
Inflación

José Antonio y Miguel Ángel Herce
21 diciembre, 2020

No sabes, admirado gemelo, lo que la entrada de la semana pasada me ha hecho pensar. Recordarás que creciendo en una ciudad de tamaño modesto en los años cincuenta y primeros sesenta del pasado siglo (en La Rioja fértil, sí, pero cerca de las hermosas sierras a caballo entre ella y Soria), la despoblación de pequeñas aldeas y pueblos, muchos de ellos en sierras y elevados valles, se producía ante nuestros ojos; o ante nuestros oídos, cuando nos enterábamos de que el padre de este u otro chaval conocido se había ido a trabajar a Alemania, a Francia o a Suiza.

En muchos casos, el destino de quienes salían de sus pueblos eran las capitales provinciales y, sobre todo, los focos de Madrid y Barcelona, y otros centros industriales del país¹. Pero también hubo millones de emigrantes que se fueron para otros países de Europa o de América y supusieron una muy importante válvula de escape para las tensiones que el sistema autárquico del primer franquismo venía acumulando, en lo que a la evolución de la economía española de entonces se refería².

Una de las tensiones del sistema de la autarquía que queremos destacar en esta entrada, con objeto de introducir el tema que hoy nos ocupa, fueron los problemas de financiación de la hacienda pública,

que el Régimen procuró resolver sin éxito recurriendo regularmente al Banco de España y a la emisión de deuda pública automáticamente pignorable. Se intentaba así paliar la inadecuada capacidad recaudatoria del sistema tributario³.

La deuda pública automáticamente pignorable apenas se recuerda hoy, pero era un término de moda en aquellos tiempos. La pignoración es el depósito en una casa de empeños de una sortija u objeto de valor, a cambio de una cantidad de dinero. La deuda pública automáticamente pignorable es la emisión de deuda cuyo comprador podía pignorarla directamente en el Banco de España a cambio de dinero contante y sonante. Ni que decir tiene, lo pignorable y lo automático creaban enormes dificultades para el control de la masa monetaria en circulación, con el consiguiente impacto en el nivel general de precios que, dadas las necesidades de creciente financiación del estado emisor, tendía a crecer de forma incontrolada. Es decir, la inflación. Una inflación preocupante sin llegar a ser ruinosa, pero inflación, al fin y al cabo.

La inflación, repitémoslo, es el aumento generalizado en el nivel de precios. Es importante hacer notar que la inflación no es el aumento del precio de algunos bienes, servicios o activos debido a un cambio en los patrones de consumo y demanda, o debido a escasez de oferta, a la par que los precios de otros bienes o servicios disminuyen o permanecen inalterados. Esta situación es una alteración de los precios relativos de unos bienes con respecto a otros, frecuentemente observada en economías dinámicas, y que no tiene por qué resultar en inflación generalizada.

Para que se produzca inflación, como se estaba produciendo en los años cincuenta del pasado siglo en España, es necesario que aumente la masa monetaria sin un aumento comparable de la producción de bienes y servicios. La presión de una cantidad mayor de dinero contra una cesta de bienes y servicios que no aumenta no puede sino resultar en mayores precios de todos y cada uno de dichos bienes y servicios. Esta frase aparentemente inofensiva encierra multitud de trampas. Intentaremos salvar algunas de ellas con tres ejemplos concretos.

La Escuela de Salamanca

A los teólogos y juristas españoles agrupados en la denominada Escuela de Salamanca durante los siglos XVI y XVII, y cuyas figuras más destacadas fueron Francisco de Vitoria, Martín de Azpilcueta, Diego de Covarrubias y Domingo de Soto, corresponde el señalado honor de haber reflexionado cuidadosamente por primera vez en términos modernos sobre el fenómeno de la inflación, además de otras ideas de naturaleza económica como el justo precio, el interés y la usura. Motivados por consideraciones morales de origen escolástico, los doctores de la escuela de Salamanca observaron el efecto que la llegada masiva de plata y oro desde el nuevo mundo estaba teniendo sobre los precios, primero en España y después en toda Europa⁴. Concretamente, fue Martín de Azpilcueta quien elaboró una teoría monetaria que llegó a llamarse la teoría cuantitativa del dinero, según la cual, el aumento generalizado de los precios se debía al aumento de la cantidad de dinero, es decir, la cantidad de moneda de oro y plata en circulación.

Según cálculos de J.H. Eliot, en su "Imperial Spain", durante el periodo de 1503 a 1660, llegaron a España, procedentes del nuevo mundo, aproximadamente 16 millones de kilos de plata y unos 185

mil kilos de oro. Nótese que antes de estas aportaciones, se estima que existían en Europa unos 8 millones de kilos de plata y 925 mil kilos de oro⁵. De forma que, si bien la cantidad de oro llegada de “las Américas” suponía un 20% de la cantidad de oro existente en Europa, la cantidad de plata del nuevo mundo llegó a ser el 200% de la existente en Europa antes de su llegada. ¡Un 200%!

La España de entonces no disponía de un sistema productivo para absorber tan enorme cantidad de metales preciosos con una expansión comparable en la producción de bienes y servicios, y la Europa en la que acabó gastándose una buena parte de tan ingentes cantidades de “dinero de nueva creación”, tampoco. Ni que decir tiene, tampoco existía un sistema bancario moderno en el que la creación de dinero da lugar a una expansión del crédito y, de rebote, a varias posibles definiciones del concepto de “la cantidad de dinero”. En estas condiciones, la llegada de cantidades masivas de metales preciosos dio lugar a un experimento natural por medio del cual los doctores de la escuela de Salamanca fueron capaces de sentar las bases de una teoría monetaria de la inflación.

En los dos ejemplos que siguen no vamos a detenernos en las grandes hiperinflaciones de la historia como la alemana de hace casi cien años o las más recientes de Zimbabwe o Venezuela. Baste decir que las hiperinflaciones son procesos en que la desintegración de las instituciones sociales se confabula con los aspectos puramente monetarios y crediticios creando una espiral que no deja títeres con cabeza porque quien acaba con cabeza no es un títere (y dolariza o expatria sus activos)⁶. Antes bien, nos interesa destacar dos fenómenos; uno, de carácter empírico, es que la adaptación de un sistema o sistemas productivos pueden absorber aumentos considerables en “la cantidad de dinero” sin crear inflación⁷; y el otro, en el terreno de las ideas, es que la (subsiguiente) complacencia intelectual nos puede llevar a redescubrir la rueda o, en el peor de los casos, a inventar una rueda cuadrada.

La Globalización o los ojos del Guadiana

El proceso de globalización que se viene produciendo en su forma moderna (es decir, China) desde hace unas décadas ha puesto de manifiesto un interesante fenómeno en el que la expansión del mercado de trabajo, especialmente en China, y de la capacidad productiva, por doquier, ha coexistido con una expansión sin precedentes de la cantidad de dinero en circulación, a nivel internacional, sin desatar presiones inflacionarias⁸.

Este es el quid de la cuestión. Un aumento de la cantidad de dinero (incluido el crédito bancario) no tiene por qué resultar en un aumento generalizado, y sostenido, de precios y salarios, si el sistema productivo puede adaptarse al consiguiente aumento de la demanda o si, como fue el caso durante la gran depresión de los 1930 o la gran recesión del 2008, la capacidad productiva está severamente infrautilizada. Esta es la lógica de la Teoría General de John M. Keynes, que preconizaba el aumento del déficit público mediante la creación de dinero, aunque fuera enterrando sacos de billetes para crear “empleo” desenterrándolos, en respuesta a la caída de la demanda y del empleo que siguió a la crisis bursátil de 1929.

Contribuyendo a una mejor comprensión de los procesos inflacionistas, los economistas de los 70 y 80 del pasado siglo nos advirtieron del destructivo papel que juegan las expectativas de inflación entre

los agentes económicos (ustedes y nosotros, los sindicatos y las pequeñas, medianas y grandes empresas), cuando no nos queda más remedio que demandar inflación, introduciendo en el análisis un elemento psicológico, o *behavioural*, que fue preciso tener en cuenta. Parece extraño, que escribamos esto de “no nos queda más remedio que demandar inflación”, pero piensen en que los precios aumentan porque aumentan los salarios, que a su vez aumentan porque aumentan los precios, que a su vez ... dando lugar a la coexistencia de elevadas tasas de inflación y desempleo (*stagflation*) que se observó durante aquellos años.

Lo cierto es que las expectativas de inflación son importantes porque tienen tendencia a autosatisfacerse y convertirse en realidad, especialmente cuando se proponen soluciones que no lo son, como fue la indexación de precios y salarios para proteger a trabajadores y evitar la quiebra de acreedores y deudores, exacerbando la espiral inflacionaria, aumentando la incertidumbre y causando el acortamiento del horizonte de planificación de las empresas, organizaciones y hogares, resultando en la caída de la inversión a largo plazo y, por tanto, el crecimiento. Al final, fue preciso que banqueros centrales como Paul Volker intervinieran para quebrar las expectativas de inflación antes de que degenerasen en hiperinflaciones⁹.

Las crisis de 2008 y la que estamos atravesando como consecuencia de la caída de la actividad económica causada por la Covid-19, se han producido en pleno desarrollo del proceso de expansión de mercados de trabajo y de la capacidad productiva asociados a la globalización. En respuesta a estas crisis, el Banco de la Reserva Federal en los Estados Unidos y el Banco Central Europeo han venido implementando programas de compra de deuda pública a largo plazo y otros activos financieros en cantidades masivas. Estos programas son conocidos como “*quantitative easing*” (*QE*) y son, nos atrevemos a decir, parecidos en su espíritu a la pignoración de la deuda pública en la España de la autarquía, aunque no automático y bajo el control de la autoridad monetaria. Y, sin embargo, nos preguntaran, “¿Pignoración sin inflación?”

Pues sí, al menos hasta hoy, aunque hay que andar con cuidado ya que los precios de ciertos activos financieros (acciones) han aumentado, debido en parte al *QE*. Por las razones que venimos aduciendo, y a diferencia de la rigidez del sistema laboral y productivo de la España de la autarquía, el sistema globalizado de hoy ha sido capaz de absorber el aumento de la cantidad de dinero sin apenas inflación o, e incluso, al tiempo que se evidencian tendencias deflacionarias (es decir, de bajadas generalizadas de precios)¹⁰.

El problema es que este fenómeno de no-inflación junto con enorme expansión monetaria lleva algún tiempo inspirando (¿o debiéramos decir envalentonando?) a muchos “pensadores” y generando ideas pintorescas como...

La Teoría Monetaria Moderna o los ojos del Guadiana

La teoría monetaria moderna (o “*modern monetary theory*”, MMT) lleva años ganando adeptos entre sectores de la izquierda radical a ambos lados del Atlántico, dado que parece sugerir una ilimitada capacidad para financiar el gasto público por medio de deuda pública (los déficits no importan) o de inyectar dinero en la economía por medio de un *laptop* desde una oficina del banco central sin por

ello desatar la inflación¹¹.

Sin duda, la experiencia reciente de la poca o nula presión inflacionaria en presencia de aumentos masivos de la masa monetaria generada por el QE da la impresión de que no se ha encontrado el límite a la expansión monetaria. Pero esta impresión es falsa. Las extraordinarias medidas de estímulo fiscal de los últimos meses en los Estados Unidos y en Europa (para cuando lean esta columna, el congreso USA habrá aprobado otro billón de dólares adicionales), con ser necesarias, no tienen precedente tanto por su magnitud absoluta cuanto en relación con el producto interior bruto de los USA o de la UE, pero han actuado en condiciones de un descenso significativo en el empleo y la capacidad productiva. Las vacunas de Pfizer-BioNTech y de Moderna, entre otras, están ya siendo administradas y empieza a verse la luz al final del túnel, con un posible repunte de la demanda y la actividad económica que es difícil predecir, pero que puede llevar a un aumento de los precios y salarios. Es muy posible que pronto podamos saber si los límites a la expansión monetaria existen o no.

Con su actitud simplista con respecto los efectos no inflacionarios de la deuda pública y la creación de dinero, muchos proponentes de la MMT creen en el exceso permanente de capacidad productiva, incluido trabajo y recursos naturales, pero no creen en las potenciales complicaciones del sistema fraccional de reservas (ver nota 7, en que destacamos su importancia para controlar la masa monetaria, tanto para incrementarla como para reducirla) o de las expectativas de inflación (una aportación muy importante para entender la sostenibilidad de los procesos inflacionarios). Algo así como creer en un cuento de hadas sin dragones. Otros de sus proponentes, algo más conscientes de la experiencia histórica y menos dados a la fantasía, proclaman que los déficits públicos no importan hasta que importan o que un aumento de la cantidad de dinero no causa inflación hasta que la causa, lo cual no pasa de ser una verdad de Pero Grullo.

Y nosotros creemos, por lo tanto, que la teoría monetaria moderna ni es moderna, ni es teoría y, si nos apuran, no tiene mucho que ver con el dinero. La teoría monetaria moderna nos recuerda la popular ocurrencia, en nuestra tierra de la Rioja Baja, al referirnos al, por otra parte, próspero y señorial pueblo de Aldeanueva de Ebro: es el pueblo de las tres mentiras; ni es aldea, ni es nueva, ni por ella pasa el Ebro.

¹. La referencia a la extraordinaria película "Surcos" es de rigor, sin duda; pero me permitirás referirme a otra que, sin tratar directamente de la despoblación rural, la utiliza como motor de arranque de una historia no menos extraordinaria. Hablamos de "El momento de la verdad" (Il momento della verità), una producción ítalo-española dirigida por Francesco Rosi (sí, el de Salvatore Giuliano), en que el protagonista (Miguel Mateo, "Miguelín") huye de un pueblo sin futuro para buscarse la vida como torero en Barcelona. El buen hacer de Rosi nos muestra en los momentos iniciales la lucha por la vida que esperaba a los inmigrantes y, en unas escenas magistrales de todo magisterio, que se le pasaron a la censura seguramente porque le faltaba *finezza*, nos da el contrapunto de las humildes alpargatas de los costaleros que llevan al Cristo de la Buena Muerte con las embetunadas y marciales botas de los soldados franquistas que le dan guardia de honor. Multum in parvo!

². No podemos resistirnos a mencionar una anécdota de aquellos tiempos que refleja la impermeabilidad del régimen a la crítica y, al mismo tiempo, la impotencia de una prensa alicorta. A José Solís Ruiz, ministro secretario general del

movimiento y sindicalista vertical de nota, le preguntaron (recordamos que en nuestros tiempos primeros de universidad) por qué había tantos emigrantes españoles en el extranjero, a lo cual el ministro Solís respondió (parafraseamos), “Ya saben ustedes, el espíritu de aventura de los españoles”. Cuando el periodista, valientemente, le volvió a preguntar, “¿Y qué pasará cuando se acabe el espíritu de aventura de los españoles?”, la Sonrisa del Régimen (que así se conocía a este campechano cordobés) zanjó la cuestión con, sí, una amplia sonrisa: “¡Ah, entonces, el problema lo tendrán los europeos!”

³. Un interesante tratamiento de este tema, en comparación con la financiación del estado durante la democracia, es el de Francisco Comín (2017): La fiscalidad del Estado del Bienestar frente a la fiscalidad del franquismo (1940-2016). El texto relevante se puede consultar en https://www.aehe.es/wp-content/uploads/2016/01/201709_Francisco-Comin.pdf. En última instancia, la reforma de la hacienda pública de Mariano Rubio (1957) y el plan de estabilización de 1959 (Juan Sardá, Mariano Rubio, Enrique Fuentes Quintana) sentaron las bases para el crecimiento posterior de la economía española. En concreto, la tasa de inflación pasó de un promedio mensual del 13,4% en 1958 al 1,18% en 1960: <https://www.inflation.eu/es/tasas-de-inflacion/espana/inflacion-historica/ipc-inflacion-espana.aspx>. El profesor Fuentes Quintana consideraba al “impuesto inflacionario” como obscuro donde los haya: sucio, sorpresivo y muy dañino para los acreedores y rentistas que no tienen cláusulas de indexación de sus activos o rentas, respectivamente.

⁴. Marjorie Grice-Hutchinson, El concepto de la escuela de Salamanca: sus orígenes y su desarrollo, Revista de Historia Económica, Año VII, No. 2, 1989, Suplemento, páginas 21-26. Marjorie Grice-Hutchinson, The School of Salamanca: Readings in Spanish Monetary Theory, Oxford, 1952.

⁵. J.H. Eliot, *Imperial Spain*, páginas 183-184.

⁶. Adam Fergusson, *When Money Dies: The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation, and Hyperinflation in Weimar Germany*, William Kimber & Co. Ltd. 1975.

⁷. Explicaremos las comillas que ponemos en “la cantidad de dinero”. En la España de los Siglos XVI y XVII, la cantidad de dinero consistía fundamentalmente en moneda de oro y plata, pero comprende hoy varios niveles, empezando con la moneda y billetes en circulación, a los que se van añadiendo instrumentos de crédito de complejidad creciente. En términos muy básicos, en el sistema fraccional de reservas que permite a los bancos crear depósitos bancarios como un múltiplo de las reservas monetarias que deben mantener en el banco central, se considera a la cantidad de dinero como la suma de monedas y billetes en circulación más el total de depósitos bancarios, ya que tanto estos como aquellas pueden ser utilizados como medios de cambio y depósitos de valor. De esta forma, la relación entre monedas y billetes en circulación, por un lado, y la cantidad de dinero, por otro, se hace menos precisa a medida que la definición de “cantidad de dinero” se hace más compleja. El resultado es que el control de “la cantidad de dinero” por parte de la autoridad monetaria es tanto más difícil cuanto más amplia la definición de aquel.

⁸. Para una elaboración más amplia de las ideas en esta sección y en la que le sigue, véase The Economist, Briefing: Inflation, Prognostication and Prophecy, 12th December 2020

⁹. Paul Volker fue presidente del Banco de la Reserva Federal desde agosto de 1979 hasta agosto de 1987. Fue el artífice de una política monetaria restrictiva que rompió las expectativas de inflación no solo con aumento de los tipos de interés sino también con una consistente comunicación con los agentes económicos informándoles de la negativa del banco central a acomodar la espiral de subidas de precios y salarios manteniendo condiciones restrictivas mientras fuera necesario. Hemos de notar que, de forma diferente, los Pactos de la Moncloa de 1977 (en su vertiente económica) consiguieron algo parecido en cuanto a detener la espiral de precios-salarios.

¹⁰. Japón fue el primer país en introducir QE, durante 2001 – 2006. Para un tratamiento extenso de las características y los efectos del QE, véase <https://voxeu.org/article/quantitative-easing-new-voxeu-ebook>.

¹¹. La profesora Stephanie Kelton, de la universidad de Stony Brook, y asesora de Bernie Sanders en la campaña electoral de 2016, es uno de los más destacados proponentes de la MMT, expuesta en su reciente obra, *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, Hachette Book Group, 2020.