

## CAPÍTULO I

# LA MONEDA FIAT NO PERMITE FINANCIAR ILIMITADAMENTE EL GASTO PÚBLICO

**Fraude mortalmente inocente 1:** El Estado solo puede gastar si recauda dinero mediante los impuestos o si lo pide prestado. En otras palabras, el gasto público está limitado por su capacidad tributaria o por su capacidad para pedir prestado.

**Réplica de Warren Mosler:** El gasto público no está en absoluto contingentado operativamente por los ingresos, esto es, no existe riesgo alguno de insolvencia. El Estado siempre puede hacer frente a todos los pagos en su propia moneda, sin importar cuán grande sea su déficit o cuán escasos sean los impuestos que recaude.

**Realidad:** La moneda fiat es un crédito fiscal que sus tenedores le confieren al Estado. Por consiguiente, el gasto público sigue limitado por la capacidad del Estado para pedir prestado a través de la moneda fiat.

El primero de los fraudes mortalmente inocentes que denuncia Warren Mosler reza que los Estados pueden quebrar y que, por tanto, su gasto público está limitado o por los impuestos que son capaces de recaudar o por el capital que pueden pedir prestado al sector privado. Si un Estado se sobreendeuda, deberá incrementar los impuestos o recortar los gastos y, en última instancia, incluso decretar quitas sobre sus pasivos, lo que contribuirá a minorar su capacidad futura de gasto.

Mosler rechaza estas básicas relaciones económicas. En su opinión, la potestad de los Estados para exigirles impuestos a sus ciudadanos les confieren un poder muy especial: especificar en qué medio de pago deben abonarse esos impuestos. De acuerdo con Mosler y, en general con los teóricos de la MMT, los Estados pueden obligar a los ciudadanos a pagar los impuestos en una moneda que impriman los propios Estados en régimen de monopolio (por ejemplo, nuestros euros o dólares) y, en tal caso, ni siquiera habrá necesidad de que los Estados recauden impuestos para gastar: una vía mucho más sencilla e inmediata para ello será que impriman mayores cantidades de su propia moneda y la utilicen para comprar bienes y servicios en el mercado; dado que esa moneda será el único medio con el que los ciudadanos podrán hacer frente a sus obligaciones tributarias, se verán forzados a aceptarla como medio de pago, pudiendo el Estado, por consiguiente, sufragar todos sus desembolsos creando mayores cantidades de moneda.

En otras palabras, para Mosler, la función originaria de los impuestos no es la de proporcionar al Estado los fondos que necesita para gastar, sino la de generar una demanda social cautiva por la moneda que el propio Estado decide imprimir con el propósito de gastar. De ahí que, bajo las premisas de la MMT, el Estado siempre pueda comprar bienes y servicios o pagar sus deudas por el sencillo motivo de que siempre puede crear aquel dinero que sus ciudadanos deben aceptar para ulteriormente abonarle los impuestos. En palabras de Mosler: «El gasto público no está en absoluto restringido desde un punto de vista operativo por los ingresos que proceden de la recaudación tributaria y de las emisiones de deuda».

Lo anterior, aclara Mosler, no significa que el Estado no pueda abusar de su monopolio sobre la creación de dinero, hundiendo así el valor de la moneda (provocando inflación); solo significa que el sector público puede gastar sin recaudar y que,

en consecuencia, siempre es capaz de pagar sus deudas: «Que el gasto público no esté operativamente limitado por los ingresos significa que no hay riesgo de insolvencia, es decir, que el Estado siempre puede hacer frente a todos aquellos pagos denominados en su propia moneda, con independencia de cuán grandes sean sus déficits o de cuán insignificante sea su recaudación tributaria. Lo anterior, empero, no significa que el Estado pueda gastar cuanto desee sin consecuencias. Si gasta en exceso incrementará los precios dentro de la economía y alimentará la inflación».

Llegados a este punto, permítanme ofrecerles una interpretación sustancialmente distinta a la de Mosler sobre el funcionamiento del sistema monetario estatal.

### *Una visión subjetivista de la moneda fiat*

Para empezar, es obvio que el Estado puede gastar sin cobrar impuestos en forma de moneda fiat: eso es lo que hace cuando expropia directamente bienes u obliga a los ciudadanos a prestar ciertos servicios (como el servicio militar obligatorio). El Estado, en tanto monopolio de la violencia, no necesita negociar con el sector privado y ofrecerle nada a cambio: tan solo necesita arrebatárselo. La operación puede describirse fácilmente desde un punto de vista contable: en un comienzo ( $t=0$ ), el ciudadano tiene una serie de propiedades varias con un valor de mercado de 100 onzas de oro, pero el Estado le ha exigido que dentro de un año ( $t=1$ ) le transfiera la propiedad de algunos de esos activos, por un valor de 10 onzas de oro, de manera que el ciudadano también carga, desde un comienzo, con una obligación tributaria (igual al valor de mercado de las propiedades que tiene que transferirle al Estado: 10 onzas de oro); esa obligación tributaria será, además, simétrica al derecho tributario que el Estado ostentará contra el

ciudadano en  $t=0$ .<sup>1</sup> Pasado un año, el ciudadano le transferirá parte de sus propiedades al Estado para cancelar su obligación tributaria y el Estado reemplazará su derecho tributario por esas propiedades específicas que le ha arrebatado al ciudadano.

**Ciudadano en  $t=0$**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
100 oz. Propiedades varias	Fondos propios 90 oz. Obligación tributaria 10 oz.

**Estado en  $t=0$**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
10 oz. Derecho tributario	Fondos propios 10 oz.

**Ciudadano en  $t=1$**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
90 oz. Propiedades varias	Fondos propios 90 oz. Obligación tributaria 10 oz.

**Estado en  $t=1$**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
10 oz. Propiedades varias 10 oz. Derecho tributario	Fondos propios 10 oz.

Ahora bien, como expone Mosler, el sector público también puede lograr ese mismo objetivo de un modo más indirecto: exigiéndole al ciudadano que le abone sus obligaciones tributarias no en especie (entregándole directamente alguna de sus propiedades), sino en una moneda que solo el Estado pueda crear. Si esa moneda estatal no es pagadera en dinero estaremos ante una

---

<sup>1</sup> Denominamos derecho tributario al derecho que se arroga el Estado para imponer unilateralmente obligaciones pecuniariamente valorables al ciudadano. Denominamos obligación tributaria a la obligación ciudadana de soportar el derecho tributario del Estado. No hay que confundir los términos derecho tributario y obligación tributaria con los muy similares «crédito fiscal» y «deuda fiscal» que empleamos más abajo con otro significado (véase la nota a pie de página siguiente).

«moneda fiat» de origen estatal. En tal caso, el ciudadano se verá forzado a vender parte de sus propiedades a cambio de la moneda fiat que imprima el Estado (pues en caso contrario no podrá satisfacer su obligación tributaria) y, posteriormente, el ciudadano podrá cancelar su obligación tributaria mediante la entrega al Estado de la moneda fiat. En cierto modo, pues, es como si el Estado negociara un pago adelantado de la obligación tributaria: los ciudadanos le venden *voluntariamente* sus bienes al Estado a cambio de disponer de un derecho fiscal frente a éste: derecho fiscal que se halla materializado en la moneda fiat y que consiste en un derecho a cancelar su obligación tributaria en  $t=2$ . Es decir, la moneda fiat es, en realidad, una deuda fiscal del propio Estado ante el ciudadano y un crédito fiscal del ciudadano contra el Estado.<sup>2</sup> Contablemente, podemos representarlo como:

**Ciudadano en  $t=0$**

Activo	Pasivo
100 oz. Propiedades varias	Fondos propios 90 oz. Obligación tributaria 10 oz.

**Estado en  $t=0$ <sup>3</sup>**

Activo	Pasivo
10 oz. Derecho tributario	Fondos propios 10 oz.
10 oz. Moneda fiat (crédito fiscal)	Moneda fiat (deuda fiscal) 10 oz.

<sup>2</sup> Denominamos crédito fiscal al saldo acreedor que posee el ciudadano contra el Estado en virtud de haber adelantado el cumplimiento de sus obligaciones tributarias futuras. Denominamos deuda fiscal al saldo deudor que posee el Estado ante el ciudadano en virtud de haber adelantado el cobro de sus derechos tributarios futuros. El crédito fiscal puede hallarse materializado en un medio de pago no convertible en otro medio de pago, en cuyo caso hablaremos de un crédito fiscal materializado en forma de moneda fiat.

<sup>3</sup> En este asiento, la moneda fiat aparece tanto en el activo como en el pasivo del Estado. Con ello queremos representar el momento en el que la moneda fiat acaba de ser creada por el Estado (por ejemplo, el momento de la impresión de billetes de dólar) pero sin haber sido distribuida todavía entre los ciudadanos: que el Estado posea la moneda fiat equivale a poseer un derecho fiscal contra sí mismo.

**Ciudadano en t=1**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
90 oz. Propiedades varias 10 oz. Moneda fiat (crédito fiscal)	Fondos propios 90 oz. Obligación tributaria 10 oz.

**Estado en t=1**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
10 oz. Derecho tributario 10 oz. Propiedades varias (adquiridas al ciudadano)	Fondos propios 10 oz. Moneda fiat (deuda fiscal) 10 oz.

**Ciudadano en t=2**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
90 oz. Propiedades varias <del>10 oz. Moneda fiat (crédito fiscal)</del>	Fondos propios 90 oz. Obligación tributaria 10 oz.

**Estado en t=2**

<b>Activo</b>	<b>Pasivo</b>
<del>10 oz. Derecho tributario</del> 10 oz. Propiedades varias (adquiridas al ciudadano)	Fondos propios 10 oz. Moneda fiat (deuda fiscal) 10 oz.

La moneda fiat, por consiguiente, es una deuda fiscal que el Estado coloca entre sus ciudadanos; o visto desde la otra perspectiva, es un crédito fiscal que los ciudadanos le conceden al Estado. En este sentido, si el importe de los tributos cobrables a corto plazo (derecho tributario del Estado contra la sociedad) coincide con el de la moneda creada (deuda fiscal del Estado en favor de la sociedad), el proceso será equivalente a si el Estado hubiese recaudado los tributos en especie: en lugar de hacerlo directamente lo hará indirectamente y con una cierta antelación.

Pero el caso en el que el importe de los derechos tributarios coincide con el de las deudas fiscales a corto plazo no es exactamente el que plantea Mosler, ya que, como decimos, sería enteramente equivalente al de cobrar impuestos (toda la moneda fiat impresa sería recaudada en impuestos). El asunto que, en realidad, plantea

el economista de la MMT es otro: ¿puede el Estado aumentar su gasto imprimiendo más moneda fiat sin recaudar a corto plazo la totalidad de esa moneda fiat por la vía de los impuestos (es decir, puede el Estado gastar más monetizando su déficit público)?

Si el Estado crea más moneda fiat de la que pretende recaudar en el corto plazo, habrá ciertas cantidades de esa moneda fiat (de esas deudas fiscales del Estado) que deberán permanecer en el balance de algunos agentes económicos y que, como *toda* deuda, podrán ser objeto del tráfico mercantil (es decir, los agentes económicos podrán comprarlas o venderlas en el mercado secundario). En tal caso, la moneda fiat, como activo financiero que es (crédito fiscal frente al Estado), poseerá un precio de mercado: cuando la unidad de cuenta de un sistema económico sea un dinero externo a la moneda fiat creada por el Estado (tal como hemos supuesto en nuestros ejemplos anteriores en los que asumíamos la vigencia del patrón oro), podremos conocer exactamente cuál el valor de mercado de esa deuda fiscal del Estado simplemente fijándonos en la prima o en el descuento con el que cotice frente a ese dinero externo (un billete estatal que permite saldar impuestos por importe de 100 onzas podría, por ejemplo, intercambiarse por 90 onzas de oro o por 110 onzas de oro); pero cuando la unidad de cuenta que utilicen los agentes económicos sea la propia moneda fiat, es obvio que esa unidad de cuenta no puede cotizar con descuento o con prima con respecto a sí misma: de ahí que sus variaciones de valor se terminen reflejando en el precio del resto de bienes y servicios contra los que se intercambie (por tanto, si la moneda fiat se deprecia, habrá inflación; si se aprecia, habrá deflación).

Hasta aquí, el análisis podría ser relativamente convalidable al que efectúa Mosler, pero las implicaciones son en el fondo muy divergentes. La diferencia esencial es que nuestro análisis pone de manifiesto que el valor de la moneda fiat depende, como el de cualquier otro activo financiero, de su oferta y de su demanda. Mosler centra su análisis en el lado de la oferta de moneda fiat:

en su opinión, si hay inflación será que la cantidad de gasto total supera la producción presente de bienes y servicios, de manera que el Estado deberá reabsorber parte de ese gasto total, ya sea minorando sus desembolsos o aumentando los impuestos; en última instancia, pues, el problema de la inflación para Mosler es uno de cantidad de oferta monetaria con respecto a los bienes contra los que se puede intercambiar. Es decir, Mosler se centra en la oferta monetaria y desatiende por entero la demanda monetaria. El motivo probablemente sea que el economista de la MMT asume que la estabilidad de la demanda monetaria queda salvaguardada por la obligatoriedad del pago de impuestos en moneda fiat. Pero si, como hemos probado, la moneda fiat es una deuda estatal más al mismo nivel que las letras del Tesoro o los bonos del Estado (solo que una deuda *fiscal*), entonces el elemento crucial para determinar su valor será necesariamente su demanda por parte de los agentes económicos: a saber, la cantidad de bienes presentes que los inversores estén dispuestos a entregar para adquirir moneda fiat y mantenerla entre sus saldos de tesorería durante un determinado período de tiempo.

En este sentido, resulta equivocado reputar como estable la demanda de moneda fiat por el mero hecho de que todo agente económico esté obligado a disponer de ella en el momento de pagar sus impuestos: que todo el mundo deba devolverle al Estado unos papelitos que el mismo Estado ha impreso no significa que esos papelitos deban poseer una demanda y un valor estables, sobre todo si se hallan disponibles en cantidades muy superiores a los impuestos exigidos en el corto plazo; a la postre, los agentes siempre cuentan con la opción de minimizar su tenencia de moneda fiat durante el período de tiempo anterior a la amortización de su obligación tributaria, procediendo a adquirir la moneda fiat necesaria justo cuando llegue el momento del pago.

Lo mismo sucede, por cierto, con cualquier otra deuda: el deudor hipotecario no mantiene todo su patrimonio en forma



de depósitos bancarios por el simple hecho de que, durante los próximos 40 años, tenga que utilizar esos depósitos bancarios para amortizar su deuda hipotecaria. La estrategia del deudor hipotecario razonable suele ser la de mantener unos ciertos saldos de tesorería en depósitos bancarios para atender las letras adeudadas a más corto plazo y, paralelamente, destinar el resto de su patrimonio a inversiones de más alto rendimiento.<sup>4</sup>

#### Deudor hipotecario según Mosler

Activo	Pasivo
1.000 oz. Inmueble	Hipoteca 1.000 oz.
950 oz. Depósito bancario	Fondos propios 950 oz.

#### Deudor hipotecario típico

Activo	Pasivo
1.000 oz. Inmueble	Hipoteca 1.000 oz.
500 oz. Fondo de inversión	Fondos propios 950 oz.
400 oz. Deuda pública	
50 oz. Depósito bancario	

<sup>4</sup> De hecho, si la expectativa de los agentes económicos fuera la de que el valor del depósito bancario se fuera a depreciar enormemente frente al resto de bienes o activos de la economía (por ejemplo, si se teme una quiebra del banco en el futuro próximo), el deudor hipotecario ni siquiera mantendría unos pequeños saldos de tesorería en forma de depósitos: adquiriría cualquier otro activo y recompraría los depósitos con descuento en el momento en el que venza la hipoteca. El deudor hipotecario más agresivo incluso incrementaría su endeudamiento con el banco que espera que vaya a quebrar para posteriormente lucrarse recomprando con descuento sus depósitos y amortizando su deuda: una estrategia que equivaldría a tomar posiciones cortas contra los depósitos del banco. Por ejemplo, un agente económico le solicita una hipoteca de un millón de euros a un banco que espera que vaya a quebrar; con esa hipoteca adquiere un inmueble de un millón de euros; posteriormente, cuando se generalizan los temores sobre la quiebra de este banco, el valor de mercado de sus depósitos se deprecia un 60% frente a su valor nominal, por lo que el hipotecado decide vender su inmueble a cambio de un millón de euros en tesorería o en depósitos de otro banco solvente; así, el hipotecado utiliza una parte de ese millón de euros (por ejemplo, 400.000 euros) para adquirir depósitos del banco quebrado por un valor nominal de un millón de euros; finalmente, el hipotecado tan solo necesitará amortizar su hipoteca de un millón de euros con sus recién adquiridos depósitos de un millón de euros en el propio banco quebrado (logrando unas plusvalías de 600.000 euros).

En definitiva, el valor de toda moneda fiat –como el de toda la deuda estatal o el de todo activo financiero– depende en esencia de la intensidad de su demanda sobre su oferta, y la intensidad de esa demanda depende de dos factores: la propensión marginal a ahorrar de los agentes económico y la rentabilidad neta de la propia moneda fiat.

La propensión marginal a ahorrar hace referencia al porcentaje de su renta que los agentes económicos desean conservar en forma de activos financieros. Dado que la moneda fiat es un activo financiero –un crédito fiscal contra el Estado– la propensión marginal a ahorrar será un elemento esencial para determinar su demanda: si el Estado imprime mucha más moneda fiat que la renta que los agentes económicos desean ahorrar, no mantendrán esa moneda fiat recién impresa entre sus saldos de tesorería, sino que procederán a enajenarla (a cambio de bienes de consumo) tan pronto como la reciban y, en tal caso, contribuirán a hacer subir los precios del resto de bienes y servicios (técnicamente diríamos que «la velocidad de circulación» de la moneda fiat aumentaría). Ahora bien, aun cuando el Estado *no* imprima más moneda fiat que aquel porcentaje de la renta que los agentes económicos desean ahorrar, no todo el porcentaje ahorrado de su renta tiene por qué materializarse en un *único* activo financiero (la moneda fiat): para conocer el peso que cada activo financiero exhibirá dentro de su cartera hemos de considerar la rentabilidad neta de cada uno de esos activos.

La rentabilidad neta de un activo financiero hace referencia a la tasa de retorno que espera obtener ese inversor por encima del coste de oportunidad que le representa ese activo financiero (coste de oportunidad que se explica por el aplazamiento del consumo, por la asunción de riesgos y por la pérdida de liquidez derivados de la inversión en el activo financiero). En el caso de la moneda fiat, su tasa de retorno explícita es nula –se trata de una deuda que no abona intereses a su tenedor– si bien su coste de

oportunidad en términos de asunción de riesgos y de pérdida de liquidez también podría ser percibido como nulo por el inversor: de ahí que si un agente económico desea ahorrar una parte de su renta minimizando el deterioro de su liquidez y la asunción de riesgos (técnicamente: si su preferencia por la liquidez y su aversión al riesgo son muy altas), podría terminar ahorrando en forma de moneda fiat pese a su nulo retorno explícito (por ejemplo, porque el retorno del resto de activos no le compensen el coste de oportunidad que esos activos suponen en términos de iliquidez y riesgo).

Pero, para que un inversor que valore la liquidez y la seguridad decida ahorrar en forma de moneda fiat, será necesario que la moneda fiat se comporte como un activo más líquido y seguro que los restantes; de ahí que convenga proceder a analizar los determinantes de la liquidez y el riesgo de la moneda fiat.

Por un lado, la liquidez de un activo financiero se refiere a la capacidad de intercambiarlo sin pérdida de valor en cualquier lugar, en cualquier momento y en cualquier contexto económico: en el caso de la moneda fiat, sin que aumenten los precios de los bienes o activos que desearían adquirirse enajenando la propia moneda fiat. En consecuencia, para que la moneda fiat pueda prestar el servicio de liquidez, será necesario que mantenga su valor y, para ello, la oferta de moneda fiat no deberá exceder su demanda. Si lo hace, la liquidez de la moneda fiat comenzará a deteriorarse, lo que contribuirá a minar todavía más su demanda (pues aumentará el coste de oportunidad de mantener en cartera la moneda fiat debido a su mayor iliquidez).

Por otro lado, el riesgo de un activo financiero depende de la credibilidad de su emisor para honrar los compromisos contenidos en ese activo financiero. Por ejemplo, un banco es creíble con respecto a sus depósitos si se espera que pueda hacer frente a sus desembolsos; una empresa es creíble con respecto a sus bonos corporativos si se espera que pueda pagarlos a vencimiento, etc.

Pero, en el caso de la moneda fiat, no queda claro a qué hace referencia la credibilidad del Estado como deudor. La respuesta más inmediata es que, si la moneda fiat es una deuda estatal, la credibilidad debería depender de la expectativa de que el Estado pague esa deuda. Pero, ¿cómo paga el Estado una deuda «fiscal», esto es, la deuda contenida en las monedas fiat? Pues, como ya hemos visto, permitiéndole a su tenedor cancelar su obligación tributaria futura. Mas lo anterior no nos conduce demasiado lejos: si la unidad de cuenta de las obligaciones tributarias es la moneda fiat, por definición una unidad monetaria de moneda fiat siempre permitirá cancelar una unidad monetaria de obligación tributaria. ¿En qué sentido cabe temer que el Estado no pague una unidad de moneda fiat (dejando de lado el caso en que el Estado la repudie y la deje de aceptar como medio para descargar obligaciones tributarias)?

Para responder a esta última pregunta se hace necesario distinguir entre el valor nominal y el valor real de una deuda: el valor nominal de una deuda hace referencia al número de unidades de cuenta adeudadas; el valor real, en cambio, apela al valor de esas unidades de cuenta adeudadas frente al resto de bienes y servicios. Así, una moneda fiat, como deuda fiscal del Estado que es, jamás puede impagarse en términos nominales: salvo repudio por parte del Estado, una unidad de moneda fiat siempre descargará una unidad de obligación tributaria. Distinto es el caso del valor *real* de la moneda fiat: evidentemente, una unidad de moneda fiat no tiene el mismo valor cuando el monto de las obligaciones tributarias medias de un ciudadano es de 100 dólares que cuando es de 100.000 dólares. En este sentido, dado que el Estado mide su gasto en términos reales y no en términos nominales (desea adquirir a una determinada cantidad real de bienes y servicios), un encarecimiento generalizado de los bienes y servicios frente a la moneda fiat diluirá la capacidad de cada unidad de moneda fiat para saldar unas obligaciones

tributarias nominalmente crecientes. O dicho de otra manera, tal como hemos visto con anterioridad, los bienes y servicios reales de los que se quiere apropiarse el Estado constituyen la obligación tributaria de los ciudadanos; el valor de esa obligación tributaria puede expresarse nominalmente como la cantidad de unidades de moneda fiat que necesita el Estado para adquirir en el mercado los bienes y servicios que desea. De ahí que, si el valor de la obligación tributaria en términos de moneda fiat se incrementa (porque los bienes y servicios de que desea apropiarse el Estado se han encarecido), entonces cada unidad de moneda fiat pase a ser capaz de saldar una menor porción de esa obligación tributaria nominalmente agrandada (aun cuando en términos reales no se haya incrementado) y, por tanto, el valor real del crédito fiscal que representa cada moneda fiat se vea reducido.

Por consiguiente, el valor real de la moneda fiat —al igual que el de cualquier otra deuda— no es independiente del nivel general de precios. Del mismo modo que la inflación diluye el valor real de cualquier deuda, *también* diluye el valor de las deudas fiscales representadas por la moneda fiat, haciendo menos atractiva la demanda (el atesoramiento) de esa moneda fiat. Es en ese sentido en el que puede hablarse de la falta de credibilidad del Estado como deudor: aunque el valor nominal de una unidad de moneda fiat no puede variar, el valor real de los servicios que puede proporcionar (en forma de amortización de obligaciones tributarias) sí puede hacerlo. No olvidemos que la amortización de obligaciones tributarias a través del uso de la moneda fiat era, en el fondo, equivalente a su mucho más directa amortización vía pagos en especie: de esta forma, puede darse la circunstancia de que una determinada cantidad de moneda fiat vaya reemplazando un valor cada vez menor de las propiedades en especie que habrían sido entregadas para saldar la obligación tributaria de manera directa (si es que el precio de mercado de esas propiedades va en aumento). Por consiguiente, cuando el valor real

de los servicios proporcionados por la moneda fiat se reduzca debido a la dilución de su capacidad para amortizar obligaciones tributarias diremos que se está impagando parcialmente la deuda fiscal del Estado representada en la moneda fiat, lo cual afectará a la credibilidad del Estado como deudor, aumentará el riesgo de la moneda fiat y, por tanto, el coste de oportunidad de mantenerla en cartera (repercutiendo, en última instancia, sobre la propia demanda de la moneda fiat).

Por consiguiente, tanto la liquidez como la seguridad de la moneda fiat dependerán de las expectativas sobre la estabilidad de su valor: una elevada inflación esperada provocará que la liquidez de la moneda fiat se deteriore (será menos útil como depósito de valor y como unidad de cuenta) y que su riesgo aumente (su capacidad para saldar obligaciones tributarias se verá mermeda).

En definitiva, la demanda de moneda fiat dependerá de: a) la propensión a ahorrar de los agentes económicos, b) la aversión al riesgo y la preferencia por la liquidez de los ahorradores, c) la capacidad y credibilidad del Estado para estabilizar a corto, medio y largo plazo el valor de la moneda fiat. Así, según los valores que adopten estos parámetros, la demanda de moneda fiat por período de tiempo será más o menos intensa: por ejemplo, en sociedades con baja propensión a ahorrar, la demanda será por definición escasa; en sociedades en plena expansión económica donde todos los activos financieros con rendimientos explícitos proporcionan retornos muy superiores a sus costes de oportunidad, también tenderá a ser muy baja; y allí donde se espere que el Estado se despreocupa por entero del valor de la moneda fiat —altas expectativas de inflación—, también lo será.

En todo caso, más allá de cuál sea en cada momento específico la demanda de moneda fiat por parte de los agentes económicos, sí debería quedar absolutamente claro que esa demanda ni es infinita ni enormemente elástica con respecto a su oferta: un Estado podrá financiar parte de sus gastos vendiendo en el mercado

moneda fiat por encima de aquellas cantidades que los agentes económicos requerirán para atender sus obligaciones tributarias a corto plazo, pero no podrá hacerlo ilimitadamente sin que el valor de la moneda fiat se deteriore y sin que, vía deterioro de las expectativas, la propia demanda de moneda fiat también lo haga.

Por supuesto, el Estado puede desentenderse de esa depreciación del valor de la moneda fiat, pero si lo hace, como decimos, solo logrará que la demanda social de su moneda fiat se reduzca. Y si la demanda de moneda fiat se reduce, la capacidad del Estado para financiarse emitiendo moneda fiat también lo hará (cada unidad de moneda fiat podrá comprar cada vez menos bienes y activos en el mercado). Ante ese escenario, eventualmente todo Estado tendrá que tomar una decisión entre dos alternativas: la primera, tratar de recuperar su credibilidad adoptando una política fiscal y monetaria ortodoxas, basadas en el equilibrio presupuestario y en el compromiso de no monetizar sus déficits futuros (es decir, en el compromiso de no seguir inundando el mercado con unas cantidades de moneda fiat no deseadas por los ahorradores). La estabilización del valor de la moneda fiat puede resultar exitosa pues, aunque el valor de la moneda fiat se haya hundido en el pasado, siempre que se restablezca la expectativa de que no va a seguir deteriorándose en el futuro, los ahorradores pueden volver a demandarla para incorporarla en sus saldos de tesorería: al fin y al cabo, el hecho de que la moneda fiat acumule una depreciación pasada solo significa que hubo pérdidas para sus tenedores pasados (equivale a una quita histórica sobre un bono), pero a partir de ese momento podría volver a convertirse en un buen activo financiero en el que preservar la liquidez de los ahorradores.

La segunda alternativa que posee el Estado es la de seguir imprimiendo moneda fiat con tal de no subir impuestos o de no bajar los gastos. El problema de esta segunda opción es que si el Estado emite nuevas cantidades de moneda que sus ciudadanos no están dispuestos a demandar (es decir, atesorar), los precios

del resto de bienes y activos subirán todavía más y, por tanto, la capacidad del Estado para comprar bienes en el mercado se verá mermada aún en mayor medida. Se trata de un círculo progresivamente vicioso en el que cuanto más moneda fiat imprime el Estado, menor cantidad de bienes y activos es capaz de adquirir. El caso extremo de esta perversa dinámica son las hiperinflaciones: los precios suben mucho más rápido de la velocidad a la que el Estado puede imprimir moneda, de manera que su capacidad real de capacidad real de comprar por la vía de crear más moneda fiat se ve estructuralmente deteriorada.

Evidentemente, muy pocos Estados son tan suicidas como para conducir su moneda fiat hasta el colapso total, por lo que en algún momento terminan estabilizando su valor. De hecho, la política monetaria moderna se articula en torno a un conjunto de reglas monetarias que, con el objetivo de dotar de credibilidad a la moneda fiat y estabilizar su demanda, han restringido sustancialmente la gestión discrecional del Estado para con su moneda fiat. O dicho de otro modo, todo Estado que aspire a estabilizar la demanda y el valor de su divisa fiat ha terminado adquiriendo con los inversores en moneda fiat algún tipo de compromiso conducente a cuidar el valor de esa divisa. La regla básica, no siempre respetada por entero, es que ningún Estado imprimirá moneda fiat para financiar sus déficits presupuestarios, sino que todo gasto público será cubierto o con recaudación fiscal o con emisiones de deuda pública a plazo (emisiones financiadas con el stock presente de moneda fiat y no con la creación de nueva moneda fiat). Otra regla complementaria a la anterior es que, cuando por algún motivo se deba crear nueva moneda fiat, siempre se hará de tal modo que pueda retirarse a corto plazo en caso de necesidad: por ejemplo, creando nueva moneda fiat contra activos de calidad que venzan a corto plazo (paradigmáticamente, la deuda pública a corto plazo). Asimismo, los Estados también habitúan a comprometerse a que las tasas de variación de los



índices generales de precios (como el IPC) no se disparen sostenidamente en el tiempo, prometiendo restringir la oferta futura de moneda fiat cuando esos índices sobrepasen sostenidamente el nivel comprometido. De todo ello se desprende que solo en medio de circunstancias excepcionales en las que la demanda de moneda fiat sea muy intensa debido al generalizado deseo de liquidez —como sucede durante las depresiones económicas—, los Estados podrán saltarse parcial y temporalmente algunas de esas reglas sin que se hunda la demanda y el valor de la moneda fiat (si bien, como veremos en los próximos capítulos, existen otras razones de peso para que, en tales contextos, no sea conveniente adoptar tales cursos de acción).

El economista Hyman Minsky, una referencia intelectual entre los neochartalistas —fue director de la tesis doctoral de uno de sus pensadores más destacados, Randall Wray—, era muy consciente de la imperiosa necesidad de equilibrar el presupuesto público a largo plazo si se pretendía evitar un incremento de los tipos de interés y un aumento generalizado de precios que, de facto, dificultara la financiación del sector público en términos reales: «Un Estado puede incurrir en déficit durante una recesión sin que su solvencia se deteriore, siempre que su sistema impositivo y de gasto sea capaz de generar un superávit bajo circunstancias razonables y alcanzables. La deuda pública no tiene nada de especial, y es perfectamente posible que se dé una huida generalizada de una determinada deuda pública. En el caso de que la fuga se produzca entre los tenedores extranjeros de deuda pública, las repercusiones se dejarán sentir en los tipos de cambio; en el caso de que la fuga se produzca entre los tenedores domésticos, las repercusiones se traducirán en inflación y en la necesidad de abonar tipos de interés más altos por la deuda. Si en estas circunstancias, el banco central monetizara la deuda pública con tal de mantener su precio nominal, se produciría una fuga de los pasivos del banco central y de los bancos comerciales. Del

mismo modo que las deudas de empresas privadas deben ser convalidadas por sus beneficios, las deudas bancarias deben serlo por el rendimiento de sus activos y las deudas exteriores por superávits exteriores, la deuda pública debe ser convalidada por un exceso de ingresos sobre gastos (...) Para que la deuda pública siga siendo aceptada por el público, los programas de recaudación y de gasto deben exhibir un superávit a lo largo del ciclo económico» (Minsky 1986).

Por consiguiente, el primero de los mitos que denuncia Mosler no es ningún mito: no es cierto que los Estados modernos puedan gastar sin recaudar impuestos y sin endeudarse. Cuando el Estado emite moneda fiat se está endeudando fiscalmente y su capacidad de incrementar ese endeudamiento fiscal *no* es ilimitada: todo incremento de la deuda, sea ésta estatal o no estatal, se halla restringido por la propensión a ahorrar de los acreedores y por su rentabilidad neta frente al resto de activos. Si la oferta de moneda fiat por parte del Estado sobrepasa su demanda por parte de sus usuarios, la inflación se desatará y el poder adquisitivo de la moneda fiat se reducirá, de modo que, aun cuando el Estado acepte socavar la credibilidad de la moneda fiat con tal de seguir gastando, su capacidad *real* de gasto seguirá sin ser ilimitada. Aquellos Estados que han visto cómo el valor de sus monedas fiat se descontrolaba son bien conscientes de que no pueden gastar sin límites por mucha divisa nueva que sean capaces de imprimir.