



Insisto: la tesis liberal sobre el crecimiento del dinero y la inflación es falsa. Respuesta a la réplica de J.R. Rallo

Publicado en ctxt.es el 23 de febrero de 2013

Días pasados, escribí un artículo ([Otro mito liberal que los hechos desmienten](#)) en el que me hacía eco de una investigación de Richard Vague ([Rapid Money Supply Growth Does Not Cause Inflation](#)) que venía a mostrar una tesis bastante simple: según sus cálculos, después de procesos de rápido crecimiento de la oferta de dinero no necesariamente se siguen procesos de inflación. Una conclusión que claramente contradice la tesis de los economistas liberales según la cual el incremento de la masa monetaria siempre produce subidas de precios. Y, añadido ahora, que no es ni mucho menos nueva, pues la han puesto de relieve con anterioridad economistas de diferentes tendencias de pensamiento, entre ellos miembros de destacados equipos de investigación de bancos o incluso de organismos oficiales. Por citar solo dos de ellos valgan como ejemplo el documento del banco francés Natixis [Quels sont les liens entre monnaie et inflation?](#) (2009) o este otro artículo más reciente de su economista jefe, Patrick Artus, [Peut-être n'avons-nous plus de théorie de l'inflation, que ce soit à court terme ou à long terme . Que doivent faire alors les Banques centrales?](#) (2016).

Días después de haber publicado mi artículo, el profesor Juan Ramón Rallo publicó otro en el que replicaba al mío con el título [¿Imprimir dinero genera inflación?](#)

Como creo que el debate intelectual respetuoso con las ideas ajenas es siempre enriquecedor voy a hacer a continuación algunos comentarios a este último escrito del profesor Juan Ramón Rallo pues creo que contiene algunos malentendidos y errores. Lo haré, como siempre me gusta hacerlo, con el lenguaje más simple y claro posible y sin acudir a expresiones o formulaciones técnicas para que pueda entenderme cualquier tipo de personas con independencia de sus conocimientos de economía. Y lo voy a hacer desarrollando tres asuntos principales:

1. A) Lo que yo creo que el profesor Rallo no refuta de mis tesis.
2. B) Los errores que en mi opinión comete el profesor Rallo.
3. C) Las razones que, a mi juicio, explican sus errores y que no pueda refutar las tesis que expuse en mi anterior artículo.

Para que pueda seguirse más claramente mi exposición y para facilitar la crítica de lo que digo voy a desarrollarla numeradamente, en puntos sucesivos.

1. **A) Lo que yo creo que el profesor Rallo no refuta de mis tesis**
2. En mi artículo hay cuatro contenidos:

- La utilización de los datos de Richard Vague para criticar al que calificué como un mito liberal consistente en afirmar que el aumento en la cantidad de dinero siempre crea inflación.
- La personalización de la crítica en el economista español Juan Ramón Rallo al haber leído que el subtítulo de su nuevo libro dice textualmente *Por qué imprimir dinero sí genera inflación*, es decir, una frase literalmente contraria a la tesis de Vague.
- Un resumen rapidísimo de los datos de Vague para presentar las conclusiones de su trabajo, en el sentido arriba apuntado.
- Un comentario final señalando que mi tesis (que el crecimiento en la masa monetaria no tiene por qué generar siempre inflación) se ajusta no solo a los datos de Vague sino al sentido común.
- Una breve conclusión sobre los efectos que tiene mantener la tesis de que el origen de la inflación es siempre un crecimiento de la cantidad del dinero circulante.



2. El desarrollo de esos contenidos de mi artículo anterior lleva a establecer cinco tesis principales:
3. a) Los economistas liberales defienden que el incremento de la masa monetaria crea inflación.
4. b) El profesor Juan Ramón Rallo defiende esta misma tesis.
5. c) Los datos de Richard Vague muestran que el crecimiento de la oferta o masa monetaria NO SIEMPRE produce inflación.
6. d) Esa conclusión de Vague es deducible también del sentido común que indica que un incremento de la oferta monetaria no produce a continuación un incremento de los precios si se atesora por los bancos y no llega a los sujetos económicos en forma de créditos; si, aunque llegue a empresa y consumidores, no se destina a transacciones de bienes o servicios; y si hay capacidad por parte de la oferta para hacer frente a la mayor cantidad de medios de pago circulantes, en el caso de que el aumento inicial en la oferta monetaria se traduzca finalmente en aumento del consumo.
7. e) Los economistas que defienden la tesis liberal ocultan que sus conclusiones de política económica tienen un claro efecto distributivo que beneficia a los grupos de mayor renta y riqueza.
8. A mi juicio, está bastante claro que ninguna de esas cinco tesis principales es refutada por el profesor Rallo.
9. El profesor Rallo no pone en cuestión que los economistas liberales defiendan la tesis de que el incremento de la oferta monetaria lleve consigo un posterior aumento de precios. Es más, reivindica las tesis de los economistas que justamente defienden esta tesis (Lucas, McCandless, Webe, Dwyer, Hafer, Bundesbak).
10. El profesor Rallo no niega que él mismo defiende la tesis que yo le achaco a la vista del subtítulo de su último libro: *Contra la Teoría Monetaria Moderna Por qué imprimir dinero sí genera inflación y por qué la deuda pública sí la pagan los ciudadanos*, subrayado mío.
11. El profesor Rallo no refuta lo que indican los datos de Richard Vague sino que al respecto solo hace un par de comentarios que no pueden considerarse refutaciones de su tesis.
12. Dice el profesor Rallo que Vague *“apenas relaciona la evolución de M2 con el IPC: si M2 crece y el IPC no lo hace, entonces descartamos la influencia de la oferta monetaria sobre el IPC”*. Un comentario que no se puede considerar como una refutación y, ni siquiera, como una crítica. Vague utiliza esas variables y esa relación porque es justamente lo que trata de descubrir, es decir, si hay relación entre el crecimiento de M2 (monedas y billetes en circulación + depósitos a la vista en los bancos + depósitos a plazo) y el del IPC (Índice de Precios al Consumo). Si utilizara otras variables sería otra investigación y llegaría, quizá sí o quizá no, a otros resultados. La prueba de que utilizar M2 es tan legítimo como usar M1 (monedas y billetes + depósitos a la vista en los bancos) es que el propio profesor Rallo utiliza en su defensa trabajos que han utilizado la misma variable que Vague (M2) en lugar de M1.
13. El profesor Rallo no solo no refuta los datos de Vague que ponen de relieve que un crecimiento de M2 no produce la subida posterior del IPC sino que incluso reconoce en su artículo que los incrementos de la oferta de dinero pueden ser no inflacionistas, contradiciendo el subtítulo de su libro y dando la razón a la tesis de Vague que yo suscribo. Lo dice claramente al afirmar *“Un aumento autónomo de la demanda de dinero posibilita un cierto incremento no inflacionista de su oferta (sobre todo si ese aumento de la oferta se dirige a adquirir activos financieros ya existentes y que respaldan su cotización): esto es, justo, lo que ha acontecido durante los últimos años”*. Solo con que el profesor Rallo fuese consciente de que ha escrito esta frase se hubiera ahorrado tener que escribir todo un artículo para tratar de criticar mi tesis, pues con sus propias palabras afirma lo mismo que niega de mi tesis: que el crecimiento de la oferta de dinero NO SIEMPRE trae consigo detrás inflación, tal y como -según él mismo reconoce- *“ha acontecido durante los últimos años”*.
14. El profesor Rallo califica a los supuestos de Vague como **“bastante tramposos” pero eso no es una refutación sino un insulto. Sobre todo, cuando el argumento que da para descalificarlos es claramente erróneo.**
15. **10. Para afirmar que los supuestos de Vague son “bastante tramposos” el profesor Rallo afirma que: “los autores (de la investigación de Vague) sostienen que solo en siete de los 30 periodos registrados en diversas partes del planeta en los que la M2 ha crecido más de un 200% la inflación ha superado el 5% durante tres años seguidos; pero, en realidad y según su misma base de datos, en 235 de los 266 años en los que la M2 creció más de un 200%, la inflación lo hizo más de un 5%”** (subrayado mío).
16. El argumento que el profesor Rallo utiliza para calificar como bastante tramposos los supuestos de Vague es erróneo porque se basa en confundir coincidencia con causalidad. El profesor Rallo descubre (como no podía de ser de otra manera) que las anginas (en este caso la inflación superior al 5%) van acompañadas



casi siempre de aumento de la fiebre (en este caso, de incremento superior al 200% de M2) y de ahí deduce que la subida en la fiebre (el crecimiento de la cantidad de dinero) es la causa de las anginas (en este caso de la inflación). Un error elemental que equivale a decir que el aumento en el desbordamiento del río fue debido a que subió su caudal. Richard vague, por el contrario, hace lo correcto: como quiere comprobar si la fiebre (el crecimiento de la oferta monetaria) es la causa de las anginas (de la inflación) lo que hace (correctamente) es comprobar si la subida de la fiebre (M2) en un periodo viene seguida de otro con anginas (IPC). Y demuestra que, algo que no refuta el profesor Rallo.

17. El profesor Rallo tampoco refuta la explicación que doy a la tesis que prueban los datos de Vague desde el “sentido común” (aunque realmente me refería a las condiciones de permisibilidad de la inflación que han establecido multitud de economistas en los últimos decenios). Aunque hace algunas interpretaciones *sui generis* que no voy a comentar, porque no afectan al núcleo de la cuestión, lo cierto es que reconoce que mi tesis “*en sus líneas generales es fundamentalmente correcta*”. Un reconocimiento que me resulta suficiente si se tiene en cuenta que viene de un economista que parte de hipótesis y llega a conclusiones diametralmente opuestas, casi siempre, a las mías.
18. El profesor Rallo tampoco refuta mi tesis que apunta a que detrás de las políticas liberales basadas en la idea de que el crecimiento de la cantidad de dinero produce inflación siempre hay una distribución de la renta que favorece a los grupos de mayor renta y riqueza. Por el contrario, el profesor Rallo guarda un absoluto silencio sobre cuáles son los efectos distributivos de sus planteamientos económicos y propuestas políticas.
19. **B) Los errores que a mi juicio comete el profesor Rallo.**
20. El profesor Rallo parte de un concepto de inflación erróneo.
21. El profesor Rallo identifica la inflación con la bajada en el precio del dinero y la deflación con su subida. Así lo expresa literalmente en su artículo: “*El dinero no es una excepción. Si su oferta se incrementa y su demanda no lo hace, este precio tenderá a depreciarse (inflación); si su demanda crece y su oferta no lo hace, tenderá a apreciarse (deflación)*” (subrayado mío).
22. Este concepto de inflación utilizado por el profesor Rallo -subida del precio del dinero (tipo de interés)- es el que conviene para desarrollar sus tesis pero es muy diferente del que se utiliza por cualquier otro economista que no forme parte de su escuela austriaca de pensamiento: la subida generalizada, continuada y de una cierta relevancia en el nivel general de los precios de los bienes y servicios de la economía medida a través de cualquier índice con capacidad para captar esas características, como el IPC o el deflactor del PIB.
23. La prueba del error que supone definir inflación como bajada del tipo de interés es que cuando se producen episodios inflacionarios lo que se suele hacer es, precisamente, subir el tipo de interés, o bajarlo cuando hay deflación o riesgo de que se produzca. Si la subida o la bajada del tipo de interés se utiliza como remedio frente a situaciones de inflación o deflación tiene que ser porque son cosas distintas.
24. Afirmar, como hace el profesor Rallo, que el precio del dinero “se determina por la interacción de su oferta y de su demanda” es un grave error, por mucho que se venga repitiendo sin cesar como si lo fuera por los economistas neoclásicos. Me hace recordar la anécdota de Joan Robinson cuando comenzó su primera clase como invitada en el Massachusetts Institute of Technology (MIT): tomó una tiza y dibujó en la pizarra un diagrama con una curva de oferta y otra de demanda que determinaban un nivel de precios. Se volvió a sus alumnos y les dijo: “Estaba bromeando, por supuesto”.
25. Hace ya muchos años que economistas como Sonnenschein, Mantel y Debreu, entre otros, probaron que no hay “una demanda de mercado” sino que la demanda de mercado puede adoptar cualquier forma (siempre que no se cruce consigo misma) y, por tanto, que puede haber dos o más niveles de demanda compatibles con un nivel de precio determinado. Y otros han demostrado también que la idea de que existe, como dicen los economistas neoclásicos y liberales, una oferta “de mercado” es igualmente falsa.
26. En el caso del dinero, la vida real demuestra sin lugar a dudas lo anterior y, por tanto, que su precio (el tipo de interés) ni se fija en un solo mercado ni a través de su oferta y su demanda.
27. En contra de lo que falsamente presumen los economistas liberales como el profesor Juan Ramón Rallo (aunque es verdad que no solo los liberales), la realidad muestra claramente (como recientemente han expuesto los economistas del Banco de Inglaterra Michael McLeay, Amar Radia y Ryland Thomas en [Money creation in the modern economy](#)) que los tipos de interés se fijan en espacios, momentos y condiciones muy diferentes y que, por tanto, no existe “el tipo de interés” sino varios tipos de interés en la economía. El precio del dinero que proporciona el Banco Central o con el que retribuye los depósitos que recibe lo fija él mismo, en su condición de oferente monopolista, y lo fija en función de sus criterios



discrecionales de política monetaria, precisamente con el fin de modificar la oferta y demanda de dinero en la economía. El dinero bancario que circula en el mercado interbancario tiene un tipo de interés que puede estar relacionado con la oferta y demanda existente en un momento dado pero siempre estará determinado por el que previamente haya fijado con discrecionalidad el banco central. El tipo de interés del dinero que se oferta y demanda en los diferentes tipos de mercados más especializados será diferente para cada tipo de producto financiero o según los vencimientos. Y, como es bien sabido, el tipo de interés al que finalmente se ofrece el dinero a las empresas o consumidores depende de circunstancias a veces muy distintas de la oferta y la demanda. Por ejemplo, del poder de mercado de las sociedades o de las condiciones patrimoniales o incluso personales de los demandantes.

28. Es una contradicción consecuencia del error anterior, y un error en sí mismo, que el profesor Rallo afirme en primer lugar, como acabo de señalar, que el precio del dinero *“se determina por la interacción de su oferta y de su demanda”* y más adelante que el precio del dinero *“tiende a determinarse por el valor actualizado de sus flujos de caja futuros”*.
29. Solo se podría aceptar que lo anterior no es contradictorio si se establece el supuesto de que el mercado de dinero (no uno, sino todos los que ya he señalado que existen en la realidad) no solo son perfectos sino auténticamente milagrosos, pues en todos ellos los participantes deben tener información perfecta y gratuita y expectativas completamente ciertas sobre el futuro, por no decir que también unos conocimientos actuariales realmente impresionantes. Un tipo de supuestos muy del gusto de la mayoría de los economistas liberales pero cuyo total irrealismo se puede comprobar con las crisis financieras que sufrimos cada vez más recurrentemente.
30. Afirmar que el precio del dinero *“tiende a determinarse por el valor actualizado de sus flujos de caja futuros”* es, además, una tautología puesto que es bien sabido que el valor actualizado de un flujo de caja futuro se determina por el tipo de interés, de modo que la afirmación del profesor Rallo equivale a decir que el precio del dinero se determina por el precio del dinero.
31. Es un error del profesor Rallo analizar el dinero y más concretamente la cantidad de dinero circulante como si fuera un asunto o variable exógena a la economía, es decir, como algo que “manipula” a su conveniencia el Estado. Desde hace muchos años está demostrado que la cantidad de dinero circulante (sea cual sea la magnitud con que se mida) no es el resultado de una decisión discrecional del Estado (del banco central) sino de los bancos comerciales que crean dinero bancario.
32. Los estudios empíricos y teóricos de economistas de enfoques tan distintos como Basil Moore, los Premio Nobel Finn Kydland y Edward Prescott, el que fue vicepresidente de la Reserva Federal de Nueva York Alan Holmes, o los anteriormente mencionados del Banco de Inglaterra han demostrado claramente que no es cierto que sea el banco central quien determina la oferta monetaria estableciendo los coeficientes de reservas que deben respetar los bancos comerciales. Por el contrario, es una evidencia que solo puede negar quien no quiera reconocer la realidad que el proceso de creación de la oferta monetaria es el contrario: los bancos comerciales determinan cuál va a ser su oferta de crédito y a partir de ahí reclaman del banco central las facilidades que les permiten mantener las reservas necesarias (por cierto, prácticamente ninguna y hoy día casi en relación con los depósitos de los hogares). Naturalmente, ese es un proceso de continuas interrelaciones y que no implica que el banco central sea un agente pasivo ni mucho menos, puesto que tiene una intervención muy decisiva, aunque indirecta, a través de la fijación, como señalé antes, del tipo de interés.
33. De lo anterior se deduce que es un error del profesor Rallo (aunque una estratagema analítica imprescindible para poder llegar a las conclusiones a las que desea llegar) hablar constantemente del dinero como “moneda fiat” y de imprimirlo, como hace incluso en el subtítulo de su último libro. Es evidente que el dinero bancario, que representa más del 90% del total de los medios de pago no se imprime.
34. Entiendo que es un error hablar de moneda fiat porque se dejan fuera la inmensa mayor parte de los medios de pago que justamente son los que no crea directamente el banco central (en realidad, y en sentido estricto, solo crea el llamado dinero legal, las monedas y los billetes, que es una parte muy pequeña del total de los medios de pago utilizados en la economía). Se trata, como he dicho, de una estratagema analítica para poder criticar al Estado como manipulador monetario cuando su papel en materia de creación de dinero es en realidad el de servidor de los intereses de la banca comercial (también para poder considerar al dinero como un “peculiar título de Deuda Pública”, una expresión del profesor Rallo que no es más que una pura metáfora necesaria para poder criticar al Estado pero que no tiene mucho fundamento real, aunque este tema no afecta a lo que pretende mi respuesta a su réplica y no voy



a desarrollarlo).

35. Es un error del profesor Rallo no tener en cuenta que los rendimientos crecientes (y no los decrecientes como suelen defender los economistas liberales que son más esclavos del modelo neoclásico) o cierto tipo de economías de escala son los que predominan cada vez más frecuentes en las economías modernas: además de las economías de escala estáticas (costes fijos) y dinámicas (learning by doing) prácticamente todas las economías de redes funcionan con rendimientos crecientes (ley de Metcalfe). Y se ha demostrado, por ejemplo, por Geoffrey Heal, que los aumentos de la oferta monetaria en situación de rendimientos crecientes hacen bajar los precios hasta que los inputs empiezan a encarecerse más que proporcionalmente porque escasean debido a la demanda.
36. Me parece un error que, a la hora de criticar la tesis que yo defendía en mi artículo, recogiendo los datos de Richard Vague, del profesor Rallo que no haya tenido en cuenta algo tan elemental como analizar la realidad histórica. Por ejemplo, lo que ha ocurrido cuando algún gobierno, como el de la señora Thatcher, ha querido combatir la inflación siguiendo el criterio liberal de mantener restringido el crecimiento de la oferta monetaria: sencillamente, que tuvo que renunciar a mantenerlo. O, desde otro punto de vista, que es también evidente que periodos de tipos de interés elevados y política monetaria restrictiva pueden traer consigo (como en la España anterior al euro) subidas de precios como consecuencia del encarecimiento de los costes empresariales.
37. Finalmente, y aunque los asuntos relativos a la etiquetas ideológicas siempre me han parecido muy secundarios y de escasa importancia, debo señalar que es un error del profesor Rallo confundir los planteamientos teóricos que han desarrollado los economistas denominados postkeynesianos con los keynesianos o neokeynesianos. Son bastante diferentes por no decir que incluso contradictorios en ocasiones.
38. **C) Las razones que, a mi juicio, explican sus errores y que no pueda refutar las tesis que expuse en mi anterior artículo.**
39. Como he mostrado anteriormente, el profesor Rallo no refuta la tesis principal que yo planteaba en mi artículo, es decir, la idea de que el crecimiento de la cantidad de dinero no es siempre inflacionista. Al verse aludido en mi artículo la ha criticado porque muy inteligentemente ha percibido que esta tesis que definiendo pone en cuestión un asunto clave en su pensamiento: la idea de que el Estado es un manipulador monetario que controla a su antojo la oferta monetaria creando así inflación, deuda y todo tipo de males económicos.
40. La razón analítica de los errores del profesor Rallo es, como he mencionado, que se mueve solo en el mundo de las variables monetarias y toma como exógenas variables (como la oferta monetaria) que en realidad vienen determinadas por lo que ocurre en los mercados y en la economía en general. O que, aunque trate de distanciarse, a la postre sigue siendo esclavo de hipótesis neoclásicas que la realidad y el análisis económico más riguroso han demostrado que son completamente ajenas a la realidad (como cuando dice que el tipo de interés se determina por la oferta y la demanda).
41. Pero la razón profunda por la que economistas como el profesor Rallo defienden tesis que son tan contrarias a la realidad, que multitud de evidencias empíricas han demostrado que son una "teoría económica fallida", en palabras del Premio Nobel Paul Krugman en un artículo significativamente titulado [El culto a la inflación](#), es otra. En este artículo, Krugman apunta claramente esa razón: "*¿qué hay de los economistas que se adhieren al culto? Todos son conservadores, pero ¿no eran también profesionales que ponen la evidencia por delante de la conveniencia política? Por lo visto, no. Por tanto, la persistencia del culto a la inflación es un indicador de lo polarizada que ha llegado a estar nuestra sociedad; de cómo todo es político, incluso entre aquellos que se supone que están por encima de esta clase de cosas. Y esa realidad, a diferencia del supuesto riesgo de inflación galopante, es algo que debería asustarnos*". Y en otro artículo titulado [La obsesión por la inflación](#) Krugman recordaba: "*Allá por la década de 1930, los economistas austriacos, como Friedrich Hayek y Joseph Schumpeter, arremetían contra cualquier esfuerzo por combatir la depresión con dinero fácil; hacerlo, advertía Schumpeter, sería no dejar "que las depresiones hagan su trabajo". Por lo general, los conservadores actuales son menos transparentes en cuanto a la crueldad de sus puntos de vista, pero más o menos vienen a ser los mismos. La otra cara de esta actitud contraria al Gobierno es la convicción de que cualquier intento de estimular la economía, ya sea fiscal o monetario, produce por fuerza resultados desastrosos (Zimbabue, ¡aquí llegamos!). Y esta convicción es tan firme que subsiste año tras año sin que importe lo errónea que haya sido*". Lo que hay detrás del análisis erróneo del profesor Rallo es una pura preferencia ideológica (conservadora y hasta de extrema derecha) previa. Y algo más.



42. El también Premio Nobel de Economía y nada sospechoso de izquierdismo James Tobin adelantó en 1981 las consecuencias que tendrían las políticas monetaristas que por entonces comenzaban a aplicarse y que todavía defienden economistas como el profesor Rallo a pesar de su fiasco teórico: *“sus únicos resultados seguros serían las redistribuciones de la renta, la riqueza y el poder, del Estado a las empresas privadas, de los trabajadores a los capitalistas y de los pobres a los ricos”*. Los datos estadísticos muestran muy claramente que Tobin no se equivocó y que esas han sido efectivamente las consecuencias de las políticas que se justifican con estas teorías económicas que no se ajustan a la realidad.
43. En conclusión, tengo que insistir en la tesis de mi anterior artículo y agradezco mucho a Juan Rallo que haya dedicado su tiempo a comentarlo. Es un honor para mí debatir con él y, por supuesto, quedo abierto a corregir mis ideas si compruebo que estoy equivocado.