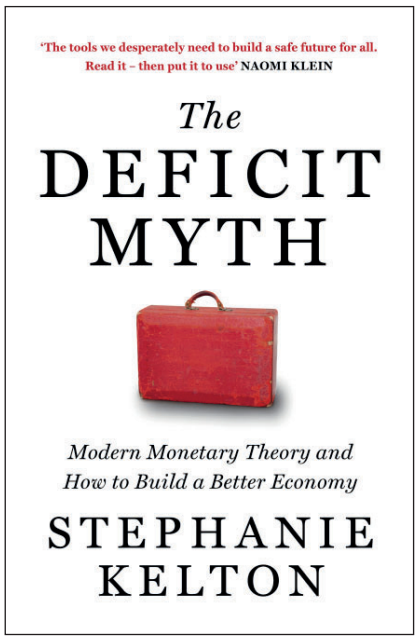
# RESEÑA

## THE DEFICIT MYTH. Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy

**Stephanie Kelton**

John Murray (Publishers), 2020, 325 pp.




La autoproclamada Teoría Monetaria Moderna (TMM) cuenta con las características que Joseph A. Schumpeter atribuía a las escuelas de pensamiento, a saber, uno o varios maestros, un elenco de autores y una doctrina. Como antecedente de esta escuela destacan las figuras de John Maynard Keynes, por la influencia de obras como *Treatise on Money* y *How to Pay for the War*, y Abba P. Lerner. Warren Mosler es reconocido como padre de la nueva escuela pero, tras el éxito de *The Deficit Myth*, Stephanie Kelton se ha convertido en la cara más visible del movimiento. La línea de pensamiento que comparten los autores citados, así como un buen grupo de economistas, muchos de ellos vinculados con el *Levy Economics Institute* y la Universidad de Missouri, Kansas City, se refiere al papel del dinero en las economías modernas, particularmente en los países que tienen soberanía monetaria, esto es, los que gastan, recaudan y se endeudan en su propia moneda no convertible, entendida como no convertibilidad en metal u otras divisas a precio fijo.

Como resulta habitual en la investigación económica, Kelton diferencia entre la aproximación descriptiva, es decir, el diagnóstico del sistema monetario, y la prescriptiva, de la que se derivan importantes implicaciones para las políticas públicas. En palabras de la propia autora: «(la TMM) ofrece una descripción realista sobre cómo funcionan las divisas no convertibles, junto con ideas prescriptivas que traducen aquel entendimiento en mejores políticas públicas».

La definición de la propia autora revela que esta línea de pensamiento no encaja con el nombre de teoría. No se trata de un conjunto de proposiciones o modelos que explican la realidad económica sino más bien de una descripción del sistema monetario para extraer una premisa de la que se derivan una serie de deducciones sobre el funcionamiento de la economía y las consiguientes recomendaciones para las políticas económicas.

Tal premisa es la ausencia de restricción financiera al presupuesto de los Estados. ¿Cómo se explica esta herejía al pensamiento macroeconómico? La razón es que los Estados con soberanía monetaria tienen la capacidad exclusiva de producir la moneda que utilizamos y esa cualidad les diferencia del resto de instituciones o agentes económicos, que son usuarios y no emisores de moneda. Así, las empresas, los ayuntamientos o los hogares primero obtienen sus fuentes de financiación y luego proceden al gasto. Si esas fuentes escasean toca «apretarse el cinturón».

La macroeconomía convencional extrapola ese argumento al comportamiento de los Estados: primero recaudan los tributos o aseguran la financiación mediante el endeudamiento para luego desarrollar sus programas de gasto. Aun con financiación del gasto asegurada vía deuda, la acumulación de pasivos puede abocar a la insolvencia en el futuro, motivo por el que la prudencia en la planificación financiera es un valor en sí mismo.

La TMM rompe con tal visión. Un Estado monetariamente soberano no puede quebrar. La capacidad para generar moneda hace que pueda financiarse cualquier gasto. El consiguiente aumento de la base monetaria puede ser parcial o totalmente compensado mediante los impuestos y la deuda del Estado, que retiran liquidez del sistema. Como consecuencia, el déficit fiscal se convierte en un mito, una frontera falsa que nada dice sobre la medida de nuestras posibilidades.

Stephanie Kelton, que ha completado su perfil académico con la incursión en la política de la mano de Bernie Sanders, nos recuerda que la apelación al mito del déficit fiscal nunca debería ser una excusa para enjugar los déficits que verdaderamente importan, como la falta de pleno empleo, la precariedad laboral, el empobrecimiento relativo de la clase media, las insuficiencias de las infraestructuras u otros bienes públicos, las carencias del estado del bienestar, el cambio climático y otros problemas que limitan el progreso económico y social. Tal como dice la autora, la eliminación del mito del déficit abre las puertas a un nuevo enfoque, que pasa de la narrativa de la escasez a la de la oportunidad.

Esta aproximación llevaría a concluir que gracias a la financiación monetaria de los déficits fiscales se puede lograr cualquier objetivo de política pública pero, al igual que las líneas de pensamiento más convencionales, la TMM advierte de que nada es gratis. En efecto, el límite al gasto lo marca la inflación. Kelton concluye que el exceso de gasto no se manifiesta en el déficit fiscal sino en la inflación o, *a sensu contrario*, el defecto de gasto no se refleja en el superávit sino en el desempleo.

En línea con Abba P. Lerner, este razonamiento posiciona a la política fiscal como instrumento preeminente para la estabilización y el impulso del crecimiento. La gran apuesta de la TMM y de la propia Kelton, es un programa nacional de garantía de empleo, es decir, una oferta de trabajo en el sector público, idealmente vinculado a la economía de los cuidados y gestionado por gobiernos subcentrales. El programa actuaría como un ancla real y nominal para el sistema económico. Real porque mediante un mecanismo de estabilización automática garantizaría el pleno empleo, dejando el saldo fiscal al albur de la capacidad ociosa de la economía, y nominal porque el salario ofrecido actúa como un suelo y una referencia en el proceso de determinación de salarios y precios en la economía. Se trata de una propuesta teóricamente más potente que las rentas básicas universales.

La TMM está impactando en el debate y el diseño de las políticas públicas. Stephanie Kelton aparece ya en varios de los *rankings* estadounidenses que identifican a las personas más influyentes. No obstante, sus explicaciones y prescripciones rompen con los planteamientos de la macroeconomía, tanto con aquellos de inspiración neoclásica como keynesiana. Como consecuencia, la TMM está generando respuestas de toda la comunidad de economistas, con independencia de su posicionamiento ideológico.

La vehemencia de tales respuestas es proporcional al tamaño de los retos y recomendaciones de la TMM. ¿Verdaderamente resulta viable confiar la financiación de los programas de gasto a la máquina de hacer dinero? Si esto es así, la generación recurrente de déficits ocasionaría una acumulación de deuda del Estado. ¿Podemos aparcar la idea de que estamos trasladando a las generaciones futuras la carga de nuestras políticas?

¿Y qué pasa con la sostenibilidad de la deuda? Kelton asevera que no es una cuestión relevante siempre que tal deuda esté respaldada por un Gobierno con soberanía monetaria. Para muestra el comportamiento del bono griego tras la crisis de 2008. Su rendimiento se disparó del 6 % al 35 %. En EE UU la situación

fue la opuesta. El déficit fiscal pasó del 3 % al 10 % entre 2009 y 2012 y, en cambio, el rendimiento medio de los bonos cayó del 3,3 % al 1,8 % en ese periodo. En el caso de Reino Unido, con una expansión fiscal similar, el rendimiento pasó del 5 % al 3,6 %.

Este episodio ilustra dos de las ideas desarrolladas por Stephanie Kelton. La primera es la capacidad de los Gobiernos con soberanía monetaria para acumular pasivos financieros sin que los inversores dejen de considerar sus títulos, en este caso *treasuries* y *gilts*, como activos libres de riesgo. La segunda es el control que ejercen tales Gobiernos a través de sus bancos centrales sobre los tipos de interés. El caso del Banco de Japón resulta todavía más clarificador ya que ha abandonado la estrategia normalmente conocida como *quantitative easing* en favor de la supervisión de la curva de tipos, lo que supone otra vuelta de tuerca en el control de los mismos. Por tanto, si el tipo de interés es una variable totalmente exógena, la ecuación que lo relaciona con la tasa de crecimiento económico para medir la sostenibilidad de la deuda deja de tener sentido, lo mismo que la propia noción de sostenibilidad.

Si tiramos más del ovillo llegamos a que la inyección de liquidez derivada del déficit fiscal monetizado tiene como contrapartida un superávit del sector privado, esto es un incremento del ahorro privado. En palabras de Kelton: «their red ink is our black ink». La pregunta resulta obligada. ¿Entonces los déficits y la deuda no presionan los tipos de interés? ¿La historia del *crowding out* se convierte por esta vía en la historia del *crowding in*? Si al eco de estas preguntas repasamos el estado actual de esas variables veremos abultados déficits fiscales en muchos países que se financian monetariamente, ratios de deuda pública de tres dígitos compatibles con tipos de interés tendentes a cero, o en terreno negativo, y bancos centrales que reconocen la incapacidad de la política monetaria convencional en ausencia de una expansión fiscal. ¿Se trata de las circunstancias específicas que siguieron a la Gran Recesión y que se han extendido en los días de la COVID-19 o una nueva realidad que explica la TMM?

Las respuestas a estas y otras preguntas están en las páginas de *The Deficit Myth*. Su grado de persuasión es harina de otro costal. Ciertamente, la capacidad explicativa de la TMM tiene limitaciones. Para Kelton el único papel de la deuda pública es drenar las reservas bancarias generadas por el gasto. A mayor gasto, mayor liquidez y por tanto menores tipos. Esta argumentación no solo no está demostrada, sino que es contraria al funcionamiento del mercado de bonos y a la propia intuición sobre los mecanismos de fijación de precios.

El análisis de los efectos expansivos del déficit fiscal brilla por su ausencia. Más allá de asumir un multiplicador del gasto, sería deseable conocer cómo se transmite la expansión fiscal al sistema económico. Si entra en escena el sector exterior, el resultado lógico es que la expansión produzca un déficit por cuenta corriente como consecuencia de mayores importaciones. Esa situación de déficits gemelos se asociará con espirales de depreciación a inflación si los déficits fiscales son recurrentes y tanto más rápidas e inmediatas cuanto más racionales sean las expectativas de los agentes, otro aspecto por cierto que está ausente en las explicaciones de Kelton.

Más allá de la teoría, hay cuestiones relevantes en la esfera de la economía política que no serían soslayables a la hora de aplicar sistemáticamente las prescripciones de la TMM. Sin entrar en detalle, ¿qué Gobierno o Parlamento revertiría una bajada de impuestos ante indicios de recalentamiento económico?, ¿alejaríamos a la economía del ciclo de negocios para llevarla al ciclo político?, ¿cómo se recuperaría la credibilidad

si hay incumplimientos en los objetivos de inflación?

Al final, la TMM apuesta por la máquina de hacer dinero a la hora de diseñar la política económica. Se trata de una propuesta no exenta de idealismo y, vistas algunas experiencias históricas, tampoco de riesgo.

No obstante, corresponde al lector someter a examen a la TMM y valorar si el déficit y la deuda son efectivamente mitos y si las deducciones que siguen a su eliminación resultan lógicas desde el punto de vista teórico y aplicables dentro de las relaciones que constituyen la economía política de su país. Corresponde a la autora el mérito de sacudir el tablero de la teoría económica y los fundamentos de las políticas públicas. Este tipo de planteamientos, por muy rupturistas que sean, son bienvenidos y nos recuerdan la obligación moral de analizar minuciosamente y sin apriorismos todas las vías que puedan conducir al objetivo del pleno empleo.

En suma, se acojan o no los postulados de la TMM, *The Deficit Myth* es una lectura más que recomendable para pasar por el tamiz todas las ideas, las viejas y las nuevas, que subyacen al diseño de la política económica.

**Rodrigo Madrazo García de Lomana**
Director General de COFIDES