por las empresas relegando a los demás, con un plan de TG se abrirían oportunidades para los colectivos más desfavorecidos en primer lugar. Es probable que el programa no atrajera a trabajadores con expectativas de conseguir buenos puestos en el sector privado o público con condiciones superiores a las que puede ofrecer el programa de TG. Sin embargo para personas para las que las recuperaciones siempre han pasado de largo el plan de TG les ofrece una oportunidad de incorporarse al mercado de trabajo que nunca antes tuvieron.

La utilidad del plan de trabajo garantizado va más allá de la solución radical al problema del desempleo puesto que también actúa como un potente estabilizador macroeconómico. En lugar de crear un ejército de desempleados cuando la coyuntura es desfavorable lo que se propone es crear un ejército de empleados en el programa de TG. De esta forma, cuando caiga el gasto en el sector privado, automáticamente aumentará el gasto del sector público al desplazarse cada vez más trabajadores despedidos hacia el sector público. Esto tiene un efecto de suavización del ciclo económico de forma que las caídas del consumo y la inversión del sector privado quedan compensadas por el aumento del gasto del gobierno, lo cual de paso ayudaría a mantener el empleo en el sector privado y contener el avance de una recesión. Además del efecto anticíclico en el gasto agregado habría una contención de las caídas salariales como las que se produjeron en la última crisis que no solo aumentaron la desigualdad sino que además contribuyeron a profundizarla.



Podría pensarse que los empleos que se ofrecerían en el trabajo garantizado serían de poca enjundia, tareas para cubrir el expediente y justificar que una persona pueda cobrar el salario mínimo. Sin embargo creemos que esto sería un error que provendría de delegar la gestión del plan en funcionarios poco imaginativos. Desde luego no se puede decir que haya una carencia de tareas pendientes de realizar. Hay oportunidades en distintos ámbitos, desde la atención a los dependientes hasta la solución de problemas medioambientales; desde el fortalecimiento de nuestro sistema educativo hasta la recuperación de nuestro patrimonio histórico-artístico; desde la remediación de la pobreza hasta la necesidad de repoblar las áreas que están sufriendo una crisis demográfica del centro y noroeste de la Península Ibérica. El desempleo que dejó la burbuja inmobiliaria podría paliarse recuperando a los antiguos trabajadores de la construcción en proyectos de rehabilitación del patrimonio histórico-artístico o de mejora de la calidad de las viviendas sociales. Los numerosos artistas, músicos e intérpretes, profesiones que padecen una precariedad permanente, podrían ser reclutados para recuperar la actividad cultural de pueblos en peligro de despoblación, animar a colectivos desfavorecidos, actuar en residencias de ancianos o acometer proyectos de embellecimiento de las ciudades.

Todas ellas son tareas importantes. Pero, si lo son tanto, podría objetarse que no deberían tener un carácter transitorio. Si la idea es que finalmente el trabajador sea contratado por el sector privado es evidente que en algún momento estas tareas serán abandonadas. Es cierto que el programa de trabajo garantizado tiene como misiones fundamentales actuar como un estabilizador macroeconómico y evitar que la fuerza de trabajo pierda competencias y habilidades incorporándose a una bolsa de empleados en lugar de a una de parados. Dada la naturaleza transitoria de este tipo de empleo es evidente que deberían acometerse proyectos de duración determinada. Pero si la sociedad percibe que las tareas que están ejecutando los participantes en el programa son valiosas ¿por qué no ampliar entonces el campo de acción del sector público incorporando a su ámbito de actuación actividades inicialmente no previstas?

Esto no quiere decir que el plan de empleo garantizado deba percibirse

como un sustituto de los empleos públicos o incluso como empleo público de baja calidad. Los sindicatos que representan a los empleados públicos podrían percibir entonces un programa de este tipo como una amenaza al empleo público de calidad. Es conocido que el estado español es uno de los peor dotados de Europa por lo que probablemente sería deseable ampliar el tamaño de la fuerza de trabajo del sector público. Por tanto el programa debería acompañarse de una ampliación del ámbito de actuación del sector público y un claro deslinde de las actividades que pueden realizar los participantes en el plan de TG. Incluso el plan de empleo garantizado podría ser una vía de entrada a la función pública a medida que redimensionamos el tamaño de las administraciones públicas.

## La gestión del programa de trabajo garantizado

El reto para los gestores públicos de poner en marcha un programa de TG es un mayor esfuerzo organizativo que el de una mera prestación de desempleo y unos planes de formación. Proponemos una gestión descentralizada del programa que acerque el diseño de los proyectos a los beneficiarios. Los ayuntamientos conocen mejor los problemas que afectan a las comunidades locales y pueden identificar necesidades que no estén bien atendidas. Una aproximación es que sean los propios interesados los que propongan proyectos a las administraciones públicas y que un comité evalúe su valor para la sociedad. Por su cercanía al ciudadano se puede encargar a los ayuntamientos que confeccionen en el menor lapso de tiempo posible planes de TG que acojan a todos los parados de sus municipios. Otra posibilidad es que organizaciones sin ánimo de lucro, administraciones locales o agencias estatales expresen su interés en contratar empleados para realizar tareas o ejecutar proyectos determinados. Estas peticiones podrían ser encauzadas a través de los ayuntamientos o a través de las oficinas de empleo.

Para evitar la aparición de casos de corrupción, los ayuntamientos no deberían pagar los salarios de los trabajadores de estos programas sino que las transferencias de fondos en forma de salarios deberían provenir del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Esto significa que los ayuntamientos no tendrían acceso a los fondos destinados a los planes, evitando la posibilidad de que políticos corruptos desvíen dichos fondos o generen

redes clientelares. Asimismo también sería responsabilidad del Ministerio velar porque las condiciones de trabajo de los planes sean las adecuadas. La universalidad de la oferta contribuye también a evitar la aparición de redes clientelares.

En su estudio sobre el trabajo garantizado el laboralista Héctor Illueca apunta a que el contrato con el trabajador se formalizará con el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE). Añade que se establecería una relación “triangular” donde

*las facultades de dirección y control de la actividad no residen en la persona que ostenta la condición de empleador (SEPE), sino en las diferentes entidades y organizaciones responsables de la proyección y ejecución de los distintos programas de empleo garantizado. (...) Contra lo que pudiera pensarse, estas relaciones tripartitas no resultan desconocidas en nuestro ordenamiento jurídico, pudiendo invocarse a modo de precedente la relación laboral de carácter especial de los estibadores portuarios, que se caracteriza precisamente por el reparto de las facultades empresariales entre dos sujetos diferentes: la empresa estibadora, receptora de la prestación de servicios, y la Sociedad Anónima de Gestión de Estibadores Portuarios (SAGEP), que ostenta la condición de empresario (Illueca Ballester, 2015).*

## La Teoría Monetaria Moderna y los retos contemporáneos

En este breve manual hemos descrito el funcionamiento de los sistemas monetarios modernos. Su conocimiento nos descubre el enorme margen de maniobra del que dispone un gobierno que disfruta de un monopolio en la emisión de la moneda. Entender que el estado puede movilizar todos los recursos ociosos de una economía probablemente resultará repugnante desde la visión conservadora de quienes quieren mantener un control oligárquico de los recursos. Pero desde un ángulo progresista la TMM permite desmontar muchos de los obstáculos aducidos desde el neoliberalismo que impiden el desarrollo de políticas sociales avanzadas. Lamentablemente muchos de los políticos adscritos a partidos de izquierdas consciente o inconscientemente han aceptado que existen restricciones presupuestarias y eso les disuade de desarrollar plenamente sus programas políticos. La TMM revela la endeblez de esos obstáculos y que demuestra el estado puede acometer misiones transformadoras de la sociedad. A diferencia del sector privado el estado no está constreñido por limitaciones financieras ni tiene que obtener un beneficio monetario. Al contrario, puede desarrollar iniciativas que maximicen el beneficio social. Las posibilidades que están al alcance de la mano de un estado que disfruta de soberanía monetaria son espectaculares. Solo falta que los ciudadanos, los políticos, los economistas y los periodistas entendamos cómo opera nuestro sistema monetario moderno para utilizarlo con mayor eficiencia y rechacemos los mitos neoli-

berales y neoclásicos que han obstaculizado el pleno desarrollo de nuestras capacidades.

Entre los mayores problemas de nuestra sociedad se encuentran el agotamiento de los recursos naturales y la degradación del medio ambiente causado por el modelo de desarrollo industrial capitalista. El problema del calentamiento global ha alcanzado la categoría de amenaza a la supervivencia de numerosas poblaciones ubicadas en las costas o en áreas expuestas a la desertización. Disponemos de las tecnologías que pueden obrar la transformación hacia un modelo sostenible. Gracias a la soberanía monetaria el estado contemporáneo tiene las herramientas para obrar una transformación de nuestro modelo energético. Por ejemplo podría liderar este proceso subvencionando la sustitución de los sistemas de generación eléctrica que generan gases de efecto invernadero por otros basados en fuentes renovables. También podría iniciar un programa de rehabilitación de viviendas que mejorara su eficiencia energética o acelerar el ritmo de adopción del coche eléctrico o híbrido. En su mano estaría acometer un proceso de reforestación mucho más acelerado y de recuperación de cauces y riberas de los ríos.

España es un estado que ha vivido desde hace décadas por debajo de su potencial por culpa de unas políticas de infrautilización de recursos que crean desempleo y pobreza. La TMM nos permite comprender que no hay restricciones financieras para la plena utilización de nuestros recursos y que dejar a personas desempleadas que están deseosas de contribuir a la provisión colectiva de bienes y servicios es la crueldad suprema de una oligarquía obcecada en ideas arcaicas, e incapaz de crear una prosperidad compartida. Lejos de ser un actor secundario, el estado puede y debe impulsar una transformación profunda de nuestro tejido productivo con un programa de inversiones de I+D y de reindustrialización. En nuestro país hay suficientes investigadores desempleados y centros de investigación infrautilizados que solo necesitan que alguien los ponga en marcha para empezar a producir nuevo conocimiento y desarrollar soluciones que mejoren nuestra salud y nuestra calidad de vida. Frente a la visión conservadora del estado como un agente que emplea los recursos ineficientemente, que desplaza la inversión privada y que solo puede aumentar el gasto redu-

ciendo nuestra competitividad, consideramos que el estado es un agente transformador de primer orden que puede asumir un papel de liderazgo en la metamorfosis de nuestro modelo económico. Actuando de manera simbiótica con el sector privado puede dar una orientación a los empresarios sobre las apuestas tecnológicas que deben perseguir las empresas. Cuando el estado español ha actuado de esta manera en el ámbito de las tecnologías renovables o de los ferrocarriles de alta velocidad las empresas han seguido su estela y no solo han encontrado nuevas oportunidades de negocio sino que además han conseguido acceder a nuevos mercados de exportación. Un nuevo modelo productivo no solo podría emplear recursos que ahora languidecen en el olvido sino que además podría asegurar que se hiciera de forma más sostenible.

El sistema monetario basado en moneda fiduciaria es aplicable universalmente a cualquier modelo productivo, sea éste un sistema capitalista o una economía de plan central. La mayoría de nuestras sociedades se han adherido a un modelo capitalista caracterizado por la acumulación y concentración de los medios de producción en pocas manos que se justifica bajo los pretextos de eficiencia económica, una falaz utopía de libre mercado y el culto a una libertad personal que en realidad está coartada por las grandes corporaciones. El hecho de que estos sistemas capitalistas operen bajo un sistema de moneda *fiat*, que por cierto no entusiasma a los pensadores del librecambismo porque preferirían algo parecido al patrón oro o, en su defecto, la deflacionista moneda común europea, no significa que el sistema monetario no fuera idéntico bajo otro modelo productivo. La TMM no pretende ser una puesta al día del keynesianismo en el esfuerzo de salvar al capitalismo de sí mismo sino simplemente describir una de las instituciones más importantes y útiles de cualquier sociedad moderna. Esto permite comprender que podemos ampliar el perímetro de la actividad económica del estado democráticamente. Si la sociedad, bajo un proceso democrático, decidiera que prefiere reducir el ámbito de actuación del sector privado, por ejemplo nacionalizando las empresas que actúan en industrias que tienden al oligopolio o que constituyen un monopolio natural, sabemos que el estado tendría capacidad financiera para expo-

piarlas. También podría imponer impuestos tan elevados sobre actividades con elevada concentración de poder de mercado que el sector privado decidiera abandonar la actividad entregándola al sector público o renunciar a su poder de mercado abriendo su sector a la competencia.

El párrafo anterior ilustra hasta dónde es posible arbitrar, mediante un procedimiento democrático, soluciones en las que los únicos límites son la imaginación y los recursos reales disponibles. Estas enseñanzas son cruciales porque implican que la sociedad puede entonces determinar cuál es el uso socialmente más útil, eficiente y responsable de sus recursos. La sempiterna pregunta retórica con la que se boicotea todo intento del estado para resolver los grandes problemas sociales —“¿cómo piensas financiarlo?”— pierde su sentido. Siempre que existan recursos ociosos el estado puede emplearlos y si no están ociosos puede canalizarlos hacia el interés general mediante las políticas fiscales apropiadas. Yendo un paso más allá podemos empezar a debatir qué parte de los recursos debe quedar reservado al sector privado y cuál debe destinarse al interés general. Esto no quiere decir que postulemos suprimir el sector privado; pero al menos reconozcamos que es impotente si no actúa en simbiosis con el público. Para todos estos fines sirve poner la moneda al servicio del pueblo.

La teoría monetaria moderna describe el funcionamiento de los sistemas monetario y fiscal contemporáneos y desvela el extraordinario poder que pone en manos de quienes controlan el estado. Las oligarquías capitalistas nunca han ignorado ese poder y han sabido utilizar las instituciones monetaria y fiscal para avanzar sus intereses. Así se explica la facilidad con la que aparecen recursos para rescatar entidades financieras fallidas a la vez que se alega que éstos son escasos para atender políticas sociales básicas como por ejemplo dar una solución habitacional a las personas desahuciadas. También nos ayuda a comprender cómo es que hay financiación abundantísima para sufragar la construcción de costosas obras de infraestructuras y en cambio nunca aparecen las cantidades mucho más modestas que se necesitarían para resolver el problema de la vivienda o del empleo. Durante años las escuelas económicas dominantes, siempre obsequiosas con los poderosos, armadas de un corpus doctrinal que solo puede cali-



ficarse de pseudocientífico, justificaron que se escamoteara la moneda a las clases populares con erróneas teorías que achacaban al estado los males de la inflación y nos advertían de peligrosos desplazamientos o 'crowding out' del sector privado. Los medios de comunicación y la ideología dominante justifican que la moneda vaya siempre a unos pocos. Por ejemplo, un modestísimo programa de empleo rural se presenta como un caso de clientelismo pero la ampliación de las concesiones de autopistas a favor de empresas que viven de la extracción de rentas se justifica porque éstas compensarán al estado con nuevas inversiones en más autopistas (una inversión que un estado dotado de soberanía monetaria puede acometer a menor coste). Los economistas nos lanzan ad nauseam admoniciones sobre los peligros de la deuda y el déficit públicos pero a la vez piden que se fomente el ahorro del sector privado sin pestañear ante la evidente contradicción que supone defender una cosa y la contraria. La ideología dominante nos fustiga por nuestra falta de competitividad a la vez que promueve la descapitalización de la sociedad condenando a amplios sectores de la población al desempleo y el empobrecimiento. Todas estas contradicciones se hacen patentes cuando se comprende la teoría monetaria moderna. El pensamiento neoclásico no es más que una tramoya que oculta con fuegos de artificio, espejos y humo la verdadera función de nuestra institución monetaria. Podemos desmontar el engaño. Armados con la teoría monetaria moderna los políticos progresistas pueden entender algo que sus rivales de derecha comprenden perfectamente: la moneda no es un bien escaso. Se trata por tanto de arrebatarse la moneda a quienes la acaparan y ponerla al servicio del pueblo.

## Referencias

ALESINA, A. (15 de abril de 2010). *Fiscal adjustments, lessons from recent history*. Discurso ante la reunión del ECOFIN de Madrid el 15 de abril de 2010. Madrid.

Boletín Oficial del Estado. (2 de febrero de 2013). *Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria*. Obtenido de <https://www.boe.es/boe/dias/2013/02/02/pdfs/BOE-A-2013-1118.pdf>

BROWN, A. J. (1955). *The Great Inflation of 1939–1951*. Oxford: Oxford University Press.

DE SANTIAGO FERNÁNDEZ, J. (2007). *Legislación y reforma monetaria en la España Borbónica. VI Jornadas Científicas sobre Documentación borbónica en España y América (1700-1868)* (págs. 383-402). Madrid: Universidad Complutense de Madrid. Obtenido de <https://www.ucm.es/data/cont/docs/446-2013-08-22-14%20legisla.pdf>

Deutsche Bundesbank. (2015). *Financial accounts for Germany 2009 - 2014*. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.

Die Rolle von Banken, *Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess. (abril de 2017)*. Obtenido de [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaezte/2017/2017\\_04\\_geldschoepfungsprozess.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaezte/2017/2017_04_geldschoepfungsprozess.pdf?__blob=publicationFile)

GARZÓN, E. (2017). *Desmontando los mitos económicos de la derecha*. Barcelona: Ediciones Península.

GODLEY, W. (1992). Maastricht and all that. *London Review of Books*.

GRAEBER, D. (2011). *Debt. The First 5,000 Years*. Brooklyn, New York:: Melville House Publishing.

HARVEY, J. T. (2010). *Currencies, Capital Flows and Crises*. New York: Routledge.

ILLUECA BALLESTER, H. (2015). “Perspectiva Jurídica del Trabajo Garantizado”. En A. Guzmán, A. Garzón Espinosa, G. Eduardo, F. Trillo Párraga, & H. Illueca Ballester, *El Trabajo Garantizado: Una propuesta necesaria frente al desempleo y la precarización*. Madrid: Ediciones Akal.

INGHAM, G. (2004). *The Emergence of Capitalist Credit Money*. En R. Wray, *Credit and State Theory of Money*. Northampton, MA: Edward Elgar.

JAROCINSKI, M., & MACKOWIAK, B. (29 de junio de 2017). “Monetary-fiscal interactions and the euro area’s vulnerability”. *Research Bulletin*, No. 36. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/resbull/2017/html/ecb.rb170629.en.html>

KEYNES, J. M. (1935). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Ed. First Harvest/Harcourt.

KNAPP, G. F. (1924). *The State Theory of Money*. London: Macmillan & Company Limited.

LERNER, A. P. (1944). *The Economics of Control*. New York: The MacMillan Company.

LERNER, A. P. (1983). *Selected Economic Writings of Abba P. Lerner*. New York: New York University Press.

MCLEAY, M., RADIA, A., & RYLAND, T. (2014). *Money creating in the modern economy*. Bank of England Quarterly Bulletin.

MEDINA MILTIMORE, S. (2016). *El Leviatán Desencadenado: siete propuestas para el pleno empleo y la estabilidad de precios, veintiuna razones para dejar el euro*. Berlín: Lola Books.

MINSKY, H. P. (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Gill.

MIROWSKI, P., & PLEHWE, D. (2009). *The Road From Mont Pèlerin*. Cambridge: Harvard University Press.

MITCHELL, W. (2016). *La distopía del euro: pensamiento gregario y negación de la realidad*. Berlín: Lola Books.

MITCHELL, W. (30 de junio de 2016). “We starve the state and public infrastructure development at our peril”. Obtenido de *Bill Mitchell - Billy Blog*: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=33911>

MITCHELL-INNES, A. (2004). “What Is Money?” en L. R. WRAY, *Credit and State Theory of Money* (págs. 14-49). Southhampton, Massachusetts: Edward Elgar Publishing Inc.

MOSLER, W. (1996). *Soft Currency Economics*. Saint Croix, Islas Vírgenes de EEUU: Valance & Co.

MOSLER, W. (13 de octubre de 2014). "The Center of the Universe". Obtenido de *There is no right time for the Fed to raise rates!*: <http://moslereconomics.com/2014/10/13/there-is-no-right-time-for-the-fed-to-raise-rates/>

MOSLER, W. (2015). *Los Siete Fraudes Inocentes Captales de la Política Económica*. Berlín: Lola Books.

NICHOLS, A., MITCHELL, J., & LINDNER, S. (2013). *Consequences of Long-Term Unemployment*. Washington: Urban Institute.

PIERCE, D. (23 de diciembre de 2013). "What is Modern Monetary Theory, or "MMT"?" Obtenido de *Naked Capitalism*: <http://www.nakedcapitalism.com/2013/03/what-is-modern-monetary-theory-or-mmt.html>

PIKETTY, T. (2013). *Le Capital au XXI<sup>e</sup> siècle*. Paris: Éditions du Seuil.

PILKINGTON, P. (4 de agosto de 2014). «Inflation is NOT Always and Everywhere a Monetary Phenomenon». Obtenido de *Fixing the Economists*: <https://fixingtheeconomists.wordpress.com/2014/08/04/inflation-is-not-always-and-everywhere-a-monetary-phenomenon/>

POLANYI, K. (1989). *La Gran Transformación. Crítica del Liberalismo Económico*. Barcelona: Lallevir SL/VIRUS Editorial.

RÓDENAS, C., & BRU, S. (2006). "La convertibilidad de la peseta en el siglo XIX". *Revista de Historia Económica*, 555-578.

US Debt Clock. (s.f.). [www.usdebtclock.org](http://www.usdebtclock.org/). Obtenido de <http://www.usdebtclock.org/>

UXÓ, J., FEBRERO, E., & BERMEJO, F. (2016). "Crisis, unemployment and internal devaluation in Spain". En M. MYANT, S. THEODOROPOULOU, & A. PIASNA, *Unemployment, internal devaluation and labour market deregulation in Europe* (págs. 127-167). Bruselas: ETUI.

WRAY, R. (1998). *Understanding Modern Money*. Edward Elgar.

WRAY, R. (2012). *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. New York.: Palgrave MacMillan.

## Abreviaturas empleadas en esta obra

AEAT: Agencia Estatal de Administración Tributaria

BCE: Banco Central Europeo

CE: Comisión Europea

CFG: Crisis Financiera Global

EURIBOR: Euro Interbank Offered Rate

EUROSTAT: Oficina Europea de Estadística

INE: Instituto Nacional de Estadística

IPC: Índice de Precios al Consumo

PIB: Producto Interior Bruto

QE: Quantitative Easing

SAGEP: Sociedad Anónima de Gestión de Estibadores Portuarios

SEPA: Single European Payments Area o Área de Pagos Única Europea

SEPE: Servicio Público de Empleo Estatal

SNCE: Sistema Nacional de Compensación Electrónica

TARGET2: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System

TG: Trabajo Garantizado

TMM: Teoría Monetaria Moderna

UME: Unión Monetaria y Económica