

Teoría Monetaria Moderna: Cuentos con Moraleja de América Latina

Sebastian Edwards

Cato Journal, Fall 2019

<https://www.cato.org/publications/cato-journal/modern-monetary-theory-cautionary-tales-latin-america>

Traducción: Enrique A. Bour

Durante los últimos años ha surgido una idea aparentemente nueva y revolucionaria en círculos de política económica en los Estados Unidos: la "Teoría Monetaria Moderna" (MMT). El principio central de esta visión es que es posible utilizar una política monetaria expansiva -creación de dinero por el banco central (es decir, la Reserva Federal)- para financiar grandes déficits fiscales, y crear un programa de "garantía de empleo" que asegure pleno empleo y buenos puestos de trabajo para todos.¹ Esta visión está relacionada con la idea de "finanzas funcionales" de Abba Lerner (1943), y se ha hecho muy popular en las esferas progresistas. Según los partidarios de la MMT, esta política no provocaría el desplazamiento de la inversión privada, ni generaría una crisis de deuda pública o brotes de inflación.²

MMT va en contra de la sabiduría recibida entre los economistas, y ha sido resistida tanto por keynesianos como por monetaristas. Respetados e influyentes académicos como Paul Krugman, Kenneth Rogoff y Larry Summers, entre otros, han declarado que MMT tiene poco sentido. Krugman (2019b) ha escrito que los principios que sustenta MMT son "indefendibles" y que los argumentos de sus partidarios son "sofisterías". Según Rogoff (2019), MMT es "sin sentido" basada "en algunos conceptos erróneos fundamentales". Y Summers (2019) ha afirmado que abrazar "la teoría monetaria moderna es una receta para el desastre".

Los partidarios de MMT han respondido diciendo que sus críticos no entienden realmente cómo funcionan las economías monetarias modernas. Según ellos, en los países con moneda propia, los gobiernos no enfrentan una restricción presupuestaria dura; el gobierno siempre puede imprimir dinero adicional para pagar gastos más

¹ Ver Wray (2015) para más detalles. El término "moderno" se supone que es una broma personal, y se refiere a una declaración hecha por Keynes en *A Treatise on Money* (1930: 4), donde dice que, durante al menos 4.000 años, el dinero ha sido la creación del estado. El dinero es todo lo que el estado acepta en pago de impuestos (ver Knapp [1904] 1924).

² Véanse, por ejemplo, Forstater y Mosler (2005), Tymoigne y Wray (2013, 2015) y Wray (2015) y la literatura citada en ellos. Scott Sumner ha discutido a fondo la MMT en su blog. Ver Sumner y Horan (2019).

elevados.³ Según Stephanie Kelton (2019), "El presupuesto del gobierno no es como un presupuesto doméstico porque el gobierno imprime su propio dinero". En una línea similar, Forstater y Mosler (2005) han argumentado que en un sistema de "dinero fiduciario" la tasa de interés natural es cero; el cometido de la autoridad monetaria es llevar la tasa real a cero, mediante la compra de títulos del gobierno. Si las tasas de interés de equilibrio a largo plazo son iguales a cero, entonces $r < g$ en las economías en crecimiento -es decir, la tasa de interés es inferior a la tasa de crecimiento del PIB- y no habrá una explosión de deuda pública.⁴

Los partidarios de MMT han argumentado que, para que estas políticas funcionen, el país en cuestión no necesita tener una "moneda convertible"; todo lo que se requiere es dinero fiduciario soberano que los agentes económicos tengan que utilizar para pagar impuestos. Así pues, la MMT seguiría surtiendo efecto en países emergentes con moneda propia, incluso en muchas de las naciones de Asia y América Latina. Wray (2015: 127-28) señala esto explícitamente, cuando escribe:

Los Estados Unidos (y otras naciones desarrolladas en diversos grados) son especiales, pero no todo es irremediable para las naciones que sean "menos especiales". En la medida que la población nacional deba pagar impuestos y otras obligaciones en moneda del gobierno, éste podrá gastar su propia moneda en circulación. Y cuando la demanda extranjera de activos en moneda nacional es limitada, sigue existiendo la posibilidad de que el gobierno pida prestado en moneda extranjera para promover un desarrollo económico que aumente la capacidad de exportación.

Los partidarios de la MMT también han planteado que sus políticas funcionarían mejor en países que no tengan un tipo de cambio fijo (Wray 2015: 124-29).

Los esfuerzos para evaluar los méritos de la MMT se han topado con dos tipos de dificultades. En primer lugar, no hay una descripción unificada y generalmente aceptada de cómo se supone que funciona el modelo MMT en detalle. Esto no se debe a la falta de publicaciones. De hecho, los MMT son autores prolíficos, y han publicado un gran número de artículos, folletos y libros, incluyendo algunos primers. Sin embargo, estos trabajos contienen muy pocas ecuaciones o diagramas (si es que los hay); los autores de MMT generalmente han evitado el lenguaje que, para bien o para mal, se ha vuelto dominante en las conversaciones académicas entre economistas profesionales.⁵ Al hacer esto, los MMT se han dejado llevar por la crítica de que sus puntos de vista y modelos carecen de claridad. Según Paul Krugman (2019a), los partidarios de MMT "tienden a no ser claros sobre cuáles son exactamente sus diferencias con las

³ MMT también ha sido llamada "Neo-Chartalismo". El término "Chartalismo" fue introducido por el economista alemán G. F. Knapp en 1905 para referirse a una teoría en la que el valor del dinero no está ligado al valor de una mercancía, como el oro. Es interesante notar que Schumpeter (1954: 288) escribió el término como "Cartalismo".

⁴ Para una visión escéptica ver, por ejemplo, Sumner y Horan (2019).

⁵ Véanse, por ejemplo, Forstater y Mosler (2005), Tymoigne y Wray (2013) y Wray (2015, 2018) y la literatura citada en ellos.

opiniones convencionales, y también tienen el fuerte hábito de descartar de plano cualquier intento de dar sentido a lo que están diciendo".

Una segunda dificultad para evaluar la MMT es que sus partidarios han ofrecido muy pocas pruebas empíricas sobre cómo funcionaría la política, especialmente a mediano y largo plazo.⁶ Aunque algunos autores han argumentado que durante el último decenio aproximadamente Japón ha aportado pruebas de que el enfoque funciona, la mayoría de los críticos -incluido el gobernador del Banco del Japón, Haruhiko Kuroda- no están de acuerdo con esa afirmación (Reynolds y Nobuhiro 2019). Al examinar la aplicabilidad de MMT a los Estados Unidos, Irwin (2019) ha sostenido que es importante que las políticas se apliquen por primera vez en un país pequeño, a modo de experimento. Escribió:

Sería bueno tener alguna prueba conceptual antes de que se ponga en marcha en la economía más grande del mundo, también sede de la moneda de reserva mundial... Sería realmente fascinante ver a un pequeño país - con su propia moneda - gobernarse a sí mismo de acuerdo a los principios de la teoría [MMT]... Si esos países pequeños pueden resolver los problemas de gobierno económico en un mundo MMT, y lograr un nivel de vida más alto, ¿tal vez entonces escalar a un país de tamaño medio?

Resulta que MMT - o alguna versión de ella - ha sido probada en varios países emergentes. Aunque la mayoría de los casos han tenido lugar en América Latina, también ha habido episodios en otras partes del mundo, como en Turquía e Israel. También se intentaron políticas del tipo MMT en Francia durante la presidencia de Mitterrand. Casi todos los experimentos de América Latina con grandes expansiones fiscales financiadas por bancos centrales tuvieron lugar bajo regímenes populistas, y todos ellos terminaron mal, con una inflación galopante, enormes devaluaciones de la moneda y precipitados descensos de los salarios reales. En la mayoría de estos episodios -Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Ecuador, Nicaragua, Perú y Venezuela- los responsables de la formulación de políticas utilizaron argumentos similares a los de la MMT para justificar el uso extensivo de creación de dinero para financiar aumentos muy grandes del gasto público.⁷

En este artículo, analizo algunos de los episodios de América Latina con políticas relacionadas con la MMT y muestro que todos estos casos terminaron en grandes desastres macroeconómicos. El análisis utiliza el marco desarrollado por Dornbusch y Edwards (1990, 1991) para estudiar el populismo macroeconómico. El resto del artículo está organizado de la siguiente manera: Primero, presento los principios básicos del populismo latinoamericano y los comparo con la MMT. Luego, analizo tres episodios específicos de América Latina con grandes expansiones fiscales financiadas por los

⁶ Parece haber acuerdo en que a corto plazo, y en circunstancias especiales, como una grave crisis similar a la desencadenada por el colapso de las hipotecas de alto riesgo, tendría sentido una política a corto plazo basada en compras masivas de papel gubernamental por parte del banco central.

⁷ Para análisis de las experiencias populistas en América Latina, véase, por ejemplo, Dornbusch y Edwards (1991) y Edwards (2010).

bancos centrales: Chile durante el experimento socialista del presidente Salvador Allende (1970-73), Perú durante la primera presidencia de Alan García (1985-90), y Venezuela bajo Hugo Chávez y Nicolás Maduro (1998-presente). Estos son los "cuentos con moraleja" a los que se refiere el título de este artículo. Por último, presento algunas observaciones finales, incluido un breve examen de los puntos más débiles de la MMT.

Populismo Latinoamericano

El populismo macroeconómico suele definirse como un conjunto de políticas destinadas a redistribuir ingresos mediante la aplicación de elevados déficits fiscales, financiados mediante una política monetaria expansiva.⁸

Edwin Williamson (1992: 347), definió el populismo como "el fenómeno en el que un político trata de ganar el poder cortejando la popularidad de las masas con promesas arrolladoras de beneficios y concesiones a las clases bajas". El politólogo Michael L. Conniff (1982: 82) señaló que "los programas populistas frecuentemente se superponen con los del socialismo". Más recientemente, Acemoglu, Egorov y Sonin (2013: 771) afirmaron que los políticos populistas "usan una retórica que defiende agresivamente los intereses del hombre común contra la élite privilegiada". Eichengreen (2018: 1) escribió que el populismo es un "movimiento político con tendencias anti-elitistas, autoritarias y nativistas". Algunas partes de esta sección se basan en Edwards (2019).

La mecánica del populismo latinoamericano y la MMT

En el lenguaje de la macroeconomía de los libros de texto, se trata de políticas en las que el gobierno cambia simultáneamente, y de manera significativa, las curvas IS y LM.⁹ En todas las experiencias latinoamericanas con políticas populistas, el gobierno concedió aumentos salariales -tanto en el sector público como en los salarios mínimos- que excedían significativamente lo que se justificaba por mejoras en productividad. Al igual que los MMT, los políticos populistas presentan la heterodoxia como la solución a los males de la nación y, en particular, al sufrimiento de las clases medias y bajas.¹⁰

⁸ Edwin Williamson (1992: 347), definió al populismo como "el fenómeno en el que un político trata de ganar el poder cortejando la popularidad de masas con promesas arrolladoras de beneficios y concesiones a las clases bajas". El politólogo Michael L. Conniff (1982: 82) señaló que "los programas populistas frecuentemente se superponen con los del socialismo". Más recientemente, Acemoglu, Egorov y Sonin (2013: 771) afirmaron que los políticos populistas "usan una retórica que defiende agresivamente los intereses del hombre común contra la élite privilegiada". Eichengreen (2018: 1) escribió que el populismo es un "movimiento político con tendencias anti-elitistas, autoritarias y nativistas". Algunas partes de esta sección se basan en Edwards (2019).

⁹ Frenkel (2006) analiza una política monetaria heterodoxa orientada a maximizar el empleo. Presenta su propuesta como alternativa a las políticas ortodoxas de metas de inflación.

¹⁰ En Dornbusch y Edwards (1991) se presentan estudios de casos de Argentina, Chile, Perú, Colombia, Brasil y Nicaragua.

Para los populistas, una de las características de las economías capitalistas es la existencia de una importante capacidad ociosa. Así pues, en su opinión, los grandes y persistentes déficits fiscales financiados mediante la creación de dinero no dan lugar a graves desequilibrios, una elevada inflación y, en última instancia, a crisis. Para los populistas ocurre lo contrario: los grandes déficits fiscales amplían la demanda y fomentan la producción, lo que permite a las empresas explotar las economías de escala y utilizar plenamente los recursos. Para ellos, la combinación de grandes déficits con políticas redistributivas da lugar a una disminución de la inflación. Los populistas tienden a descartar posibles colapsos de la demanda de dinero nacional y aumentos de la velocidad de circulación; en esto, su perspectiva es, una vez más, muy similar a la de los partidarios de la MMT.¹¹

Estas opiniones están claramente plasmadas en la siguiente cita de Daniel Carbonetto (1987: 82), el economista que estuvo detrás de las políticas populistas de Alan García en el Perú en la segunda mitad de la década de 1980: "Si hubiera que resumir la estrategia adoptada por el gobierno desde agosto de 1985 en dos palabras, son control (lo que significa control de precios y costos) y gasto, transfiriendo recursos a los pobres para que aumenten su consumo". Carbonetto (1987: 83) agregó entonces que había que ignorar las restricciones presupuestarias: "Es necesario gastar, incluso a costa de un gran déficit fiscal, porque cuando este déficit transfiere recursos públicos para aumentar el consumo de los más pobres, éstos demandan más bienes y esto provocará una reducción de los costos unitarios. Por lo tanto, el déficit no es inflacionario".

Esta declaración es muy similar a lo que Stephanie Kelton, una de las más prominentes partidarias de la MMT, declaró: "El presupuesto del gobierno no es como un presupuesto familiar porque el gobierno imprime su propio dinero" (Walsh 2018). También es similar a lo que Wray (2015: 104) escribe en su manual sobre la MMT: " Los siguientes enunciados no se aplican a un gobierno emisor de moneda soberana... Los gobiernos tienen una restricción presupuestaria... Los déficits gubernamentales hacen subir las tasas de interés, desplazan al sector privado y provocan inflación".

Además de rechazar el equilibrio fiscal y una política monetaria sensata, los populistas latinoamericanos rechazan los mercados, la competencia y la globalización. Creen en el control de precios y de cambios, en salarios mínimos elevados, en aranceles de importación elevados y en grandes subsidios, sobre todo para los alimentos y el transporte público. Apoyan las empresas estatales y favorecen la nacionalización de grandes multinacionales (a menudo asociadas a recursos naturales, como el petróleo y la minería). En algunos casos, los populistas latinoamericanos han tomado prestado de la ideología marxista, como fue el caso del programa "socialismo del siglo XXI" de Hugo Chávez.¹²

¹¹ Véase el capítulo 8 en Edwards (2010).

¹² Muchos de sus puntos de vista son asociados con el tradicional "enfoque estructuralista" del desarrollo económico, propugnado por pensadores como Raúl Prebisch.

Sin embargo, sería un error creer que a los populistas "les gusta" o "favorecen" la inflación. No lo hacen. De hecho, antes de tomar el poder, los políticos populistas suelen declarar que uno de sus objetivos fundamentales es reducir o eliminar la inflación. Declaran que el aumento de precios beneficia a grandes empresas monopolísticas y perjudica a la clase obrera. Por ejemplo, en Chile, la plataforma electoral de la Unidad Popular de 1970 declaró que un objetivo principal del "gobierno popular" era lograr la "estabilidad de los precios".¹³ En un discurso tras otro, el Presidente Salvador Allende señaló que los controles de precios desempeñarían un papel clave para derrotar la inflación.¹⁴ A pesar de que la cantidad de dinero aumentó en un 124 por ciento durante su primer año en el cargo, no lo consideró un problema. Por el contrario, para él la expansión monetaria jugó un papel clave para ayudar a financiar el avance de Chile hacia el socialismo.¹⁵ Los partidarios de la MMT también afirman que uno de sus principales objetivos es lograr la estabilidad de precios. Según Wray (2015: 244), "Los MMT temen la inflación... De hecho, la estabilidad de precios siempre ha sido una de las dos tareas clave del [enfoque de la MMT]".

En resumen, hay una serie de coincidencias entre las recomendaciones de política (y las acciones) de los populistas latinoamericanos y los partidarios de la MMT. Para organizar mejor el debate, en la Tabla 1 se presenta una comparación sistemática de ambas perspectivas sobre una serie de políticas clave.

TABLA 1
POPULISMO LATINOAMERICANO Y MMT:
Una Comparación Esquemática

	Populismo Latinoamericano	Teoría Monetaria Moderna
Política Monetaria/ Banco Central	<p>La política monetaria debe promover el crecimiento mediante créditos al gobierno y a las empresas estatales (EE).</p> <p>El Banco Central no debe ser independiente. El BC tiene un triple mandato: estabilidad, empleo y desarrollo social.</p> <p>Debería haber una amplia red de bancos estatales que financien proyectos de infraestructura y EEs.</p>	<p>El Banco Central debe financiar al gobierno acreditando la cuenta del Tesoro en el BC.</p> <p>Proyectos de infraestructura y altos salarios del sector público financiados por BC.</p> <p>El banco central responde al poder político; no es independiente. Ayuda a financiar programas de 'garantía de empleo'. La política monetaria debe ser "funcional", en el sentido de que debe ayudar a lograr el pleno empleo.</p>

¹³ Ver www.abacq.net/imagineria/frame5b.htm#05.

¹⁴ Abba Lerner, uno de los inspiradores de los MMT, argumentaba que la forma más eficiente de hacer frente a las presiones inflacionistas era el uso de controles de precios.

¹⁵ Ver los diferentes discursos sobre la economía en Allende (1989).

Política fiscal; deuda del sector público

El déficit no es inflacionario; la mayoría de las veces reduce las presiones de los precios al permitir economías de escala.

El gobierno no tiene una restricción presupuestaria dura; un gasto mayor puede ser financiado por el BC.

Los límites de deuda pública son artificiales; la deuda siempre puede ser pagada por el BC.

Los países soberanos pueden verse obligados a incumplir su deuda en moneda extranjera. Esto, sin embargo, es mucho menos costoso de lo que los economistas de ortodoxos creen. Muchas veces la deuda soberana es ilegítima, y es ético no pagarla.

El gobierno no tiene restricciones duras; gastos más elevados pueden ser financiados por el banco central.

Los límites de deuda pública son artificiales; la deuda siempre puede ser pagada con creación de dinero.

No hay conexión discernible, o fuerte, entre la deuda del sector público y las tasas de interés (no hay prima de riesgo de default).

Los países soberanos nunca incumplen su deuda. Siempre pueden pagar emitiendo más moneda doméstica.

Tasas de interés

Las tasas de interés deben ser determinadas por el gobierno (BC) para fomentar la inversión. Una tasa de interés real negativa no es un problema; de hecho, se la fomenta.

Las tasas de interés deben ser diferentes para los distintos sectores.

El banco central tiene la capacidad de determinar las tasas de interés; éstas deben ser bajas, próximas a la tasa natural, que es cero.

No hay realimentación de inflación a tasa de interés (no hay ecuación de Fisher).

Demanda de Dinero Doméstico; Velocidad

Los populistas no reconocen que la demanda de moneda nacional pueda colapsar si la inflación es muy alta. Ningún rol de los aumentos de velocidad.

No se reconoce que si la inflación aumenta la velocidad del dinero subirá, ejerciendo una presión adicional sobre los precios.

Inflación / Control de precios

La inflación perjudica a los asalariados y a las clases bajas. Debe ser controlada.

La inflación suele ser resultado de estrangulamientos estructurales y prácticas monopolísticas. Sólo hay una relación muy tenue entre política monetaria e inflación.

Los controles administrativos de precios juegan un muy importante rol en mantener la inflación baja.

La baja inflación es uno de los objetivos más importantes de la política.

La inflación no se deriva de una política monetaria expansiva. Se pueden utilizar controles si la inflación es demasiado alta. Si hay un estallido de inflación, debe ser tratado mediante una política fiscal.

No existe un concepto como el "impuesto inflacionario".

Tipo de Cambio fijo / Transmisión

Las divisas son escasas y hay que racionarlas.
 La asignación de divisas debe ser hecha por el gobierno.
 Es preferible un régimen de tipo de cambio deslizando o administrado.
 No existe una relación estricta entre inflación interna y tasa de depreciación.

La MMT es más apropiada en países que no tienen un tipo de cambio fijo.
 No hay conexión directa entre expansión monetaria interna y depreciación de la moneda.
 No tiene un rol central el "traspaso" de tipo de cambio a inflación interna.
 Mayormente, un modelo de economía cerrada; no hay que preocuparse por las cuestiones planteadas, entre otros, por Robert Mundell.

Salarios

Salarios más altos ayudan a la economía al dinamizar la demanda agregada.
 Una de las primeras medidas políticas del nuevo gobierno progresista es aumentar los salarios mínimos, y los salarios del sector público.
 No tiene por qué haber una estrecha conexión entre productividad y salarios.

Un objetivo central de la política debería ser proporcionar un salario digno a todos los que quieran trabajar.
 El programa de "garantía de puestos de trabajo" es la principal prioridad política de la MMT.

Restricciones de Oferta

Las economías capitalistas se caracterizan por un amplio margen (capacidad no utilizada) para ampliar la producción.
 La utilización de la capacidad debería ampliarse en gran medida mediante políticas expansivas de demanda agregada financiadas por el banco central.

Lo que importa son los "recursos". Mientras haya recursos disponibles, no hay razón para preocuparse por restricciones de oferta.

Empresas de Propiedad Estatal (EE)

Las EE juegan una función muy importante en la estrategia de desarrollo.
 Las multinacionales de recursos naturales suelen ser nacionalizadas.

Las EE no juegan ningún rol en el programa económico de los MMT.

FUENTE: Información extraída de diferentes escritos discutidos en el cuerpo de este artículo.

Cuatro Fases del Populismo Latinoamericano

La mayoría de los experimentos populistas macroeconómicos pasan por cuatro fases distintas que van desde la euforia hasta el colapso. La duración del ciclo depende de una serie de factores, entre ellos la evolución de los términos de intercambio, las instituciones políticas, la disponibilidad de financiación extranjera por parte de naciones amigas y el grado de represión política.¹⁶ En muchos casos, el FMI ha sido llamado a poner orden en la economía. En todos los casos, el FMI impuso un programa de ajuste "basado en la austeridad", que exacerbó el sentimiento de frustración entre los ciudadanos del país y, en particular, entre las clases media y baja. Aunque la distribución estructuralmente desigual del ingreso no es un requisito para el surgimiento del populismo, la retórica populista es más atractiva en países con importantes disparidades de ingresos, o en países donde la desigualdad ha aumentado en el pasado inmediato (Edwards 2010: cap. 1).

Dornbusch y Edwards (1991) identifican las siguientes cuatro fases del populismo.

Fase 1. Se ponen en marcha políticas muy similares a las adoptadas por la MMT. Los gastos gubernamentales aumentan rápidamente y se realizan transferencias masivas de ingresos. Se suben los salarios del sector público y los salarios mínimos, y se promulgan grandes proyectos de inversión en el sector público. Estas políticas son financiadas por una combinación de dinero fácil que fluye desde el banco central, y recursos extranjeros que provienen de las reservas internacionales del país. Durante esta fase temprana el crecimiento y los salarios aumentan, y las opiniones populistas parecen ser reivindicadas. El líder populista señala repetidamente que la economía ortodoxa y sus partidarios están equivocados.

Fase 2. Las consecuencias de las políticas heterodoxas excesivamente expansivas comienzan a aparecer, y aparecen cuellos de botella y desequilibrios. Las divisas se vuelven escasas y hay una presión significativa para que la moneda se deprecie rápidamente. Se introducen controles de cambio - Francia bajo Mitterrand, en 1984, es un buen ejemplo de esta evolución desde fuera de América Latina. En algunos casos, se aplican impuestos a las exportaciones tradicionales. A pesar de estas medidas, los precios siguen subiendo. La respuesta populista es decretar controles de precios generalizados. Los sindicatos piden salarios más altos y se adoptan prácticas de indexación. El banco central sigue prestando grandes cantidades al sector público, ayudando a mantener el experimento. La economía entra en una espiral inflacionaria. Aparece un mercado negro para artículos de primera necesidad, y un mercado paralelo de divisas.

Fase 3. Hay una profundización de los desequilibrios y la inflación se acelera, generalmente moviéndose al terreno de tres o cuatro dígitos. La "dominancia fiscal" se hace más aguda, ya que el banco central sigue financiando al gobierno. La frecuencia

¹⁶ En Dornbusch y Edwards (1990) se presenta un modelo formal que capta estos ciclos. Acemoglu, Egorov y Sonin (2013) desarrollan un modelo más general que genera este tipo de dinámica populista.

de los ajustes de precios, a través de la indexación, aumenta, primero a intervalos trimestrales y luego mensuales. La indización generalizada tiende a empeorar las cuentas fiscales a través del efecto llamado de Olivera-Tanzi. Los gastos del gobierno aumentan según la fórmula de la indexación, mientras que los ingresos fiscales se recaudan en función de las cifras de ingresos atrasados. Los consumidores se deshacen del dinero nacional y las divisas se convierten en el medio de cambio. Sin embargo, como el gobierno exige que los impuestos sean pagados en moneda nacional, los dineros locales (pesos, soles, escudos, bolívares y córdobas) no desaparecen por completo. La demanda de dinero nacional, sin embargo, cae muy rápidamente, y la velocidad de circulación aumenta significativamente. La disparidad entre la inflación (muy elevada) y los tipos de cambio (que se deprecian más lentamente) intensifica el alcance de la sobrevaloración del tipo de cambio real.¹⁷

Fase 4. El régimen populista es finalmente reemplazado. El nuevo gobierno post-populista se enfrenta a una economía muy frágil y a menudo un desastre. La inflación suele ser (muy) alta, las reservas internacionales son inexistentes, las exportaciones están en su mínimo histórico, la deuda pública está en mora y la economía real está repleta de distorsiones. Cuando el nuevo gobierno llega al poder, los ingresos y los salarios reales suelen estar por debajo de lo que estaban al principio del experimento.

Tres Episodios Populistas en América Latina: Lecciones para Defensores de la MMT

En esta sección analizo tres de los episodios populistas más conocidos de América Latina: Chile durante el experimento socialista de Salvador Allende de 1970 a 1973, Perú durante el primer gobierno de Alan García (1985-90), y Venezuela durante los gobiernos de Hugo Chávez y Nicolás Maduro (1998-presente). Aunque cada uno de estos casos es único, los tres comparten el patrón populista que se ha mencionado anteriormente y siguieron políticas similares a las adoptadas por la MMT. Además, los tres terminaron en crisis importantes. El caso de Chile es posiblemente el más dramático, ya que el experimento con las políticas populistas-socialistas del Presidente Salvador Allende terminó en un violento golpe de Estado que fue seguido de una dictadura de 17 años. En Chile, la inflación superó el 500 por ciento en 1973. Tanto en Perú como en Venezuela, las expansiones fiscales financiadas por el banco central terminaron en hiperinflación. En Perú la tasa de inflación alcanzó un máximo de casi 8.000 por ciento, y el Fondo Monetario Internacional ha pronosticado que la inflación en Venezuela será de casi un millón por ciento a fines de 2019.¹⁸

Los tres países estudiados en esta sección tenían una moneda soberana y, por lo tanto, podían seguir (y así lo hicieron) el tipo de políticas recomendadas por los economistas

¹⁷ En algunos casos, como el de Venezuela bajo Nicolás Maduro, las condiciones económicas se vuelven tan sombrías que la población queda subalimentada y la emigración aumenta considerablemente. Rodríguez (2008).

¹⁸ En Edwards (2010), hablo de Chile, Argentina y Venezuela. Para Perú, ver Dornbusch y Edwards (1990) y Lago (1991). Para Chile, véase también Edwards y Edwards (1991).

de la MMT. Además, en todos los casos el tipo de cambio no estaba estrictamente fijado; el precio de la moneda extranjera se ajustaba frecuentemente (en algunos casos diariamente) mediante un régimen de tipo de cambio deslizante o un sistema de "flotación sucia".¹⁹ En cada uno de los episodios, se establecieron finalmente controles cambiarios de uno u otro tipo en un esfuerzo por frenar la depreciación de la moneda (Edwards 2010).

Comienzo el debate presentando datos sobre crecimiento económico. Luego discuto la expansión de los gastos del sector público financiados mediante la creación de dinero del banco central, y los consiguientes estallidos de inflación. La sección termina con un análisis de la evolución de las condiciones sociales. Demuestro que en los tres casos, cuando el régimen populista fue reemplazado, los salarios reales eran más bajos que cuando el líder populista tomó el poder.

Fases de Crecimiento y Populismo

En las Figuras 1-3, presento datos sobre el crecimiento del PIB para los tres episodios. Hay dos líneas verticales discontinuas en estos gráficos. La primera corresponde al año inicial del episodio populista; la segunda se refiere al primer año del régimen pospopulista. Las similitudes entre los casos son bastante notables; las diferentes fases de los experimentos populistas son fáciles de detectar en cada una de estas figuras.

- En los tres episodios se puede observar que las condiciones iniciales se caracterizan por un crecimiento muy bajo o negativo. Como se ha señalado, estas circunstancias deprimentes dan al líder populista la oportunidad de presentar su programa nacionalista, antiglobalización y antielitista, y de llegar al poder. En Chile, el crecimiento en 1970 fue del 2%, lo que significa que el crecimiento per cápita fue ligeramente negativo.²⁰ En Perú, existía un programa del FMI en el momento en que Alan García asumió el poder. Las condiciones económicas también se vieron afectadas negativamente por el fenómeno climático de El Niño, que provocó algunas de las peores inundaciones de la historia del país.²¹ En Venezuela, el crecimiento fue negativo el año en que Chávez ganó las elecciones. Las deprimidas condiciones iniciales de Venezuela fueron resultado de una sucesión de fallidos programas de ajuste -algunos apoyados por el FMI- y una disminución del precio del petróleo. Los recuerdos de la represión y las muertes durante las manifestaciones y disturbios del Caracazo también contribuyeron al apoyo a Hugo Chávez y su programa (Edwards 2010).

¹⁹ Wray (2015) ha declarado que las políticas de la MMT funcionan mejor si el banco central no se compromete firmemente a intercambiar el dinero soberano por una mercancía (oro) u otra moneda.

²⁰ Como se verá más adelante, en 1970 la inflación en Chile era de un muy alto 35 por ciento. Este fue un componente importante de la sensación de crisis en el país. De hecho, como se mencionó anteriormente, lograr la estabilidad de los precios era uno de los objetivos más importantes del Presidente Allende. Ver Edwards y Edwards (1991).

²¹ Alan García se convirtió en Presidente en julio de 1985. Un año antes Perú firmó un programa del FMI, por 104 millones de DEG. Perú dejó de hacer pagos al FMI en 1987. Venezuela obtuvo el apoyo del FMI en 1996 (300 millones de DEG), bajo la presidencia de Rafael Caldera, predecesor de Hugo Chávez.

Figura 1
Crecimiento del PIB real, Chile, 1968-76



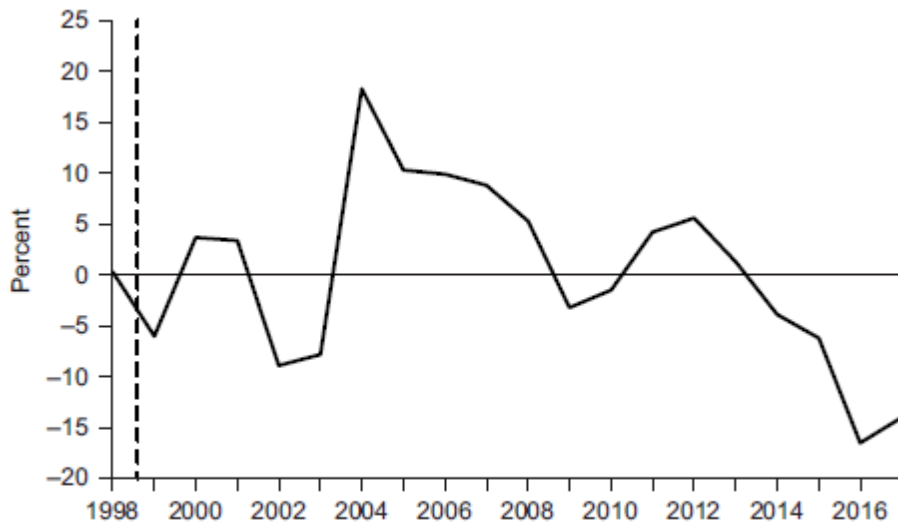
SOURCE: Banco Central de Chile.

Figura 2
Crecimiento del PIB real, Perú, 1983-92



SOURCE: International Monetary Fund.

Figura 3
Crecimiento del PIB real, Venezuela, 1998-2017



SOURCE: International Monetary Fund.

- Eventualmente, en cada uno de los tres países, llega el día del juicio final, y la Fase 3, con el colapso del crecimiento, se hace realidad. Como se puede ver, en Chile hubo un crecimiento negativo en 1972, el segundo año del gobierno de Allende. En Perú el crecimiento fue negativo en un 9% en 1989, hacia el final de la presidencia de Alan García. En Venezuela la economía se derrumbó en 2014. Durante la fase 4, el nuevo gobierno pospopulista tuvo que poner en marcha políticas para reducir la inflación y relanzar el crecimiento.

Política Monetaria, Desequilibrios Fiscales e Inflación

Como se ha señalado, en todos esos episodios se produjeron expansiones fiscales masivas financiadas mediante la creación de dinero por el banco central. En Chile, el gobierno de la Unidad Popular también nacionalizó el sector bancario, como una forma de facilitar el flujo de crédito a las empresas recién nacionalizadas y a grandes proyectos de infraestructura pública. En Perú, el presidente Alan García trató de seguir los pasos de Allende y nacionalizar los sectores bancario y financiero. Sin embargo, hubo una oposición popular masiva y, tras semanas de protestas encabezadas por el novelista y futuro ganador del Premio Nobel Mario Vargas Llosa, el gobierno abandonó el intento (Larraín y Meller 1991; Edwards y Edwards 1991). En Venezuela, el banco central sufrió una importante presión política y en los primeros años del gobierno de Chávez su grado de independencia se redujo considerablemente. Durante el experimento populista, el principal objetivo del banco central fue ayudar al gobierno a alcanzar sus objetivos de desarrollo político y social (Carrière-Swallow et. al. 2016).



Sebastián Edwards Figueroa
(n. en Santiago de Chile, 1953)

En las Tablas 2 a 4, presento datos sobre varias variables macroeconómicas clave: saldo del sector público como porcentaje del PIB, tasa de crecimiento de la base monetaria, tasa de inflación anual, saldo de la cuenta corriente sobre el PIB y crecimiento del PIB real. Además de las dinámicas de auge y caída ya discutidas del crecimiento, varios resultados se destacan de estos cuadros.

Tabla 2
Chile, 1968-76: Indicadores Macroeconómicos

	Public Sector Balance as % GDP	Consolidated Public Sector Balance as % GDP	Rate of Growth of Money Supply (Base) (%)	Inflation % per Annum (Average)	Current Account Balance as % GDP	Real GDP Growth % per Annum
1968	-2.4	—	36.80	27.94	-2.16	3.60
1969	-1.5	—	43.61	29.34	-0.08	3.71
1970	-2.9	-6.69	66.15	34.93	-1.27	2.05
1971	-11.2	-15.28	135.88	22.13	-2.36	8.96
1972	-13.5	-24.53	178.25	163.43	-4.31	-1.21
1973	-24.6	-30.40	365.03	508.05	-8.81	-5.57
1974	-10.5	—	319.58	375.88	-3.71	0.97
1975	-2.6	—	293.73	340.70	-0.01	-12.91
1976	-2.3	—	271.56	174.32	0.002	3.52

Fuentes: Edwards y Edwards (1991); Banco Central de Chile; Larraín y Meller (1991).

Tabla 3
Perú, 1983-92: Indicadores Macroeconómicos

	Public Sector Balance as % GDP	Rate of Growth of Money Supply (Base) (%)	Inflation % per Annum (Average)	Current Account Balance as % GDP	Real GDP Growth % per Annum
1983	-11.6	115.1	111.1	-6.8	-9.3
1984	-7.9	142.5	110.2	-1.4	3.8
1985	-3.7	214.9	163.4	0.3	2.1
1986	-7.8	39.4	77.9	-5.4	12.1
1987	-10.1	110.5	85.8	-4.3	7.7
1988	-11.5	568.2	667.0	-5.4	-9.4
1989	-11.3	1,436.6	3398.3	-0.5	-13.4
1990	-8.9	7,782.5	7481.7	-5.1	-5.1
1991	-2.9	162.2	409.5	-4.5	2.2
1992	-4.0	95.8	73.5	-5.4	-0.5

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, excepto déficit fiscal (col. 1), tomado de Martinelli y Vega (2018).

Tabla 4
Venezuela, 1998-2017: Indicadores Macroeconómicos

	Public Sector Balance as % GDP	Rate of Growth of Money Supply (Base) (%)	Inflation % per Annum (Average)	Current Account Balance as % GDP	Real GDP Growth % per Annum
1998	-4.5	18.3	35.8	-4.8	0.3
1999	0.7	32.9	23.6	2.2	-6.0
2000	4.4	14.8	16.2	10.1	3.7
2001	-4.6	12.0	12.5	1.6	3.4
2002	-1.5	19.5	22.4	8.0	-8.9
2003	0.2	24.1	31.1	14.1	-7.8
2004	2.5	59.3	21.7	13.8	18.3
2005	4.1	31.8	16	17.8	10.3
2006	-1.6	36.6	13.7	14.9	9.9
2007	-2.8	89.8	18.7	6.1	8.8
2008	-3.5	48.0	31.4	10.8	5.3
2009	-8.7	27.9	26	0.2	-3.2
2010	-9.2	24.5	28.2	1.9	-1.5
2011	-10.6	23.0	26.1	4.9	4.2
2012	-14.6	50.1	21.1	0.8	5.6
2013	-14.1	43.0	43.5	2.0	1.3
2014	-16.5	—	57.3	2.3	-3.9
2015	-17.6	—	111.8	-6.6	-6.2
2016	-17.8	—	254.4	-1.6	-16.5
2017	-31.8	—	1087.5	2	-14.0
2018	—	—	130,000	—	-22.5

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Venezuela.

Expansión fiscal. En todos los casos el déficit fiscal se hace muy grande durante el episodio. En dos de los casos (Chile y Perú), se desarrolla un gran desequilibrio inmediatamente después de que el líder populista toma el control. En Venezuela, toma algún tiempo para que los déficits exploten, pero eventualmente ocurre. Este retraso se debe a los precios de exportación extraordinariamente altos durante los primeros años de este experimento (Edwards 2019).

En el caso de Chile, presento dos series del balance fiscal. La primera se refiere a las cuentas del gobierno central, y muestra que en 1973, último año del gobierno de Allende, el déficit fue de casi el 25 por ciento del PIB. La siguiente columna presenta datos del "sector público consolidado" para 1970-73, e incluye a las empresas estatales. Como se puede ver, en 1973 esta medida del déficit alcanzó un asombroso 30 por ciento del PIB.

En Perú, en 1983, dos años antes de que Alan García llegara al poder, había un enorme déficit: 11,6 por ciento del PIB (Tabla 3). En 1984, el presidente Fernando Belaúnde decidió llamar al FMI, y se puso en marcha un programa ortodoxo de estabilización. Los datos de la Tabla 3 muestran que entre 1983 y 1985 hubo un ajuste fiscal dracónico que ascendió al 8 por ciento del PIB. Esta drástica corrección fiscal generó un salto sustancial en el desempleo y un descenso precipitado de los salarios reales -39% entre 1982 y 1985- y allanó el camino para el éxito electoral de Alan García en 1985. Una de las primeras medidas tomadas por García fue suspender el programa del FMI y volver a políticas fiscales muy expansivas. Como puede verse en la Tabla 3, en Perú el déficit superó el 10 por ciento del PIB en 1987, 1988 y 1989. En 1990 se redujo ligeramente al 8 por ciento del PIB. A lo largo de estos años fue financiado en su mayor parte mediante creación de dinero por el banco central (Martinelli y Vega 2018).

El cuadro de Venezuela, en la Tabla 4, muestra que durante los primeros años de la administración de Chávez el sector público tuvo superávit. Con las excepciones de 1998 y 2001, y gracias a un precio internacional del petróleo muy elevado, los primeros años de la Revolución Bolivariana se caracterizaron por finanzas del sector público (relativamente) equilibradas. Sin embargo, el déficit fiscal superó la marca del 3% del PIB en 2008, y a partir de ese momento aumentó notablemente cada año, alcanzando un notable 31% del PIB en 2017. El desequilibrio fiscal inicial en 2008-10 coincidió con una fuerte disminución de precios del petróleo en el mercado mundial. Sin embargo, cuando los precios del petróleo se recuperaron en 2011, Venezuela no hizo ningún intento de ajustar las finanzas públicas. Se decidió financiar el déficit con dinero creado por el banco central. En 2017 el déficit alcanzó casi el 32 por ciento del PIB, incluso superior al déficit fiscal consolidado de Chile en el último año del gobierno de Allende.

Crecimiento de la oferta de dinero. Los datos de estas tablas muestran una clara conexión entre la erupción de déficits fiscales muy grandes y un salto en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria. Esto, por supuesto, refleja el hecho de que en cada uno de estos casos el banco central financió la expansión del gasto público a través de la compra de deuda pública. Este fue un componente deliberado de estos programas económicos populistas. Esto se ilustra con la siguiente cita de García (1972: 102, 104), uno de los economistas detrás del programa económico del Presidente Salvador Allende en Chile: "[La política] se basó en el control simultáneo de precios, aumentos salariales y aumento del déficit del sector público... La política monetaria y crediticia proveyó el financiamiento de la expansión fiscal y el déficit".²² En Venezuela, el presidente de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional declaró en 2010 que el papel del banco central era financiar al gobierno. "Debe apoyar el programa de desarrollo y social aprobado [por el gobierno]" (América Economía 2010). Es precisamente esta estrecha relación entre los déficits fiscales y la creación de dinero lo que hace que estos episodios estén particularmente relacionados con el debate sobre los méritos y las perspectivas de la MMT.

Inflación. Los datos de estas tablas muestran que la inflación fue, finalmente, extremadamente alta en los cuatro episodios. En Chile superó el 500 por ciento en 1973; en Perú, alcanzó niveles de hiperinflación - superó el 7.000 por ciento en 1990 - y en Venezuela superó el 130.000 por ciento en 2018. El FMI espera que la inflación en Venezuela alcance el 1.000.000 por ciento anual en 2019. Como se ha señalado anteriormente, una inflación muy alta retroalimenta el déficit fiscal a través del efecto Tanzi-Olivera. Cuando la inflación es muy alta, la indexación tiende a generalizarse, y los salarios se ajustan a intervalos cada vez más cortos. Esto significa que la masa salarial del gobierno -que en todos estos países era muy sustanciosa- aumentó rápidamente, mientras que los impuestos se calcularon y pagaron sobre la base de precios atrasados (y mucho más bajos). En todos estos casos, el colapso de la demanda de

²² El original está en español. Esta es mi propia traducción.

dinero nacional (o el aumento de la velocidad) contribuyó significativamente a la explosión de la inflación. En Chile, por ejemplo, la velocidad en 1973, al final del gobierno de Allende, era de 24 "veces" por año, lo que era dos veces más alto que el promedio histórico anterior a Allende de 12 veces.²³ Curiosamente, durante la última década, la velocidad en Chile ha sido alrededor de 3 veces.

Una de las debilidades más graves de la MMT es que ignora el papel que desempeña la demanda de dinero en los resultados macroeconómicos. Los economistas saben desde hace mucho tiempo que, como subrayó magistralmente Patinkin (1965), lo que importa es el exceso de oferta (demanda) en los diferentes mercados. En su Manual MMT, Wray (2015: 254) declara que le sorprende la idea de que durante una hiperinflación los agentes económicos reduzcan al mínimo sus tenencias de dinero nacional. La ausencia de un papel destacado de la demanda de dinero (y de los cambios de velocidad) en la construcción teórica de la MMT es, en efecto, sorprendente. En el capítulo 13 de la Teoría General, Keynes explica que la gente guarda dinero por tres motivos: motivos de transacción, motivos de precaución y motivos especulativos (Keynes 1936: 168). Además argumenta que la demanda de dinero (o la preferencia de liquidez) es una función del tipo de interés. Escribe explícitamente $M = L(r)$. Los economistas han sabido, desde al menos Irving Fisher, que una mayor inflación resulta en una mayor r . Así, un rápido aumento de la inflación generará un mayor exceso de oferta de dinero, que se reflejará en un exceso de demanda de bienes y bonos (aquí sigo el análisis de Patinkin); el exceso de demanda de bienes, a su vez, ejercerá presión sobre los precios. Los MMT creen que debido a que los impuestos deben pagarse en moneda nacional la demanda de dinero local no puede disminuir precipitadamente. Las experiencias de los tres países examinados aquí demuestran que no es así. En efecto, y como han señalado un gran número de economistas a lo largo de la historia, cuando el valor de la moneda local se erosiona rápidamente, las tenencias de la misma se reducen al mínimo y la velocidad aumenta rápidamente.

Equilibrio externo. Los datos de estos cuadros muestran que los déficits en cuenta corriente no eran demasiado grandes. De hecho, en Venezuela hubo superávit hasta 2014. Esta ausencia de grandes desequilibrios externos se debió a una combinación de factores, entre ellos el alto precio de las exportaciones en Venezuela durante la mayoría de los episodios, y la dificultad, en los tres casos, de encontrar fuentes de financiamiento internacional. Una de las realidades de la mayoría de los regímenes populistas es que los flujos de capital se invierten poco después de que los inversionistas se dan cuenta de que la postura política es inconsistente.²⁴ Una vez que el país

²³ Estos números se refieren a la cantidad de veces que el dinero circula cada año. Una forma alternativa de ver este problema es calcular qué fracción del PIB nominal se mantiene en forma de dinero doméstico. Esto, por supuesto, corresponde a la "k" de Cambridge. Cuando la inflación es muy alta, esta proporción se derrumba. Para datos sobre Chile, ver, Díaz, Lüders y Wagner (2010).

²⁴ Sobre las inversiones de las corrientes de capital y las crisis (incluidas las crisis populistas) y la imposición de controles, véanse, por ejemplo, Cowan y otros (2005) y Edwards (2004). Los MMT creen que esto es poco probable. Wray (2015: 127) reconoce que las tasas de interés que paga el gobierno de un país "menos especial" en el mercado internacional pueden subir, pero no reconoce que el país en cuestión puede estar completamente aislado de las fuentes de financiación extranjeras.

se queda sin reservas internacionales, su moneda se deprecia a un ritmo cada vez más rápido. La depreciación se transmite a los precios, lo que agudiza el problema inflacionario. Esta limitación externa, que es particularmente importante para los países con monedas no convertibles -el tipo de país que Wray (2015: 127) denomina "menos especial"- es ignorada o minimizada por los partidarios de la MMT. Wray (2015: 286), por ejemplo, escribe que un país con su propia moneda no convertible "no puede ser obligado a incumplir involuntariamente sus obligaciones denominadas en su propia moneda". Puede 'permitirse' comprar cualquier cosa a la venta que tenga un precio en su propia moneda. Puede ser capaz de comprar cosas a la venta en moneda extranjera ofreciendo su propia moneda a cambio - pero eso no es seguro."

Los datos presentados anteriormente muestran que la duración de los tres episodios es diferente. El gobierno de la Unidad Popular de Chile duró sólo tres años. El 11 de septiembre de 1973, el presidente Salvador Allende fue derrocado por un violento golpe de estado liderado por el general Augusto Pinochet. El experimento peruano duró cinco años; y en Venezuela sigue en marcha después de dos décadas. Hay razones políticas y económicas para estas disparidades. Los factores económicos más importantes son el entorno externo y los precios de exportación. El gobierno de Allende se vio afectado por una fuerte caída en el precio del cobre. Durante el experimento peruano, el precio internacional de la harina de pescado, la principal exportación del Perú, bajó de 1.024 dólares por tonelada métrica en el tercer trimestre de 1983, a 614 dólares por tonelada métrica en el primer trimestre de 1989, una disminución del 40 por ciento. Chile y el Perú contrastan notablemente con el caso de Venezuela. El precio del petróleo crudo, la principal exportación de Venezuela, pasó de 20 dólares por barril en 2002 a 130 dólares en 2008. Desde el punto de vista político, hay dos razones principales que explican la mayor duración de los episodios más recientes. En primer lugar, desde la década de 1990, las nuevas constituciones aprobadas en varios países de América Latina -Colombia, Venezuela, Ecuador, Bolivia y Nicaragua- han facilitado la reelección del jefe de Estado para múltiples períodos en el cargo.²⁵ En segundo lugar, en algunos de estos experimentos -sobre todo en Venezuela y Nicaragua- el régimen político se volvió cada vez más autoritario y recurrió a tácticas represivas para reprimir la disidencia política. Las organizaciones de derechos humanos, como Amnistía Internacional, condenaron estas prácticas.²⁶

Salarios Reales y Tipos de Cambio

Una pregunta importante es qué pasó con los salarios reales durante estos episodios. La respuesta se resume en la Tabla 5. Como se puede ver, en los tres casos hubo fuertes caídas. En Chile, el salario real promedio cayó 39% entre 1970 y 1973. En Perú los

²⁵ Sobre las constituciones neopopulistas de Venezuela, Ecuador y Bolivia, véase Edwards (2010).

²⁶ En su informe de 2017/2018 sobre derechos humanos, Amnistía Internacional afirma: "En Venezuela, cientos de personas fueron detenidas arbitrariamente y muchas más sufrieron las consecuencias del uso excesivo y abusivo de la fuerza por parte de las fuerzas de seguridad en respuesta a las protestas públicas generalizadas contra la creciente inflación y la escasez de alimentos y suministros médicos". El nicaragüense Daniel Ortega también aplicó políticas represivas después de 2017.

salarios reales bajaron 41% entre 1985 y 1989. En Venezuela los salarios reales disminuyeron 21% entre 1999 y 2013; no se dispone de datos más recientes y fiables, pero dada la hiperinflación y los mercados negros generalizados para casi todos los artículos, incluidos los alimentos y las medicinas, la mayoría de los expertos han sostenido que se ha producido un deterioro aún más precipitado.

Tabla 5
Evolución de los Salarios Reales en
Episodios Populistas Latinoamericanos

	Index of Real Wages at Beginning of Populist Episode	Index of Real Wages at End of Populist Episode
Chile (1970–73)	100	61
Peru (1985–90)	100	59
Venezuela (1998–)	100	79*

* *Nota: Los datos de Venezuela son para 2013. No se dispone de datos fiables más recientes.*
Fuentes: Los datos de Chile provienen de Larrain y Meller (1991), y se refieren al promedio de los trabajadores de cuello azul (operarios manuales) y de cuello blanco (profesionales, semi-profesionales y administrativos). Las cifras del Perú son de Dornbusch y Edwards (1990). Para Venezuela, los datos son de la Comisión Económica de las Naciones Unidas para América Latina (CEPAL).

En todos estos casos también hubo devaluaciones muy severas de la moneda. En Chile, por ejemplo, el peso perdió 93 por ciento de su valor sólo en 1973, y el precio de las divisas aumentó a un ritmo de tres dígitos hasta 1977. En Perú, el precio de la moneda extranjera aumentó más del 8.000 por ciento en 1989-90. En 1991, hubo la necesidad de introducir una nueva moneda, con menos ceros. En Venezuela la pérdida de valor del bolívar ha sido absoluta, y el gobierno ha tratado de introducir una nueva criptomoneda que la reemplace. En todos los casos la depreciación de la moneda ayudó a alimentar la inflación al ejercer una presión alcista sobre el precio de los bienes comerciables. Curiosamente, esta regularidad de los experimentos en América Latina no es considerada un problema serio por los MMT. En sus escritos, los teóricos de la MMT ignoran en su mayoría cuestiones relacionadas con el "traspaso" del tipo de cambio, una cuestión que ha estado en la primera línea de los estudios sobre política macroeconómica e inflación en las economías abiertas durante muchos decenios.

Conclusión

Una evaluación completa de las debilidades del MMT está fuera del alcance de este artículo. Sin embargo, el hecho de que, como se documenta en la Tabla 1, la mayoría de sus recomendaciones de política sean similares a las de los populistas latinoamericanos debería ser motivo de preocupación para los observadores de la economía mundial. Como se ha señalado, la forma más fácil de pensar conceptualmente sobre la MMT es que sugiere políticas que desplazan simultáneamente las curvas de IS y

LM hacia la derecha. Por supuesto, esa es una posibilidad que todos los estudiantes universitarios de macroeconomía, en un momento u otro, contemplan como una posibilidad teórica. Aunque esa combinación de políticas -políticas fiscales y monetarias expansivas- puede parecer atractiva para el principiante, está llena de peligros que han sido identificados a lo largo de los años por sucesivos estudiosos. Es probable que esas políticas no sólo generen presiones inflacionarias una vez que la demanda agregada supere las limitaciones de oferta, sino que también se espera que generen tasas de interés más elevadas. Además, es muy probable que den lugar a una prima de riesgo más elevada y a la depreciación de la moneda. Esta última se trasladará a los precios, lo que impulsará aún más la inflación.

El hecho de que, por ley, los impuestos deban ser pagados con moneda local - un punto en el que han insistido una y otra vez los partidarios de la MMT, sobre la base de trabajos realizados por el economista alemán G. F. Knapp en 1904 - no significa que la demanda de moneda local sea insensible a pérdidas aceleradas de valor. De hecho, como muestran las historias de los países analizados en este artículo, una vez que la inflación alcanza un cierto umbral, suele producirse un rápido colapso en la demanda de efectivo y depósitos bancarios, lo que los economistas conocen como M_1 .

Algunos pueden argumentar que elegí deliberadamente los peores casos posibles en América Latina para ilustrar las deficiencias de la MMT, episodios donde los excesos macroeconómicos estuvieron a la orden del día. Sin embargo, esto no es así. Como se documenta en el volumen de Dornbusch y Edwards (1991), experimentos similares en Argentina, Bolivia, Ecuador, México, Nicaragua y Uruguay condujeron a resultados muy similares, a saber, una inflación galopante, depreciación de la moneda, colapso de los ingresos y disminución de los salarios. Más recientemente, se han intentado políticas similares en Argentina (nuevamente) y en Ecuador; el patrón discutido en este artículo estaba presente, no es sorprendente, en esos casos (Edwards 2019). La experiencia con este tipo de políticas fuera de América Latina, en lugares como Turquía, Israel y Francia durante la administración Mitterrand, también terminó mal.

Una lista breve y parcial de las limitaciones de la MMT incluiría lo siguiente:

- ❖ No hay ningún intento serio de integrar los diferentes mercados y sectores en una perspectiva macroeconómica de equilibrio general, en la tradición de Patinkin (1965). Más concretamente, la MMT no reconoce que lo que realmente importa son los excesos de demanda o de oferta en mercados específicos, que se extienden (con el signo contrario) al resto de la economía. De hecho, es importante darse cuenta de que pueden surgir situaciones de considerable exceso de oferta de dinero, que se traduzcan en un exceso de demanda de bonos y bienes, debido al colapso de la demanda de dinero nacional.

- ❖ La MMT ignora (o minimiza) el rol de las expectativas sobre las tasas de interés. Como ha quedado bien establecido por la investigación empírica, la inflación esperada se traduce en tasas de interés más altas mediante el llamado efecto Fisher. Además, la MMT ignora el papel de las expectativas de depreciación de la moneda y de los eventos crediticios. Los partidarios de la MMT señalan repetidamente que los países que tienen una moneda propia no tienen que incumplir nunca sus deudas, siempre que estén denominadas en la moneda local. Lo que esta perspectiva ignora es que la hiperinflación, resultado de muchas políticas del tipo MMT, es una forma de impago. En la Argentina, por ejemplo, incluso se utiliza un término para este mecanismo de no pago de la deuda soberana según se contrató inicialmente: "licuar la deuda" (Edwards 2010).
- ❖ La MMT, esencialmente, ofrece una visión de economía cerrada del mundo. Esto es así a pesar de que varios autores de la MMT han escrito sobre regímenes de tipo de cambio. Como se ha señalado, una forma directa de interpretar la MMT es como una mezcla de políticas que simultáneamente desplazan a la derecha las curvas IS y LM. Por supuesto, los modelos de economía abierta de esa época incluyen, desde al menos la obra de Robert Mundell, un tercer esquema, a menudo llamado curva FF, que capta la combinación de tasas de interés e ingresos compatibles con la balanza exterior. Cada vez que una política interna aleje a la economía de la curva FF habrá una depreciación o apreciación de la moneda para restablecer el equilibrio externo. Un hecho empírico bien establecido en la economía internacional es que la depreciación de la moneda tiende a trasladarse a precios. El alcance de esta transmisión es una cuestión empírica y varía de un país a otro. Los MMT, sin embargo, minimizan (o ignoran) este mecanismo.
- ❖ La MMT no profundiza en la complejidad de los mercados financieros modernos. Entre otras cosas, no hay ni idea de las decisiones de cartera de inversores y hogares, o de cómo éstas tienden a afectar la forma en que las políticas interactúan con las principales variables económicas. Más específicamente, no hay un papel para la prima de riesgo en estos modelos. En los modelos conceptuales de la MMT las tasas de interés son determinadas de la manera más simple posible por el banco central. No existe una teoría de la estructura de plazos de los tipos de interés ni del mecanismo de transmisión de la política monetaria. No se tiene en cuenta el hecho de que la demanda de deuda soberana puede cambiar como resultado de cambios en las expectativas.
- ❖ La MMT ignora la interacción estratégica de los diferentes agentes económicos e instituciones en una economía moderna. No se incluyen consideraciones de teoría de los juegos en estos modelos. No se discute la credibilidad o la falta de ella. En los modelos MMT no hay razón para que un banco central quiera ser independiente de las fuerzas políticas. Sin embargo, la evidencia proveniente

de América Latina indica que tan pronto como la independencia del banco central se debilita, y el banco central comienza a trabajar para el gobierno, las expectativas de inflación despegan, al igual que la inflación propiamente dicha.

- ❖ Los partidarios de la MMT creen que las restricciones de oferta son blandas. El aumento de la demanda agregada se verá generalmente acompañado por el aumento de la producción. Además, la MMT cree que los grandes déficits en cuenta corriente son beneficiosos, porque el resto del mundo está dispuesto a proporcionar recursos reales a cambio de pagarés. En el centro de estas creencias se encuentra la noción de que las autoridades económicas puedan calibrar la política macroeconómica, es decir, que es posible que el banco central financie grandes aumentos de gasto público y siga manteniendo las cosas bajo control. Si hay un umbral más allá del cual es aconsejable aumentar la demanda agregada, los responsables de las políticas lo reconocerán. Se detendrán justo a tiempo y, si es necesario, aplicarán una política fiscal restrictiva. Las experiencias de los países de América Latina que se analizan en este artículo (y las de otros casos) indican que ese tipo de ajuste es sumamente difícil y que, una vez que los políticos capturen el banco central, seguirán utilizando su autoridad de creación de dinero mucho más allá de ese umbral.

Los episodios históricos expuestos en este artículo constituyen una clara advertencia para los entusiastas de la MMT. El reportero del *New York Times*, Neil Irwin, pidió ver algunas pruebas sobre cómo funcionaban las políticas de tipo MMT en países pequeños. Los relatos presentados aquí muestran que, en diversos países de América Latina durante el período 1970-2019, las cosas no resultaron como habían prometido los encargados de la formulación de políticas que siguieron las políticas de tipo MMT. Es cierto que estos países no son como Estados Unidos, el Reino Unido o Australia. Sus monedas no eran totalmente convertibles; eran lo que los MMT llaman países "menos especiales". Pero de acuerdo con sus propios escritos, estos países todavía podrían beneficiarse de expansiones fiscales financiadas con emisión. El registro histórico muestra que no lo lograron.

Referencias

- Acemoglu, D.; Egorov, G.; and Sonin, K. (2013) "A Political Theory of Populism." *Quarterly Journal of Economics* 128 (2): 771–805.
- Allende, S. (1989) "Obras escogidas: 1970–1973." Editorial Crítica 205.
- America Economía (2010) "The Central Bank of Venezuela Can Finance the Government" (March 25). Available at www.americaeconomia.com/politica-sociedad/politica/banco-central-de-venezuela-podria-financiar-al-gobierno.

- Amnesty International (2018) *Amnesty International Report 2017/18: The State of the World's Human Rights*. London: Amnesty International.
- Carbonetto, D. (1987) "Marco teórico de un modelo de consistencia macroeconómica de corto plazo." In D. Carbonetto (ed.), *Un modelo económico heterodoxo: El caso peruano*. Lima, Perú: Instituto Nacional de Planificación.
- Carrière-Swallow, Y.; Jacome, L.; Magud, N. E.; and Werner, A. M. (2016) *Central Banking in Latin America: The Way Forward*. Washington: International Monetary Fund.
- Conniff, M. L. (1982) *Latin American Populism in Comparative Perspective*. Albuquerque: University of New Mexico Press.
- Cowan, K.; De Gregorio, J.; Micco, A.; and Neilson, C. (2008) "Financial Diversification, Sudden Stops, and Sudden Starts." In K. Cowan, S. Edwards, and R. O. Valdés (eds.), *Current Account and External Financing*, 159–94. Santiago, Chile: Central Bank of Chile.
- Díaz, J.; Lüders, R.; and Wagner, G. (2010). "La república en cifras." EH Clio Lab-Iniciativa Científica Milenio. Available at www.economia.puc.cl/cliolab.
- Dornbusch, R., and Edwards, S. (1990) "The Macroeconomics of Populism in Latin America." *Journal of Development Economics* 32 (2): 247–77.
- _____ (1991) *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. Chicago: University of Chicago Press.
- Edwards, S. (2004) "Financial Openness, Sudden Stops, and Current-Account Reversals." *American Economic Review* 94 (2): 59–64.
- _____ (2010) *Left Behind: Latin America and the False Promise of Populism*. Chicago: University of Chicago Press.
- _____ (2019) "On Populism, Old and New: Lessons from Latin America." Working Paper, UCLA.
- Edwards, S., and Edwards, A. C. (1991) *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*. Chicago: University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. (2018) *The Populist Temptation: Economic Grievance and Political Reaction in the Modern Era*. New York: Oxford University Press.
- Forstater, M., and Mosler, W. (2005) "The Natural Rate of Interest Is Zero." *Journal of Economic Issues* 39 (2): 535–42.

- Frenkel, R. (2006) “An Alternative to Inflation Targeting in Latin America: Macroeconomic Policies Focused on Employment.” *Journal of Post Keynesian Economics* 28 (4): 573–91.
- García, N. (1972) “La coyuntura económica en 1971.” In *La economía chilena en 1971*. Santiago: Instituto de Economía, Universidad de Chile.
- Irwin, N. (2019) “How About We Try Modern Monetary Theory in a Small Country First?” *New York Times* (March 7).
- Kelton, S. (2019) “Modern Monetary Theory Is Not a Recipe for Doom.” *Bloomberg* (February 21).
- Keynes, J. M. (1930) *A Treatise on Money in Two Volumes. 1.: The Pure Theory of Money. 2.: The Applied Theory of Money*. London: Macmillan.
- _____ (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan.
- Knapp, G. F. ([1904] 1924) *The State Theory of Money*. London: Macmillan.
- Krugman, P. (2019a) “What’s Wrong with Functional Finance (Wonkish).” *New York Times* (February 12).
- _____ (2019b) “Running on MMT (Wonkish).” *New York Times* (February 25).
- Lago, R. (1991) “The Illusion of Pursuing Redistribution through Macropolicy: Peru’s Heterodox Experience, 1985–1990.” In R. Dornbusch and S. Edwards (eds.), *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, 263–330. Chicago: University of Chicago Press for the NBER.
- Larraín, F., and Meller, P. (1991) “The Socialist-Populist Chilean Experience, 1970–1973.” In R. Dornbusch and S. Edwards (eds.), *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, 175–221. Chicago: University of Chicago Press for the NBER.
- Lerner, A. P. (1943) “Functional Finance and the Federal Debt.” *Social Research* 10 (1): 38–51.
- López, M. (2003) “The Venezuelan Caracazo of 1989: Popular Protest and Institutional Weakness.” *Journal of Latin American Studies* 35: 117–37.
- Martinelli, C., and Vega, M. (2018) “Monetary and Fiscal History of Peru 1960–2010: Radical Policy Experiments, Inflation, and Stabilization.” Working Paper, Becker Friedman Institute, University of Chicago.

- Patinkin, D. (1965) *Money, Interest, and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*. 2nd ed. New York: Harper and Row.
- Reynolds, I., and Nobuhiro, E. (2019) “Kuroda Foe Says Japan to Prove Modern Monetary Theory a Mistake.” *Bloomberg* (April 10).
- Rodríguez, F. R. (2008) “An Empty Revolution: The Unfulfilled Promises of Hugo Chávez.” *Foreign Affairs* 87 (2): 49–58, 60–62.
- Rogoff, K. (2019) “Modern Monetary Nonsense.” *Project Syndicate* (March 4).
- Schumpeter, J. A. (1954) *History of Economic Analysis*. New York: Oxford University Press.
- Summers, L. (2019) “The Left’s Embrace of Modern Monetary Theory Is a Recipe for Disaster.” *Washington Post* (March 4).
- Sumner, S., and Horan, P. (2019) “How Reliable Is Modern Monetary Theory as a Guide to Policy?” Arlington, Va.: Mercatus Center, George Mason University (March 11).
- Tymoigne, É., and Wray, L. R. (2013) “Modern Money Theory 101: A Reply to Critics.” Levy Economics Institute, Working Paper No. 778.
- _____ (2015) “Modern Monetary Theory: A Reply to Palley.” *Review of Political Economy* 27 (1): 24–44.
- Walsh, B. (2018) “Stephanie Kelton Wants You to Rethink the Deficit.” *Barron’s* (September 13).
- Williamson, E. (1992) *The Penguin History of Latin America*. London: Penguin.
- Wray, L. R. (2015) *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. 2nd ed. London: Palgrave Macmillan.
- _____ (2018) “How I Came to MMT and What Do I Include in MMT.” Remarks at the 2018 MMT Conference, September 28–30, New York City. Available at <http://multiplier-effect.org/modern-money-theory-how-i-came-to-mmt-and-what-i-include-in-mmt>.