Breve historia de la inflación como fenómeno monetario

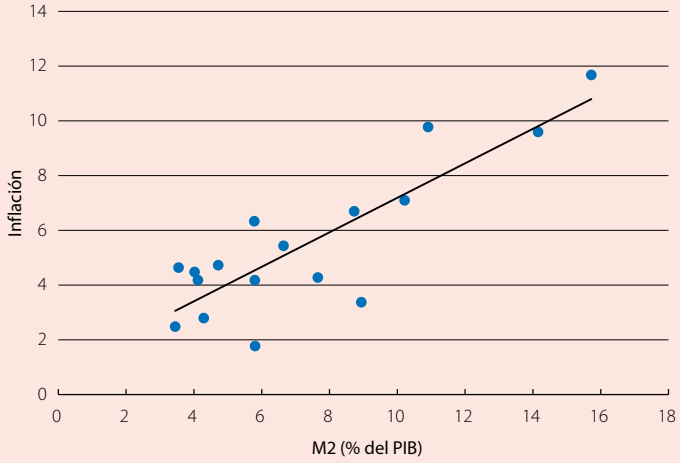
¿Qué niño no soñó con una máquina de imprimir dinero? ¡Todos los juguetes del mundo a nuestro alcance! Sin embargo, lo que nuestra imaginación no tenía en cuenta es que el dinero sirve principalmente como medio de intercambio, por lo que cuanto más dinero haya en la economía más costarán los bienes y servicios: de nada sirve que nos dupliquen el sueldo si también lo hace el coste de la vida. La actualidad económica, sin embargo, contradice este sencillo razonamiento, al menos en apariencia: los programas de estímulo monetario de la Reserva Federal (Fed) de EE. UU. y del Banco Central Europeo (BCE), entre otros, han provocado un fuerte aumento de la creación de dinero en los últimos cinco años, pero la inflación, lejos de dispararse, se mantiene persistentemente por debajo del objetivo de los bancos centrales. A continuación analizamos el porqué de esta aparente contradicción.

La idea de que a mayor oferta de dinero, mayor inflación es, de hecho, una de las leyes con más historia en la disciplina económica. Sus orígenes se han rastreado hasta los escritos de los filósofos Martín de Azpilcueta y Tomás de Mercado, miembros de la Escuela de Salamanca, Jean Bodin y David Hume, que se preocuparon por el impacto de la entrada masiva de metales preciosos procedentes de las colonias españolas en América.[1] Ya en el siglo XX, Irving Fisher, uno de los grandes economistas de su época, formalizó esta noción dotándola de un marco analítico, que se hizo popular gracias a la célebre frase del premio nobel en economía Milton Friedman:

«La inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario en el sentido de que solo es y puede ser producida por un incremento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción.»[2]

Inflación y oferta monetaria a largo plazo

Variación interanual, promedio 1970-2015 (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.*

Hoy en día esta proposición es plenamente aceptada por los economistas. Sin embargo, la relación entre oferta de dinero e inflación estuvo en el centro de la discusión entre las dos principales escuelas de las décadas de 1940 a 1970: los keynesianos y los monetaristas. Ambos bandos aceptaban la formalización de Fisher, que, de hecho, es una sencilla identidad: el valor de las transacciones en una economía debe ser equivalente a la cantidad de dinero que circula en ella.[3] Sin embargo, mientras que los keynesianos pensaban en el corto plazo, durante el cual los precios son relativamente rígidos, los monetaristas se centraban en el largo plazo, cuando los precios pierden su rigidez y se ajustan a la oferta de dinero. Debido a esta diferencia en el énfasis, los keynesianos argumentaban que la inflación está afectada principalmente por variables reales (como la tasa de paro), mientras que los monetaristas defendían que es un fenómeno preeminentemente monetario (es decir, causado por las variaciones en la oferta de dinero). La discusión, finalmente, contribuyó a enriquecer la teoría económica. En la actualidad, la distinción entre un corto plazo con rigideces de precios y un largo plazo con precios flexibles es una herramienta básica del análisis económico. Así, pese a que los factores reales son relevantes para las fluctuaciones a corto plazo de la inflación, sabemos que a largo plazo esta viene determinada por el crecimiento de la oferta monetaria.

Además, la diferente relación entre oferta monetaria e inflación a distintos horizontes temporales está bien documentada y respaldada por los estudios empíricos. Para ilustrar su relación a largo plazo, calculamos la tasa de inflación anual media y el crecimiento anual medio de la oferta monetaria entre 1970 y 2015 para un grupo de 17 economías avanzadas. Como muestra el primer gráfico, la correlación entre ambas es positiva y fuerte: las economías que experimentaron un mayor crecimiento de la oferta monetaria en promedio también experimentaron una mayor inflación en promedio.

Aunque este ejercicio es simple, se encuentran resultados muy parecidos en análisis más sofisticados. Por ejemplo, utilizando técnicas estadísticas avanzadas, Haug y Dewald (2004) y Assenmacher-Wesche y Gerlach (2007),[4] entre otros, extraen los componentes cíclicos y las tendencias a largo plazo de la inflación y la oferta monetaria en un grupo de países industrializados. Así,

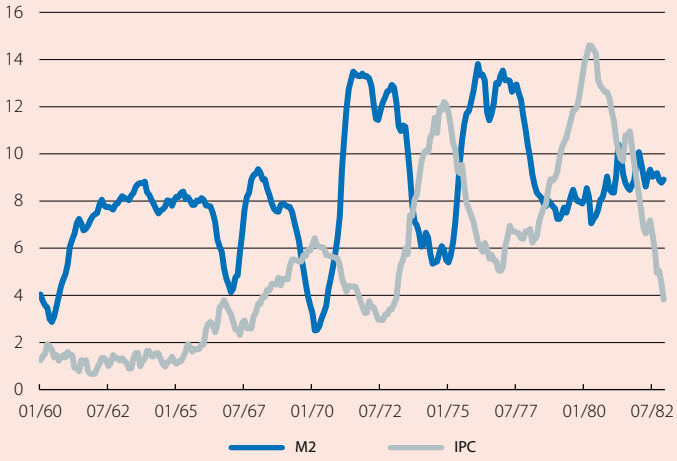
1. Recuérdese que, en el tiempo en el que vivieron estos autores (siglos XVI a XVIII), las acuñaciones de plata y oro eran ampliamente usadas como moneda de cambio.
2. Friedman, M. (1970), «The Counter-Revolution in Monetary Theory», Institute of Economic Affairs Occasional Paper, no. 33.
3. Es decir, $PY = vM$, donde Y es el volumen de producción, P es el nivel de precios de la economía, v es la velocidad de circulación del dinero y M es la oferta monetaria. Esta expresión es verdadera por definición, y puede interpretarse como un modo de definir v (no observable en el mundo real).
4. Haug, A. y Dewald, W. (2004), «Longer-term effects of monetary growth on real and nominal variables, major industrial countries, 1880-2001», ECB Working Paper Series, y de Assenmacher-Wesche, K. y Gerlach, S. (2007), «Interpreting euro area inflation at high and low frequencies», European Economic Review.

observan que existe una fuerte correlación entre las tendencias a largo plazo de la inflación y la oferta monetaria, mientras que sus componentes cíclicos no parecen estar correlacionados. Assenmacher-Wesche y Gerlach (2007) también muestran que el componente cíclico de la inflación está correlacionado con el grado de utilización de la capacidad productiva de la economía. Es decir, sus resultados son coherentes con el consenso que emergió entre keynesianos y monetaristas: a corto plazo, la actividad económica real es un determinante importante de la inflación, pero a largo plazo esta depende de la evolución de la oferta de dinero.

De hecho, es natural que los cambios en la oferta monetaria tarden en manifestarse en la inflación. Volviendo a nuestro sueño infantil de tener una máquina de imprimir dinero, sería razonable que los primeros billetes nos hicieran más ricos: inicialmente, los precios de los juguetes y las chucherías serían los mismos. Sin embargo, con el paso de las semanas, los tenderos acabarían subiéndolos: la inflación es un fenómeno monetario a largo plazo porque los precios son rígidos a corto plazo. O, al menos, este era el consenso entre monetaristas y keynesianos. No obstante, han pasado ya ocho años desde que los bancos centrales, como la Fed o el BCE, iniciaran una fuerte expansión monetaria para sostener la economía tras la Gran Recesión, pero esta expansión todavía no se ha trasladado a la inflación, lo que sugiere la existencia de otros mecanismos relevantes. Como se discute en el artículo «En busca de la inflación perdida», en este mismo Dossier, en los últimos años se han producido cambios en el funcionamiento de las economías avanzadas que pueden explicar por qué las rigideces de precios tardan más en desaparecer. Por un lado, el anclaje de las expectativas de inflación provoca que, a corto plazo, los agentes renegocien precios basándose en unas expectativas que coinciden con el objetivo del banco central. No obstante, a largo plazo, estas expectativas se mantendrán racionalmente ancladas solo si la tendencia de la oferta monetaria es coherente con el objetivo de inflación. Por otro lado, la globalización implica que parte del dinero creado por un país acabe fuera de las fronteras económicas del mismo y reduce la emisión efectiva de dinero en la economía en cuestión.

EE. UU.: inflación y oferta monetaria

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de St. Louis.*

Otra diferencia obvia respecto a otros episodios es que la recuperación de la demanda en las economías avanzadas es más lenta de lo esperado, lo que obstaculiza la evolución de la inflación. Por ejemplo, en una recesión, la debilidad del crédito frena la demanda y, así, reduce las presiones inflacionistas. De hecho, un estudio del BCE muestra que durante las recesiones se produce un desacople entre la creación de dinero por parte del banco central y el crecimiento del crédito.[5] Además, este desacople es especialmente agudo cuando la recesión va acompañada de una crisis financiera. El papel del crédito es fundamental, porque actúa de mecanismo de transmisión entre la emisión de dinero y la circulación del mismo (que es la que realmente incide sobre la inflación). Como se recoge en un *Informe Mensual* anterior,[6] actualmente tres factores clave actúan sobre esta transmisión: la debilidad de la demanda de crédito (por un elevado endeudamiento y un entorno incierto), una mayor prudencia por el lado de la oferta de crédito (por los cambios regulatorios de Basilea III) y una rentabilidad relativamente reducida en las economías avanzadas (que incentiva a invertir la liquidez en otras economías con retornos más atractivos). Sin embargo, a medida que la recuperación económica acelere, estos frenos desaparecerán. De hecho, los dos primeros factores se ven reflejados en un elevado exceso de reservas, especialmente en los países del núcleo europeo, por parte del sistema bancario. Si los bancos deciden convertir este exceso en crédito, el BCE deberá drenar la sobreabundancia de liquidez si quiere evitar la activación de la relación entre oferta monetaria e inflación. En este sentido, conviene no olvidar la experiencia de los EE. UU. en los años sesenta y setenta. Como muestra el segundo gráfico, aunque las políticas monetarias laxas de la Fed en los años sesenta y principios de los setenta no se tradujeran inmediatamente en una mayor inflación, finalmente esta llegó a alcanzar tasas del 14% a finales de los setenta y la Fed solo pudo controlarla después de convencer a los agentes de su compromiso con un crecimiento estable de la oferta monetaria.

En resumen, la noción de que la inflación está directamente relacionada con la evolución de la oferta de dinero es una de las más antiguas y resistentes de la disciplina económica. Sin embargo, esta relación se da con más fuerza a medio y largo plazo. Así, a pesar de que hoy no observemos una mayor inflación en respuesta a las fuertes inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales, ello se debe a factores de corto plazo, por lo que las autoridades monetarias deben tener en cuenta que, eventualmente, la inflación dependerá de la evolución de la oferta monetaria.

Adrià Morron Salmeron
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

5. BCE, «Money and credit growth after economic and financial crises – a historical global perspective», Monthly Bulletin, February de 2012.
6. Véase el Dossier «Inflación: ¿sólo un fenómeno monetario?» en el IM02/2015.