



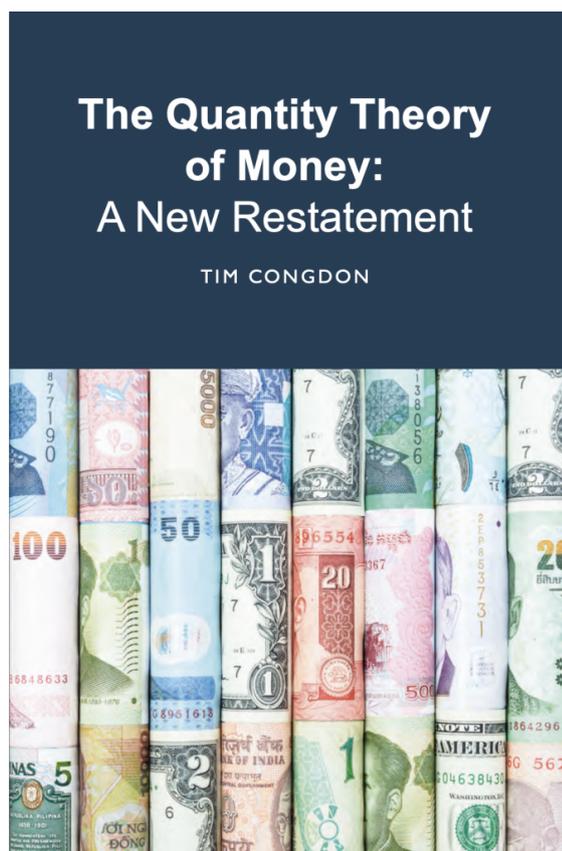
«La teoría cuantitativa del dinero. Una nueva revisión», de Tim Congdon

Descripción

Tim Congdon. Economista británico. Director del Institute of International Monetary Research.

Avance

El libro de **Tim Congdon** [*The Quantity Theory Of Money: A New Restatement*](#) («La teoría cuantitativa del dinero. Una nueva revisión») parte de la idea de que en el siglo XXI se ha propagado una concepción errónea de qué es la inflación y de cómo puede controlarse. Para Congdon, la respuesta de los bancos centrales al proceso inflacionario que se produjo al inicio de esta década de 2020 es una prueba de ello. Esperaban que la inflación se corrigiera por sí misma, sin necesidad de modificar la política monetaria, porque estaban convencidos de que los precios subían no por factores monetarios, sino por causas directamente relacionadas con el sector real de la economía. Por ejemplo, en el contexto del covid-19, atribuyeron la subida de precios al recorte en la producción de bienes.



Tim Congdon: [«The Quantity Theory Of Money: A New Restatement»](#), The Institute of Economic Affairs, 2024

En «La teoría cuantitativa del dinero. Una nueva revisión», el economista británico recuerda que la inflación es un fenómeno monetario causado por un aumento de la oferta de dinero superior al crecimiento del valor real de la producción. Es decir, el dinero se deprecia si crece la cantidad de dinero.

En el Imperio Romano, la inflación se debía al envilecimiento de la moneda causado por los gobernantes. Si se reducía el contenido de plata y cobre de una moneda, valía menos en el mercado y era preciso entregar un mayor número de monedas para obtener la misma mercancía. Lo que sucedía en la España del siglo XVI era diferente: los precios subían aun cuando las monedas mantenían un alto contenido de metales preciosos. El **padre Azpilcueta** explicó por primera vez la causa de este fenómeno: los precios eran más altos en España que en Francia porque la cantidad de dinero en circulación era mayor en nuestro país.

En el siglo XX aparecieron las ecuaciones de Fisher y de Cambridge para explicar la inflación. Determinan matemáticamente cómo el incremento de la cantidad de dinero afecta al crecimiento de los precios. En la década de 1950, [Milton Friedman](#), en su artículo *La teoría cuantitativa del dinero: una revisión*, propuso una reinterpretación de esta teoría para aplicarla al mundo moderno y argumentó que la inflación es, ante todo, un fenómeno monetario. Sin embargo, las ideas dominantes en el campo de la teoría monetaria volvieron a cambiar y los modelos basados en la teoría cuantitativa fueron sustituidos por enfoques diferentes. Como ha demostrado la respuesta de los bancos centrales a la inflación de la década del 2020, se ha llegado a negar que la evolución de la cantidad de dinero tenga efectos reales importantes en la evolución de la economía.

Tim Congdon propone recuperar la tesis de Friedman de que la inflación es siempre un fenómeno monetario. Según Friedman, la evolución de la cantidad de dinero es la principal variable explicativa de las alzas de los niveles generales de precios. Sin embargo, el ensayo de Congdon no es una simple reivindicación de la obra de Friedman. Como su título indica, es un intento también de replantear algunos puntos en los que Congdon no coincide con Friedman y darle actualidad a su propuesta.

Artículo

Entre los principios sobre los que se asienta el análisis económico ocupa un lugar relevante el que establece la correlación positiva entre el incremento de la cantidad de dinero y el alza del nivel general de precios; es decir, la idea de que **la inflación es un fenómeno monetario causado por un aumento de la oferta de dinero superior al crecimiento del valor real de la producción**. Naturalmente, los sistemas monetarios vigentes en cada momento —metálicos o fiduciarios— condicionan la evolución de la cantidad de dinero. Y esta puede ser definida de formas diversas, como luego veremos. Pero el principio general es claro: el dinero se deprecia —es decir, el nivel de precios aumenta— si, en condiciones de *ceteris paribus* (no hay cambios en otras variables), crece la cantidad de dinero.

El desarrollo de la teoría cuantitativa del dinero

Esta es la esencia de la denominada «teoría cuantitativa del dinero», que fue formulada por primera vez a mediados del siglo XVI y que constituye la mayor aportación que hayamos hecho nunca los españoles al desarrollo del pensamiento económico. Como es sabido, en el siglo XVI España experimentó una inflación sostenida, que no parecía fácil de explicar. No es que la inflación fuera algo nuevo. Periodos en los cuales el dinero se depreciaba, a veces de forma intensa, eran bien conocidos desde el origen mismo de los sistemas monetarios; y en el Imperio Romano encontramos algunos ejemplos interesantes de ello. Pero, hasta entonces, la inflación se debía generalmente al envilecimiento de la moneda causado por los gobernantes. Por ejemplo, si una moneda de plata y cobre reducía su contenido de plata, valía menos en el mercado; es decir, era preciso entregar un mayor número de monedas para obtener la misma mercancía, aunque el valor nominal de dichas monedas siguiera siendo el mismo. Y sabemos que, a lo largo de la Edad Media, esta práctica de envilecer la moneda era muy habitual cuando los príncipes o los reyes necesitaban más recursos financieros. Pero lo que sucedía en la España del siglo XVI era diferente: los precios subían con una moneda de alto contenido en metales preciosos, por lo que el hecho no podía explicarse por su

envilecimiento. **Fue el padre Azpilcueta, en su brillante *Comentario resolutorio de cambios (1556)*, quien explicó por primera vez el hecho: los precios eran más altos en España que en Francia —afirmaba— porque la cantidad de dinero en circulación era mayor en nuestro país.** Y generalizaba el modelo estableciendo esta correlación directa entre cantidad de dinero y nivel de precios.

Con el paso del tiempo, la teoría se iría desarrollando y perfeccionando. Ya **en el siglo XX aparecen las dos versiones más relevantes de este modelo. La primera es la llamada ecuación de Fisher:** $MV = PT$, en la que M representa la cantidad de dinero, V la velocidad de circulación del dinero, P es el nivel general de precios y T el valor agregado de las transacciones que se llevan a cabo en una economía. Dado que, en condiciones de normalidad, V es bastante estable, si M aumenta, P crecerá en una cuantía equivalente al incremento de M menos el crecimiento de T (que viene determinado por el crecimiento de la renta nacional), multiplicado por la elasticidad/renta de la demanda de dinero. En el fondo es una ecuación simple de equilibrio entre la oferta (lado izquierdo de la ecuación) y la demanda (lado derecho de la ecuación) de dinero. Lo importante es que la variable independiente es el incremento de M (controlado por la política monetaria), que determina el crecimiento de P, es decir, la inflación.

La segunda formulación es la denominada ecuación de Cambridge: $M = kPY$, donde Y representa la renta nacional. Es similar a la anterior. De nuevo es una ecuación, cuyo lado izquierdo representa la oferta y el derecho la demanda de dinero; si bien en este caso se pone el énfasis en la cuantía del dinero que la gente quiere mantener, y no solo para realizar transacciones, sino también por otros motivos, como la inversión y la especulación.

Pese a la solidez del modelo, la teoría cuantitativa del dinero fue dejada de lado por muchos economistas a partir de la publicación en 1936 de la *Teoría General* de [John Maynard Keynes](#), quien, por cierto, previamente la había estudiado en detalle y había presentado la versión más elaborada del modelo cuantitativo de Cambridge en su *Tratado sobre el dinero*, publicado solo unos años antes.

Habría que esperar a la década de 1950 para que Milton Friedman convenciera a gran parte de la profesión del valor de esta teoría para explicar la evolución del nivel general de precios y para establecer la idea de que la inflación es, ante todo, un fenómeno monetario. Uno de sus artículos más influyentes en este campo se titula *La teoría cuantitativa del dinero: una reformulación* (*The Quantity Theory of Money: A Restatement*) y fue publicado en 1956. En él, se plantea cómo reinterpretar el viejo cuantitativismo para aplicarlo al mundo contemporáneo. Este y otros trabajos del mismo autor contribuyeron en buena medida a modificar la política macroeconómica, que se fue alejando paulatinamente de la ortodoxia keynesiana, que se había mostrado incapaz de explicar de forma adecuada la evolución de la inflación, en especial a partir de la década de 1970.

La inflación del 2020

Las ideas dominantes en el campo de la teoría monetaria volvieron a cambiar y, como tantas veces ha sucedido en la historia del pensamiento económico, los modelos basados en la teoría cuantitativa fueron sustituidos por enfoques diferentes que llegaron a negar, por ejemplo, que la evolución de la cantidad de dinero tuviera efectos reales importantes en la evolución de la economía. Este planteamiento estaba muy extendido no solo en el mundo académico, sino también en los principales bancos centrales del mundo, cuando **se produjo un proceso inflacionario que tomó por sorpresa a la mayoría de los economistas al principio de la década de 2020.** En efecto, tras haberse vivido

con unos precios bastante estables desde los años ochenta del siglo anterior, la inflación creció de forma muy preocupante tras la crisis del COVID.

Un debate interesante, pero bastante sorprendente al mismo tiempo, fue el que se planteó en 2022 en relación con el carácter «temporal» o no de la inflación que empezaba a preocupar seriamente en aquel momento: ¿era esta nueva —y para algunos totalmente inesperada— inflación un fenómeno «temporal» o se trataba del principio de un problema más grave y duradero? Hoy sabemos que la idea de que la inflación era meramente temporal fue un grave error de los bancos centrales, que confiaban en una solución rápida y relativamente sencilla del problema. Ya con una cierta perspectiva temporal cabe afirmar hoy que los términos en los que se planteó la discusión eran imprecisos. En el debate de los últimos años, el uso del término «temporal» tenía un mayor contenido que la simple duración del fenómeno, ya que quienes defendían la idea de que la inflación de 2022 tenía tal característica querían transmitir también la idea de que esperaban que se corrigiera por sí misma a corto plazo, sin necesidad de que los bancos centrales modificaran su política monetaria. Y afirmaban que tal cambio no era necesario porque no eran aquellos los que habían generado la inflación. **Estaban convencidos, en cambio, de que los precios subían no por factores monetarios, sino por causas directamente relacionadas con el sector real de la economía;** básicamente, los estrangulamientos que se habían producido en las cadenas de suministros y el crecimiento de la demanda privada al acudir las familias al mercado con los recursos ahorrados durante los meses de confinamiento y restricciones; la causa de ambos factores era, principalmente, la pandemia del COVID 19. Es decir, había inflación porque subían los costes y no había oferta suficiente de bienes. La guerra de Ucrania reforzó esta interpretación de la inflación al influir también este conflicto en los precios de diversas materias primas y bienes manufacturados.

Los bancos centrales estuvieron esperando durante algún tiempo a que los costes cayeran por sí mismos, a medida que la actividad económica se fuera normalizando. No disponían claramente de un modelo teórico sólido que avalara esta idea; y los hechos no les dieron la razón. Lo que les obligó finalmente a recurrir a una política monetaria menos expansiva para controlar la inflación. Es decir, lo que deberían haber hecho bastante tiempo antes. Y esta política no utilizó como instrumento básico el control del crecimiento de la cantidad de dinero, sino el manejo de los tipos de interés. Es evidente que tanto la reducción del crecimiento de la oferta monetaria como la subida de los tipos de interés tienen efectos similares a la hora de frenar un proceso inflacionario. Pero son instrumentos diferentes, **y ha sido el control de tipos de interés el que se ha convertido en protagonista de la política monetaria de las últimas décadas.** Para algunos economistas esto ha sido un error que ha contribuido de forma significativa a los errores cometidos por los bancos centrales en los últimos años.

Esta experiencia tan poco afortunada ha llevado a algunos expertos en teoría monetaria a plantear la conveniencia de recuperar la teoría cuantitativa del dinero como el instrumento fundamental de la política de los bancos centrales. Y si alguien ha destacado especialmente en tal empeño, es, sin duda, **Tim Congdon**, el presidente del Institute of International Monetary Research de la Universidad de Buckingham, que acaba de publicar el libro que hoy comentamos con el expresivo título «La teoría cuantitativa del dinero. una nueva reformulación» ([The Quantity Theory of Money: A New Restatement](#)), de indudables resonancias friedmanianas.

en el que resume los resultados de varios años de estudio del actual fenómeno inflacionario, que había avanzado ya en diversos trabajos previos. **Su tesis es que una de las causas principales de lo ocurrido fue una incorrecta interpretación de los hechos a partir de una teoría económica equivocada.**

En concreto, el uso de conceptos tan poco sólidos como los de «inflación temporal» e «inflación de costes», y el haber olvidado que la evolución de la cantidad de dinero es la principal variable explicativa de las alzas de los niveles generales de precios.

La inflación como fenómeno monetario

En su libro, **Congdon afirma que lo sucedido con los precios a lo largo de los últimos cuatro años reivindica la idea de Friedman de que la inflación es siempre un fenómeno monetario.** Y responsabiliza a los principales bancos centrales de haber analizado de forma errónea lo que estaba sucediendo y de haber desencadenado un proceso inflacionario bastante grave, al haber hecho crecer de forma excesiva e irresponsable la oferta monetaria.

Este ensayo no es, sin embargo, una simple reivindicación de la obra de Friedman. Como su título indica, es un intento también de replantear algunos puntos en los que Congdon no coincide con el profesor de Chicago. La mayor diferencia entre ambos reside, seguramente, en sus diferentes opiniones respecto al concepto de oferta monetaria más relevante a la hora de analizar y diseñar la política monetaria. Friedman se centró en un concepto restringido de la oferta monetaria: la base monetaria, que se define como la suma del efectivo en manos del público y las reservas bancarias. La idea era que la cuantía de las variables monetarias más amplias y utilizadas habitualmente por los bancos centrales —en especial la denominada M3 (definida como la suma del dinero en circulación, los depósitos a la vista, los depósitos a plazo y diversos activos del mercado monetario)— es un múltiplo de la cantidad de dinero en el sentido restringido, por lo que, controlando esta, se pueden controlar también las variables más amplias.

Congdon, sin embargo, es escéptico con respecto a tal correlación y considera que para explicar adecuadamente la inflación de los últimos años, y dada la complejidad del mundo financiero de nuestros días, hay que utilizar variables más amplias que incluyan diversos activos financieros, que pueden ser convertidos en liquidez. Es lo que denomina «monetarismo de dinero en sentido amplio» (*broad-money monetarism*). Sus estudios empíricos sobre la evolución de la cantidad de dinero así definida parecen confirmar su hipótesis sobre los últimos procesos inflacionarios.

Es esta una cuestión técnica sobre la que pueden existir opiniones diversas. Pero, al margen de ella, el mensaje del libro es claro: **negar la relevancia de la evolución de la cantidad de dinero en el comportamiento de una economía y en el diseño de la política monetaria y poner el énfasis en el manejo de otras variables, como los tipos de interés, ha sido «el error fundamental en el lamentable funcionamiento de la política monetaria en el siglo XXI».** ¿Son conscientes de ello en los bancos centrales?

La imagen de cabecera, original de AlexandrinaZ, se puede encontrar [aquí](#).

Fecha de creación

11/10/2024

Autor

Francisco Cabrillo