

# Críticas a la doctrina de las Letras Reales

Iván Raja Parra

UNIVERSIDAD DE LAS HÉSPERIDES, ESPAÑA  
iraja@hesperides.edu.es

**Resumen:** Este trabajo analiza críticamente la doctrina de las Letras Reales desde la perspectiva de la Escuela Austriaca, evaluando su lógica interna, sus límites teóricos y su vigencia indirecta en el debate contemporáneo sobre equilibrio monetario y elasticidad institucional.

**Palabras clave:** doctrina de las Letras Reales, equilibrio monetario, Escuela Austriaca, medios fiduciarios, coeficiente del 100 %, elasticidad monetaria, crédito bancario

Índice .....	2
Introducción.....	1
1. El origen del dinero y el equilibrio monetario desde la Escuela Austriaca .....	2
2. La doctrina de las Letras Reales: fundamentos, promesas y problemas .....	2
3. El sistema monetario actual: fiat sin disciplina .....	4
4. El modelo de Huerta de Soto: ahorro real, capital y coeficiente de caja del 100 % .....	5
5. Propuesta J.R.Rallo: medios fiduciarios, ahorro real y equilibrio monetario de mercado ..	6
6. Philipp Bagus vs J.R. Rallo: ¿es posible una elasticidad sin distorsión?.....	9
Conclusiones .....	12
Bibliografía.....	14

## Introducción

Pocas doctrinas monetarias generan tanto escepticismo como la de las Letras Reales (DLR), y aun así, ahí sigue, como una especie de fósil teórico que de tanto en tanto alguien desempolva... para descubrir que, quizás, no estaba tan muerta. Su planteo es directo, los bancos pueden emitir medios de pago siempre que lo hagan contra crédito "real", es decir, contra letras comerciales respaldadas por operaciones productivas de corto plazo. La promesa es clara, quizá incluso demasiado clara, si el crédito nace de la producción y se extingue al venderse el bien, no hay expansión monetaria permanente. Reflujo mediante, el sistema se autorregula. Una especie de termostato monetario de mercado, sin necesidad de patrón oro ni banco central. Demasiado bonito para ser cierto, aunque no lo suficientemente ingenuo como para descartarlo sin más.

Hoy, en un entorno donde el dinero se crea por decreto, el crédito se apalanca sobre promesas políticas y el equilibrio monetario se trata como una superstición, volver a mirar la doctrina de las Letras Reales no es una excentricidad, es una necesidad incómoda. No como receta inmediata, conocemos sus límites, sino como un punto de partida para una pregunta más profunda, ¿es posible una elasticidad monetaria que no dependa ni del fiat ni del corsé legal del coeficiente del 100 %? Y la pregunta que sigue es aún más incómoda: ¿cómo seguimos llamando "mercado monetario" a un sistema de emisión arbitraria, expansión cíclica y tipos fijados por consejo burocrático? Criticar la DLR, es reconocer que algunos, de lo que pueden parecer, errores del pasado, bien entendidos, pueden ser más útiles que muchas certezas del presente.

El marco desde el cual se hará esta crítica parte de la Escuela Austriaca, con Menger, Mises y la teoría del capital como columna vertebral. La evaluación de la DLR se basará en si consigue, o no, evitar la descoordinación intertemporal provocada por el crédito fiduciario. Desde ahí se articula el análisis que recorre este trabajo, incluyendo la crítica de Jesús Huerta de Soto, que exige un coeficiente de caja del 100 % como única forma de preservar el vínculo entre crédito y ahorro real, y la propuesta alternativa de Juan Ramón Rallo, que reinterpreta los medios fiduciarios desde un enfoque subjetivista, funcional y menos dogmático. Entre uno y otro, la DLR aparece como lo que es, una solución parcialmente acertada, incapaz de sostenerse por sí sola, pero que como mínimo sigue obligando a que pensemos en ella.

A lo largo de este trabajo se desarrolla, primero, una exposición del origen del dinero y la noción de equilibrio monetario en la tradición austriaca. Luego se examinará la DLR, su mecanismo de reflujo, su aplicabilidad histórica y sus problemas teóricos, para contrastarla con el sistema fiat moderno y con la alternativa rígida del coeficiente del 100%. El tramo final se centrará en la controversia actual entre Philipp Bagus y Juan Ramón Rallo, donde se enfrentan no solo dos propuestas monetarias, sino dos visiones sobre la capacidad del mercado para coordinarse sin necesidad de restricciones externas.

La tesis que sostiene este trabajo es clara, aunque errada en algunos fundamentos, la DLR anticipa preguntas legítimas que hoy, bajo nuevas coordenadas, siguen sin respuesta definitiva. Criticarla desde la teoría austriaca no implica descartarla por completo, sino separar lo rescatable de lo insalvable. Y si en ese proceso nos terminamos preguntando, si acaso hay espacio para reinterpretar esa doctrina con instituciones modernas, quizá el trabajo ha cumplido su función: no dar soluciones cerradas, sino abrir de nuevo las preguntas correctas.

## 1. El origen del dinero y el equilibrio monetario desde la Escuela Austriaca

Uno de los errores más persistentes, y funcionales al poder, claro, es asumir que el dinero surgió por decreto o como invento benévolos del Estado para "facilitar el comercio". La Escuela Austriaca se encargó de desmontar esa fantasía con algo mucho más elegante (y real) una explicación basada en el orden espontáneo. Carl Menger demostró que el dinero no fue impuesto, sino descubierto. En un contexto de trueque, donde el problema de la doble coincidencia de deseos hace inviable la expansión del intercambio, los individuos racionales comenzaron a usar mercancías más líquidas, es decir, más vendibles, como medio indirecto de intercambio. Ese proceso, puramente evolutivo y desprovisto de planificación central, dio lugar al dinero como institución emergente. Lo que no lograron los reyes con sus sellos, lo consiguió el interés propio guiado por la lógica del mercado.

Mises llevó esta explicación a su punto más alto al incorporar el análisis marginalista al fenómeno monetario. En *La teoría del dinero y del crédito*, formuló el teorema de la regresión, el valor del dinero de hoy se explica por su poder adquisitivo ayer, y así sucesivamente hasta llegar a su origen como mercancía útil en un contexto premonetario. No hay magia ni necesidad de un "respaldo legal", sino una cadena de expectativas anclada en la utilidad previa de la mercancía convertida en dinero. Dicho de otro modo, el dinero vale porque ha valido, no porque alguien con un cargo público haya decidido que valga.

Pero entender qué es el dinero no basta, también hay que entender cómo se integra coherenteamente en el sistema económico. Y ahí Mises introduce una distinción crucial, el equilibrio monetario no se mide por el IPC ni por alguna gráfica fetiche de los bancos centrales. Para él, un sistema monetario está en equilibrio cuando las decisiones de los agentes sobre ahorro y consumo se coordinan de forma no distorsionada. ¿Qué rompe esa coordinación? La expansión artificial del crédito, es decir, crédito no respaldado por ahorro real, que reduce de forma ficticia la tasa de interés e induce inversiones que el sistema económico, en realidad, no puede sostener. Lo llamativo es que esta descoordinación puede no manifestarse como inflación de precios en el corto plazo, pero sus efectos estructurales son devastadores. Dicho sin adornos: el desequilibrio no siempre se ve, pero siempre se paga.

## 2. La doctrina de las Letras Reales: fundamentos, promesas y problemas

La doctrina de las Letras Reales (DLR) plantea uno de los intentos más elegantes, al menos en apariencia, de evitar la sobreexpansión monetaria sin recurrir al patrón oro ni al control estatal directo. Su principio básico es tan directo como atractivo, los bancos deberían emitir medios de pago exclusivamente contra crédito real, es decir, contra letras comerciales respaldadas por operaciones productivas concretas. Así, el dinero no se emitiría por capricho ni por deseo político, sino como reflejo de una necesidad económica tangible: la financiación del proceso productivo a corto plazo. En este esquema, el banco no actúa como alquimista monetario, sino como mediador entre la producción en marcha y su monetización temporal. Lo que lo hace atractivo, al menos en papel, es que según esta doctrina, el crédito bancario no aumentaría la cantidad neta de dinero en circulación de forma persistente. El dinero entraría para lubricar una operación real, y saldría al

concluirla. Lo podríamos entender como una especie de circulación monetaria biodegradable.

La piedra angular de esta visión es la llamada “ley del reflujo”, formulada por John Fullarton. Según ella, todo medio fiduciario creado contra una letra de cambio válida volverá al banco emisor una vez la transacción subyacente haya concluido. El prestatario, al vender los bienes producidos, recupera fondos que usará para saldar su deuda, lo que extingue simultáneamente la letra y los medios de pago creados. Esto convertiría al sistema bancario en un circuito cerrado y autocorrectivo. En teoría, no importa cuánto crédito se cree, porque el mercado se encargaría de retirarlo automáticamente una vez cumplida su función. La expansión sería temporal, sujeta a los ritmos del ciclo comercial. De ahí que la doctrina haya sido percibida como un antídoto contra la inflación permanente, sin necesidad de un patrón oro ni de restricciones externas.

Ese atractivo técnico se reforzó con su aplicación histórica. Durante parte del siglo XIX, el Banco de Inglaterra defendió abiertamente esta lógica, en un contexto en que la confianza en el patrón metálico convivía con la necesidad de mecanismos de ajuste más flexibles. En ese marco, la DLR apareció como una tercera vía, una regla de disciplina monetaria basada no en el metal, sino en la realidad productiva. De hecho, su elegancia conceptual la hizo muy atractiva para aquellos defensores de la banca libre que no querían atarse a una emisión rígida pero tampoco entregar la política monetaria al juicio discrecional de burócratas o banqueros centrales. En contextos sin autoridad monetaria unificada, o sin patrón oro fuerte, la idea de una emisión atada a letras comerciales ofrecía la ilusión de un mercado monetario autorregulado, casi inmunizado frente al exceso.

Ahora bien, que algo refluja no significa que no haya causado daño antes de hacerlo. Aquí es donde la teoría del capital entra como si se tratara de un bisturí. Desde la perspectiva austriaca, el problema no es únicamente que el crédito se extinga tras la operación, sino qué hace durante el tiempo que está en circulación. Mises fue claro en este sentido, si el crédito bancario no está respaldado por ahorro real, su expansión altera inevitablemente los precios relativos, distorsiona el cálculo económico y genera inversiones que parecen rentables solo bajo tipos de interés artificialmente bajos. Que el dinero luego “vuelva” al banco no borra el hecho de que, mientras estuvo en el mercado, indujo una mala asignación de recursos. El reflujo es contable, pero no neutral. No limpia el desequilibrio, solo lo entierra tras una apariencia de corrección automática.

Desde esta óptica, el crédito productivo, el que la DLR “defiende”, no es menos problemático que el especulativo si nace de la nada. Porque el desequilibrio no se define por el destino del crédito, sino por su origen. La expansión fiduciaria, incluso si financia producción, altera la estructura temporal del capital. Produce un boom que más tarde exige un ajuste. Que la letra se liquide en 90 días no impide que durante ese tiempo el tipo de interés haya sido manipulado por la oferta bancaria. El error está ya sembrado, aunque se disuelva la letra.

Y a la vez, descartar por completo la DLR sería ignorar que, en el mundo real, ese donde por desgracia los bancos centrales existen y la banca libre no, introducir un principio de “disciplina” ligado a la actividad económica puede tener efectos institucionales valiosos. No como dogma teórico, sino como freno operativo. En ese sentido, la reinterpretación, desarrollada por quien ha sido nuestro profesor en este curso, Juan Ramón Rallo, de esta doctrina no es una defensa ciega del reflujo, sino un intento dar a la emisión monetaria criterios institucionales basados en

señales del propio mercado. Se aleja del cienporcientismo defendido por Huerta de Soto, sin caer en la elasticidad infinita de la banca central moderna. No porque niegue los problemas del crédito fiduciario, sino porque entiende que no todo fiduciario es igualmente distorsivo, y que ciertos criterios de emisión vinculados al mercado pueden actuar como anclas sin necesidad de patrón oro ni tipos dirigidos.

Así, el valor de la DLR, al menos en su lectura actual, no radica en su capacidad para evitar de forma mágica el ciclo económico, sino en su función como marco intermedio: una lógica de emisión anclada en la actividad económica, con elasticidad acotada y cierta autorregulación. Una lógica imperfecta, pero que al menos no hace del dinero una herramienta puramente política ni un artefacto metafísico completamente separado de la producción real.

### 3. El sistema monetario actual: fiat sin disciplina

Si la doctrina de las Letras Reales podía pecar de optimismo funcional, al menos asumía la necesidad de tener algún principio de restricción monetaria. El sistema actual, en cambio, ni siquiera se molesta en disimular. Desde la ruptura definitiva con el patrón oro, la emisión monetaria ha pasado de estar vinculada a procesos reales, aunque imperfectamente, a estar determinada por decisiones discrecionales de los bancos centrales. La cantidad de dinero ya no responde ni al ahorro ni a la demanda real de medios de pago, sino a un conjunto de objetivos más o menos, por no decir completamente, arbitrarios definidos por funcionarios con pretensiones oraculares. Cuando el reflujo desaparece y el respaldo se convierte en palabra vacía, lo que queda es un sistema fiat basado, literalmente, en la fe. No en la fe del mercado, sino en la fe en que una autoridad monetaria “sabrá” exactamente cuánto dinero crear, cuándo, cómo, y con qué fin. Spoiler: por supuesto, no lo sabe.

El dinero fiat moderno, al no estar vinculado a bienes reales ni al ahorro genuino, permite una expansión ilimitada, especialmente cuando se combina con sistemas bancarios de reserva fraccionaria y bancos centrales actuando como prestamistas de última instancia. La Fed, el BCE y otras entidades similares se han arrogado la capacidad de fijar tipos de interés, inyectar liquidez y manipular expectativas como si de un sistema hidráulico se tratara, aunque quizás en la práctica se parece más al Monopoli. El resultado es una pérdida total de anclaje, ya no hay ley del reflujo, ni restricción física, ni límite moral (si alguna vez la hubo). Solo política monetaria “flexible”, término elegante para justificar intervencionismo ad hoc.

Jesús Huerta de Soto ha sido uno de los críticos más sistemáticos de esta estructura. En su análisis, el sistema monetario fiduciario moderno es la causa principal de los ciclos económicos recurrentes. Al permitir la creación de crédito sin respaldo en ahorro, se distorsiona la estructura temporal de la producción, se bajan artificialmente los tipos de interés y se incentivan inversiones insostenibles. Cuando llega el ajuste, que siempre llega, se acusa al mercado de haber fallado, cuando en realidad el fallo fue inducido por la manipulación del precio más importante de todos: el tipo de interés.

El problema es estructural, los bancos centrales no solo no tienen información suficiente para coordinar las decisiones intertemporales de millones de agentes, sino que además operan bajo incentivos perversos. Inflación moderada, pleno empleo, estabilidad financiera... todos esos

objetivos contradictorios son “perseguidos” simultáneamente, con instrumentos que alteran el sistema de precios. Lo que Huerta llama planificación monetaria central. Y como toda planificación, termina generando descoordinación, no orden.

En este contexto, incluso una doctrina como la de las Letras Reales, con todas sus limitaciones, aparece como un intento honesto de vincular la emisión monetaria a procesos reales del mercado. El sistema fiat, en cambio, representa una ruptura total con cualquier noción de equilibrio espontáneo. Es emisión sin brújula, sin límites internos y sin conexión con la economía real. La DLR puede haber errado en los mecanismos, pero al menos acertó en el diagnóstico, que el dinero debe estar vinculado a la actividad productiva y no ser una creación arbitraria de los centros de poder. Aun fallando, intentaba ser mercado. El fiat, directamente, ni lo intenta, más bien parece odiarlo.

#### 4. El modelo de Huerta de Soto: ahorro real, capital y coeficiente de caja del 100 %

Si el dinero debe ser una institución al servicio de la coordinación intertemporal, el crédito no puede quedar exento de esa exigencia. Jesús Huerta de Soto ha retomado con contundencia una propuesta institucional ya debatida históricamente, el coeficiente de caja del 100 %, y la ha integrado dentro de un marco teórico que aúna la teoría del capital de Mises y Hayek. Es decir, los bancos no deberían crear medios de pago por encima del ahorro genuinamente entregado por los depositantes. Su argumento no es técnico, es estructural, la expansión fiduciaria sin respaldo altera los precios relativos, distorsiona el cálculo económico y genera ciclos que no son fallos del mercado, sino el resultado previsible de alterar las señales fundamentales de la economía. Como dar coordenadas falsas a un navegante y esperar que llegue a puerto.

La distinción esencial en esta propuesta es la que Huerta retoma de Mises, crédito mercancía versus crédito circulatorio. El primero es el préstamo que surge de un sacrificio previo, alguien decide no consumir ahora, y transfiere temporalmente su poder adquisitivo a otro agente. Es ahorro real. El segundo, en cambio, es creación bancaria de medios de pago sin contrapartida de ahorro. No hay renuncia previa, solo anotaciones que permiten gastar recursos que no han sido liberados. En otras palabras, es dinero que nadie dejó de usar, pero alguien más empieza a utilizar. El sistema así configurado genera una ilusión de recursos disponibles que no existen, y lo hace justo en el lugar más peligroso, el mercado de fondos prestables.

Desde esta perspectiva, el desequilibrio intertemporal no es un accidente ni un efecto colateral, sino el resultado directo de operar con reserva fraccionaria. Cuando los tipos de interés se reducen por la expansión fiduciaria, y no por un aumento del ahorro real, los empresarios interpretan que hay recursos disponibles para inversiones de mayor maduración temporal. Se expande el capital, se alarga la estructura productiva, y se inicia un proceso que, tarde o temprano, se revela como insostenible. El auge, entonces, es la antesala de la crisis. La descoordinación no surge por “miedo”, “psicología de masas” ni por un “shock externo”, sino porque el sistema ha inducido decisiones erróneas desde su base misma. La solución, según Huerta, no pasa por regular

mejor, sino por eliminar el mecanismo que lo causa, prohibir el crédito circulatorio mediante la exigencia de un coeficiente de caja del 100 %.

Así el crédito circulatorio no representa bienes presentes, ni siquiera bienes futuros legítimamente comprometidos. Representa una promesa sin base. Y una economía que opera sobre promesas imposibles está condenada a ajustarse, de forma más o menos violenta. De ahí que Huerta no acepte medias tintas. Ni elasticidad "controlada", ni reflujo, ni bancos "prudentes". Para él, el único crédito compatible con el equilibrio dinámico es el que nace de ahorro real. Lo demás es artificio monetario que termina forzando una corrección.

Esta lógica se traslada directamente a su crítica de la doctrina de las Letras Reales. Aunque la DLR defiende que el dinero emitido "vuelve" al banco al liquidarse la operación (la famosa ley del reflujo), Huerta desmonta esa ilusión. Que el dinero vuelva no significa que no haya causado distorsión. El crédito circulatorio sigue siendo tal, aunque se use para financiar inventario o producción. Porque lo que importa no es el destino, sino el origen. Si ese dinero no se creó a partir de ahorro real, su entrada en el sistema altera precios, induce errores y genera ciclos. El reflujo, en esta lectura, no es un escudo, sino una venda sobre los ojos.

Además, Huerta introduce una crítica aún más radical a la DLR, ni siquiera el argumento de que el crédito se basa en bienes "en tránsito" es válido. Para él, no se puede fundar dinero en bienes que aún no han sido vendidos. La venta futura es incierta, y suponer que ocurrirá es proyectar valor sobre un acto que todavía no ha tenido lugar. Ese "valor futuro" no puede ser la base para emitir medios presentes.

En este modelo, la banca con coeficiente del 100 % no es un capricho, sino la única forma de garantizar que el sistema monetario actúe como reflejo fiel del ahorro disponible. La propuesta, aunque muchas veces caricaturizada como inflexible, apunta a preservar la lógica del capital, las decisiones de inversión solo deben tomarse cuando hay recursos reales para sostenerlas. De lo contrario, se está construyendo un puente sin vigas, un castillo sobre arena monetaria.

Pero este modelo, por su misma radicalidad, abre una pregunta incómoda, ¿puede la economía moderna, con su volatilidad, su complejidad y sus demandas cambiantes de liquidez, sostenerse con una estructura tan rígida? ¿O estaríamos reemplazando un caos planificado por una camisa de fuerza monetaria? Será precisamente el centro de uno de los mayores debates actuales del liberalismo y que ha generado cierta controversia en debates entre, nuestro profesor Juan Ramón Rallo y Philipp Bagus, donde lo que está en juego es la propia filosofía monetaria.

## 5. Propuesta J.R.Rallo: medios fiduciarios, ahorro real y equilibrio monetario de mercado

El modelo de coeficiente del 100 % que defiende Huerta de Soto es internamente coherente, depurado doctrinalmente y filosóficamente impecable... siempre y cuando uno asuma que el único ahorro legítimo es aquel que toma forma de dinero base o de crédito mercancía

clásico. Juan Ramón Rallo, sin embargo, cuestiona justamente ese supuesto. Su propuesta no busca destruir la lógica de coordinación intertemporal defendida por Mises, sino reformularla a la luz de una teoría del dinero y del equilibrio que incorpora la subjetividad, la dinámica institucional y la función de los sustitutos monetarios. Lo que está en juego, más que una diferencia técnica, es una relectura del propio concepto de “ahorro real”.

La crítica central de Rallo a la lectura huertasotiana de Mises parte de un matiz decisivo que Mises nunca exigió, ni teórica ni institucionalmente, un coeficiente legal del 100 % como condición necesaria para el equilibrio monetario. Para Mises, el equilibrio no consiste en una estructura rígida, sino en la coordinación de las decisiones intertemporales de los agentes. Esa coordinación puede darse incluso si el crédito es canalizado a través de medios fiduciarios, siempre que esos medios sean percibidos por los individuos como instrumentos válidos para conservar valor. Dicho de otro modo, el medio fiduciario puede ser ahorro real si es tratado como tal por quienes lo poseen. Lo importante no es el origen jurídico del medio de pago, sino su función económica y su integración dentro del cálculo intertemporal.

Desde esta óptica, J.R. Rallo propone una reinterpretación funcional de los medios fiduciarios, no como “dinero falso”, sino como representaciones válidas de ahorro si, y solo si (elemental tener en cuenta este condicional), los agentes del mercado los consideran equivalentes a retener poder adquisitivo. La diferencia, entonces, no es entre dinero respaldado y no respaldado, sino entre medios fiduciarios que distorsionan la señal del ahorro y medios fiduciarios que la reflejan fielmente. Lo que en el modelo de Huerta es inadmisible por definición (el crédito no basado en dinero base), con Rallo puede ser aceptable si el mercado lo integra como parte de su lógica coordinadora. No hay magia hay una economía de percepciones disciplinada por la realidad.

Este enfoque le permite defender una elasticidad monetaria endógena, sin necesidad de intervención estatal, patrón oro o coeficiente legal. Rallo sostiene que los sustitutos monetarios, billetes de banco, depósitos, medios electrónicos, pueden cumplir la función de conservar valor sin necesidad de estar respaldados por dinero base, siempre que la estructura financiera que los emite sea percibida como solvente y disciplinada. La estabilidad no proviene del metal ni de la norma legal, sino de la competencia institucional y la selección por parte de los agentes. En contextos de banca libre con información completamente transparente, el mercado castigaría los excesos y premiaría la prudencia. No se requiere una camisa de fuerza, sino un sistema donde los emisores tengan incentivos correctos para no descoordinar la estructura temporal del capital.

Este es uno de los puntos más brillantes, y por supuesto, también más controvertidos, de su propuesta el equilibrio monetario no es una condición estática, impuesta desde fuera, sino una propiedad que emerge del propio sistema de intercambios, si este está libre de intervencionismo. Aquí Rallo toma distancia tanto del patrón oro como del modelo de coeficiente total, ambos serían límites institucionales rígidos que, aunque disciplinantes, introducen fricciones que pueden no ser necesarias si el mercado dispone de mecanismos suficientes para autoregularse.

En este marco, Rallo reinterpreta implícitamente la doctrina de las Letras Reales, pero lo hace desde un plano distinto al de Fullarton, no se trata ya de que el dinero “vuelva” al banco como en la ley del reflujo clásico, sino de que el dinero fiduciario conserve su valor porque sigue siendo percibido como depósito temporal de ahorro, y no como medio para acelerar el gasto. El reflujo, entonces, no es contable sino psicológico, no físico sino subjetivo: el dinero no se destruye, pero no circula con velocidad distorsiva. Se mantiene en estado de reserva porque así lo elige el tenedor.

La elasticidad monetaria que defiende Rallo no es la del banco central, sino la del mercado. Si más agentes desean conservar poder adquisitivo, el sistema puede expandirse vía medios fiduciarios. Si la demanda de liquidez cae, los sustitutos pierden valor o desaparecen. No se necesita dirección central, solo competencia y capacidad de fallar. Y fallar, es una parte esencial, es lo que impide que el sistema se vuelva autorreferencial o desbocado. Para Rallo, la disciplina proviene de la responsabilidad individual y de la lógica empresarial, si una institución monetaria emite más de lo que debe, el mercado la castiga.

En esta visión, la reserva fraccionaria no es el origen de todos los males, sino una técnica que puede ser compatible con la coordinación intertemporal siempre que esté sujeta a la competencia, tenga transparencia y selección institucional. No se niega que el mal uso del crédito cause ciclos. Lo que niega es que solo el coeficiente del 100 % elimine esa posibilidad y encuentra una artificial flexible que hace que sea el propio mercado quien se ajuste.

Es decir, lo que Rallo propone, en el fondo, es devolver al mercado su protagonismo también en la definición de qué es “dinero bueno”. Ni patrón metálico, ni mandato legal, ni imposición doctrinal. Si un medio fiduciario funciona como dinero en términos subjetivos, permite ahorro, y no descoordina las decisiones de los agentes, entonces debe ser tratado como tal. No se trata de “aceptar” la distorsión, sino de permitir que el mercado descubra cuál es el nivel de emisión compatible con el equilibrio real.

Este planteamiento ha sido objeto de fuertes críticas, especialmente desde el modelo de Huerta y desde la posición más radical de Philipp Bagus. Pero en lugar de oponer frontalmente sus ideas, Rallo responde con un marco conceptual más abierto y realista, en un entorno de instituciones imperfectas y estructuras financieras complejas, quizás no haya que elegir entre el caos del fiat y la rigidez del 100 %, sino entre diversas formas de equilibrio con mayor o menor sensibilidad al mercado.

Lo que queda claro, es que si algo busca nuestro profesor Juan Ramón Rallo, y aquí puede verse con claridad su herencia misesiana reinterpretada, es preservar la función coordinadora del dinero sin congelarla en una forma única. Que haya elasticidad, sí, pero que sea del tipo que el mercado pueda absorber sin engañarse a sí mismo. Y si esa elasticidad viene de medios fiduciarios bien estructurados, aceptados como reserva de valor y disciplinados por el riesgo, entonces no estamos ante inflación encubierta, sino ante una evolución monetaria funcional.

## 6. Philipp Bagus vs J.R. Rallo: ¿es posible una elasticidad sin distorsión?

La crítica de Philipp Bagus a la teoría monetaria desarrollada por Juan Ramón Rallo no es superficial, ni mucho menos. En *Anti-Rallo*, Bagus construye una defensa integral del modelo 100 % de Huerta de Soto, articulando una serie de objeciones que combinan teoría del capital, preferencia temporal y fundamentos ético-económicos. Su tesis es clara, todo medio fiduciario que no represente un bien presente, y que no derive de una renuncia voluntaria al consumo, es por definición “descoordinador”. No hay matices ni grises. Solo hay dos categorías: ahorro real o distorsión.

Desde esta lógica, Bagus sostiene que la propuesta de Rallo, al aceptar como “ahorro” ciertos medios fiduciarios percibidos como reserva de valor, traiciona la base misesiana del equilibrio monetario. Su crítica es implacable, si un medio de pago no surge de una transferencia real de poder adquisitivo, no puede generar señales válidas para el sistema productivo. La percepción subjetiva de que se posee ahorro no implica que ese ahorro exista. Y si se permite operar con medios fiduciarios no respaldados, se induce una doble disponibilidad ficticia, tanto el depositante como el prestatario creen tener derecho a los mismos recursos. Que el sistema no colapse instantáneamente no lo vuelve legítimo, ni funcional.

Bagus lo expresa con contundencia, el medio fiduciario sin respaldo es comparable al dinero falsificado o a la deuda pública monetizada. En todos los casos, se está usando poder adquisitivo sin una renuncia previa por parte de nadie. El sistema puede parecer estable, pero su estabilidad es ilusión contable, no coordinación intertemporal real. Incluso si el dinero “refluye”, como plantearía una lectura moderna de la DLR, el daño ya está hecho, porque durante ese tiempo el crédito ha inducido errores de inversión, ha alterado precios relativos y ha creado ciclos artificiales. Para Bagus, Rallo no ha refutado a Mises; simplemente ha dejado de lado su marco normativo.

La defensa de Rallo, sin embargo, no es menos sólida. Y a diferencia de lo que Bagus insinúa, no descansa en relativismos subjetivistas. Al contrario, Rallo se apoya en una comprensión fina de la teoría del valor de Menger y Mises, para mostrar que subjetividad del valor no implica arbitrariedad, sino coordinación a través de percepciones disciplinadas. Si los agentes valoran determinados activos como reserva de poder adquisitivo, y se comportan en consecuencia, entonces el medio fiduciario cumple una función económica análoga al ahorro. No hay herejía, hay función.

En sus textos, artículos y videos, Rallo responde a Bagus desde varios frentes. En primer lugar, señala que la crítica de la “doble disponibilidad” presupone un modelo jurídico de propiedad sobre el dinero depositado que no es universal ni necesario. En contextos de banca libre, los contratos pueden especificar claramente que el depositante renuncia al uso simultáneo del depósito, y acepta su naturaleza como préstamo. Si ambas partes entienden y aceptan esto, no hay engaño ni doble uso, solo hay coordinación contractual. Es más, el propio mercado puede

desarrollar fórmulas híbridas entre custodia y préstamo, según el grado de liquidez o disponibilidad deseada. No hay un modelo jurídico único que deba ser impuesto para que el equilibrio se preserve.

En segundo lugar, Rallo desmonta la idea de que el medio fiduciario sin respaldo implique siempre una señal falsa. Si el mercado percibe que determinado instrumento es válido como reserva de poder adquisitivo, y lo utiliza como tal, entonces genera una demanda de dinero que justifica su existencia. No hay inflación si no hay exceso de gasto. Y no hay ciclo si no se altera la estructura temporal de la producción. El equilibrio no requiere anclas externas, sino señales internas consistentes. Si el dinero fiduciario es retenido como reserva y no se utiliza para gasto inmediato, no genera distorsión, sino amortiguación.

En tercer lugar, Rallo introduce una dimensión institucional clave, la disciplina del mercado. El sistema que él propone no depende de la buena voluntad de los bancos, sino de la existencia de competencia, transparencia e incentivos correctos. Si una institución financiera emite medios fiduciarios sin respaldo y estos son percibidos como inseguros, perderá clientela, reputación y liquidez. El riesgo de quebrar es lo que limita la emisión, no un coeficiente fijado por decreto. De este modo, la elasticidad monetaria no desaparece, pero tampoco se convierte en inflación estructural. Se adapta al comportamiento real de los agentes. No hay dirigismo, pero tampoco impunidad.

Desde esta perspectiva, Rallo supera la objeción de Bagus no negando la necesidad de disciplina, sino señalando que la disciplina puede emerger del mercado, no solo de una norma institucional rígida. La elasticidad que propone no es discrecional, sino sujeta a percepciones reales de solvencia y valor. Y si esas percepciones cambian, el medio fiduciario desaparece o pierde valor, generando una contracción automática. El reflujo ya no es físico, es psicológico. Pero no por ello es menos real.

Esta postura, sin embargo, no está exenta de tensiones. Una primera cuestión es si la disciplina del mercado puede operar con suficiente inmediatez para frenar a tiempo episodios de sobreexpansión monetaria. En entornos institucionales degradados, con restricciones a la información, estructuras bancarias opacas o privilegios legales, la señal de corrección puede activarse con retraso. No porque el mercado “falle”, sino porque se le impide actuar con plena transparencia y competencia. Lo que algunos interpretan como errores del mercado suelen ser, en realidad, manifestaciones de su capacidad de ajuste obstruida por barreras externas.

Otra dificultad es que la propuesta de Rallo presupone un grado de apertura y disciplina institucional que, aunque la deseamos, es difícil de esperar. En escenarios de banca concentrada, regulada o politizada, es dudoso que las percepciones de riesgo emerjan con la velocidad o eficacia necesarias. En este sentido, el 100 % de Huerta puede verse como un modelo de mínimos, ya que evita, al menos, la creación sistemática de señales erróneas desde el crédito. A cambio, sacrifica adaptabilidad frente a cambios genuinos en la demanda de dinero.

Esto conduce a una pregunta relevante: ¿puede existir una vía intermedia coherente con la tradición austriaca que combine elasticidad monetaria y restricción institucional? No elasticidad sin control, pero tampoco rigidez inamovible. Una estructura surgida del propio proceso bancario competitivo, donde la prudencia contractual, la contabilidad clara y la exposición al riesgo disciplinen la emisión sin necesidad de mandatos centrales. Una elasticidad que tenga su freno endógeno. Y si esa vía termina pareciéndose, aunque no lo diga en voz alta, a una reinterpretación moderna y subjetivista de la doctrina de las Letras Reales, quizás no sea casualidad.

## Conclusiones

La doctrina de las Letras Reales nace de una intuición correcta, la emisión monetaria debe estar ligada a procesos económicos reales, no a decisiones discretionales ni a “alquimia” financiera. Su propuesta de restringir el crédito a operaciones comerciales de corto plazo, bajo la promesa del reflujo automático, buscaba evitar una expansión inflacionaria permanente sin recurrir a la rigidez del patrón oro. En ese sentido, es un intento funcional e incluso loable de encontrar una disciplina propia, de mercado. Sin embargo, su debilidad teórica está en lo que no fue capaz de ver, la estructura intertemporal del capital y el efecto distorsionador del crédito fiduciario, incluso cuando es “productivo”. Que el dinero “vuelva” no significa que no haya desviado los precios relativos, inducido errores de inversión o alterado el equilibrio intertemporal. El reflujo no impide el ciclo, solo lo justifica contablemente.

Este problema sigue vigente. La tensión entre rigidez y elasticidad continúa siendo el dilema irresuelto de toda arquitectura monetaria. El modelo de coeficiente del 100 %, defendido por Huerta de Soto, ofrece una solución robusta (de hecho, excesivamente robusta) desde la lógica del capital, sin ahorro, no hay crédito. Pero su viabilidad institucional en economías dinámicas y cambiantes plantea dudas más que legítimas. La propuesta de Rallo, en cambio, abre un espacio para pensar una elasticidad disciplinada por el propio mercado, sin necesidad de un ancla externa ni de planificación central. Su defensa de los medios fiduciarios como posibles formas de ahorro real, si son percibidos como reserva de valor y gestionados con solvencia (esencial tenerlo en cuenta), representa una especie de regreso al subjetivismo metodológico, aplicado a las instituciones monetarias. En este marco, incluso la doctrina de las Letras Reales, a veces menospreciada por la ortodoxia austriaca, puede leerse no como error histórico, sino como intuición precursora de soluciones más avanzadas.

La contribución de este trabajo ha sido, por tanto, mostrar la genealogía completa del debate, desde Menger y Mises hasta Bagus y Rallo, pasando por Fullarton, Huerta de Soto y el propio conflicto entre inflación y rigidez. Pero también se ha querido esbozar una posibilidad futura. En un trabajo anterior propuse una arquitectura monetaria basada en la coexistencia paralela de dos tipos de dinero, uno respaldado al 100 % como reserva estable de valor y ahorro seguro, otro, operando bajo reserva fraccionaria, sujeto a riesgo, competencia y disciplina institucional. Actuando como el agua y el aceite, separados, complementarios, no confundibles. Uno para conservar, otro para operar. Esta idea no pretende zanjar el debate, ni mucho menos, sino sugerir que una elasticidad diferenciada, con diferentes grados, vigilada y emergente podría ser más fiel al espíritu de la Escuela Austriaca que cualquier camisa de fuerza legal o elasticidad dependiendo de un mercado sin factores exógenos como los políticos o una elasticidad sin freno como el sistema fiat. Quizá la solución está ni en el negro, ni en el blanco, ni siquiera en el gris, sino en explorar toda la gama de colores.

Es decir, creo que no se trata de conciliar lo inconciliable, sino de reconocer que el equilibrio intertemporal requiere instituciones que reflejen la complejidad real del mercado, no idealizaciones unilaterales. Y si en ese camino ciertas doctrinas históricas, como la de las Letras Reales, deben ser rescatadas, reinterpretadas o recicladas, quizás eso diga más sobre nuestra necesidad de repensar el dinero que sobre los errores del pasado. Porque en cierto modo cuando

dejamos de repensar los problemas actuales solo hacemos que estos crezcan y al menos nuestro deber academico es el planteamiento constante como un modo de mejora continuo. Así que sigamos alimentando el debate y avanzando en él. Y quien sabe si en el futuro será o no una nueva versión basada en la Doctrina de Letras reales... el tiempo lo dirá.

## Bibliografía

- Bagus, P. (2021). *Anti-Rallo: Una crítica a la teoría monetaria de Juan Ramón Rallo*. Innisfree.
- Fullarton, J. (1844). *On the regulation of currencies: Being an examination of the principles on which it is proposed to restrict, within certain fixed limits, the future issues on credit of the Bank of England*. London: John Murray.
- Hayek, F. A. (1945). *The use of knowledge in society*. *The American Economic Review*.
- Huerta de Soto, J. (2017). *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*. Madrid: Unión Editorial.
- Mises, L. v. (1912). *La teoría del dinero y del crédito*. Madrid: Unión Editorial.
- Rallo, J. R. (2020). *Una crítica a la teoría monetaria de Mises*. En Proceso de Mercado.
- Rallo, J. R. (2022). *Youtube*. Obtenido de Canal Youtube Juan Ramón Rallo:  
<https://www.youtube.com/user/juanramonrallo>
- Rallo, J. R. (2023). *¿Pueden los medios fiduciarios representar ahorro real? [Entrada en Substack]*. Obtenido de Substack Juan Ramón Rallo: <https://juanramonrallo.substack.com>
- Rothbard, M. N. (2008). *El patrón oro: El camino hacia la libertad*. Madrid: Unión Editorial.