





PHILIPP BAGUS

# **DEFENDIENDO LA DEFLACIÓN**

Traducido por  
Ángela Martínez-Falero Manzano

**I N N I S F R E E**



*A mis padres*



## Prefacio

Me congratula enormemente ver mi tesis doctoral finalmente publicada como libro. Tan solo hay pequeños cambios, actualizaciones y adaptaciones con respecto a la versión que defendí en diciembre de 2007 para obtener mi título de doctorado que otorgaba la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid.

Había decidido escribir sobre la deflación porque veía el miedo a la misma como un obstáculo determinante para la implantación de un sistema monetario mejor. El miedo a la caída de precios se ha utilizado una y otra vez de forma indebida para justificar la inflación monetaria con todas las consecuencias negativas que ello conlleva. Especialmente en tiempos de crisis, se invoca al espectro de la deflación para inflar la oferta monetaria con el objetivo de apoyar a las élites en quiebra. De hecho, en diciembre de 2007, comenzó a gestarse una tormenta que unos meses más tarde llevaría al borde del colapso al sistema financiero internacional. En otoño de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, una espiral deflacionaria iba camino de purgar el sistema bancario internacional y con él a gobiernos sumamente endeudados, compañías y particulares. Constituía una oportunidad única para eliminar un sistema que, a través de la inflación institucional, redistribuye la riqueza continuamente, genera ciclos económicos, entorpece el ahorro y el crecimiento y protege a las élites políticas y económicas de la competencia.

No obstante, nadie se decantó por esta opción. Desde hace 6 años, el sistema se ha estabilizado gracias a una cuantiosa inflación de la oferta monetaria obtenida por medio de instrumentos sin precedentes. Las consecuencias han sido un retraso en la necesaria restructuración de la economía, redistribuciones en favor de inversores en quiebra, un deterioro en los balances de los bancos centrales y un incremento de las deudas gubernamentales, entre otros. No es posible discernir una mejora sostenible de la situación y una solución al sobreendeudamiento generalizado. Además, la inflación que pretendía detener la espiral deflacionaria bien puede requerir finalmente algún tipo de reforma monetaria, si no provoca un desmoronamiento total del sistema monetario.

No es sorprendente el hecho de que las élites políticas y económicas hicieron cuanto estuvo en su mano para prevenir un colapso deflacionario. Lo que es sorprendente es que se salieran con la suya tan fácilmente. Es sorprendente que incluso la mayor parte de la gente que sufría pérdidas debido a la inflación aceptase las medidas porque consideraban que se prevendría algo peor, dígase un colapso deflacionario. Se entiende que las élites políticas y económicas temen a la deflación, pero no está tan claro el porqué de que casi todos los economistas hayan desarrollado una fobia a la misma. Es este miedo a la deflación el que ha garantizado un estancamiento en el sistema monetario que debía haber colapsado en 2008. Lamentablemente, *Defendiendo la deflación* no estaba ahí en aquel momento para ayudar a combatir los mitos existentes sobre la caída de precios.

Existen todo tipo de mitos sobre la caída de precios que inhiben el aumento de instituciones de libre mercado, pues estos mitos se utilizan para justificar intervenciones. El miedo a una espiral deflacionaria es solo uno de ellos, aunque probablemente es el más importante de todos. Otro mito casi igual de dañino es el de que la tasa de crecimiento de la oferta monetaria debe ser, al menos, tan elevada como la tasa de crecimiento económico, pues de lo contrario habría una caída de precios dañina. Este constituye un argumento presentado incluso por economistas cultivados contra la introducción del patrón oro o contra las posibilidades de conversión en dinero de los bitcoins.

Otro mito que se ha vuelto muy relevante recientemente es el de que las políticas destinadas a disminuir los costes, especialmente los salarios, y reducir los déficits presupuestarios públicos llevarían a la economía a la recesión. De hecho, en la crisis de deuda soberana europea, la austeridad se califica de política deflacionaria dañina. Los observadores recuerdan las políticas deflacionarias supuestamente fatídicas del canciller alemán Heinrich Brüning a principios de la década de 1930 como un ejemplo disuasorio de austeridad. Asimismo, la «deflación rodada» de 1931 se utiliza incluso para argumentar a favor de un prestamista internacional de última instancia, un paso que se acerca a la introducción de una



divisa mundial<sup>1</sup>. En este libro se desvirtúan todos esos mitos. Hay, incluso, un análisis histórico de las políticas de Brüning que pone de manifiesto que ayudaron a acelerar la recuperación.

Para el futuro de la libertad y el capitalismo, será esencial erradicar los mitos sobre la deflación. De otro modo, no será posible realizar cambios profundos en nuestra estructura monetaria. De hecho, el miedo a la deflación otorga argumentos poderosos a los defensores de la inflación. Y la inflación a cambio sostiene a los gobiernos. Los gobiernos nunca habrían alcanzado la dimensión que tienen hoy día sin la financiación de un sistema monetario inflacionario. Y mientras el gobierno crece, muere la libertad. Por ello, es esencial para el futuro de la misma que se desvirtúen los mitos sobre la deflación. Este libro intenta contribuir a esa tarea.

Majadahonda, España  
18 de mayo de 2014

Philipp Bagus

---

<sup>1</sup> Ver Kindleberger y Aliber (2005, p.258)



## Agradecimientos

Permitidme agradecer en primer lugar al Instituto Ludwig von Mises por las becas que se me concedieron en los años 2003, 2006 y 2009. Estoy agradecido especialmente con el personal y donantes del instituto Ludwig von Mises que hicieron posible mi investigación allí. Con respecto al instituto Mises, agradezco especialmente las directrices de mi amigo y mentor Guido Hülsmann. De hecho, fue Guido Hülsmann quien sugirió el análisis de la deflación como estudio posible para mi primera beca en el instituto. Mi gratitud también va dirigida a los del instituto Juan de Mariana, especialmente a mi amigo y colega, Gabriel Calzada. También quiero dar las gracias a mis amigos Juan Ramón Rallo, José Ignacio de Castillo y Antonio Zanella, quienes han leído versiones anteriores de mi disertación. Mis deudas con mi amiga Barbara A. Hinze son, sencillamente, inconmensurables. Ella sacrificó mucho tiempo editando mi disertación. También estoy inmensamente en deuda con el tutor de mi disertación, Jesús Huerta del Soto. Él siempre me ha ayudado en todo lo posible, y su confianza en mi ha sido siempre una fuente especial de aliento. Finalmente, quiero dar las gracias a mi familia y amigos que hicieron este proyecto posible.



# Índice

1	Introducción.....	1
2	Teorías económicas de la deflación .....	9
2.1	Introducción.....	9
2.2	Mercantilistas y deflación .....	10
2.3	Teorías clásicas de deflación .....	12
2.3.1	La deflación y los primeros economistas clásicos.....	12
2.3.2	Teorías de deflación tras las guerras napoleónicas .....	21
2.3.3	Teóricos clásicos posteriores de la deflación .....	30
2.4	Teorías neoclásicas de deflación.....	32
2.4.1	Primeras reflexiones neoclásicas sobre deflación .....	32
2.4.2	La deflación y la norma de productividad .....	36
2.4.3	Deflación y estabilidad del nivel de precios.....	39
2.4.4	La percepción de Keynes sobre la deflación.....	44
2.4.5	La percepción de Friedman sobre la deflación .....	49
2.5	Teorías modernas de la deflación .....	50
2.5.1	La escuela de banca libre con reserva fraccionaria.....	50
2.5.2	Teóricos de la trampa de liquidez.....	53
2.5.3	Teóricos de la deflación buena versus mala.....	56
2.6	Conclusión .....	58
3	Causas de la deflación .....	63
3.1	Deflación por crecimiento .....	63
3.1.1	Crecimiento económico y precios .....	63
3.1.2	Razones del crecimiento económico .....	67
3.1.2.1	Innovaciones .....	68
3.1.2.2	Aumento de la división del trabajo .....	71
3.1.2.3	Aumento del ahorro neto.....	72
3.1.3	Interrelación entre las causas del crecimiento económico.....	75
3.2	Deflación por incremento en los saldos de tesorería.....	77
3.2.1	Incremento en los saldos de tesorería y precios.....	77
3.2.2	Tipos de demanda de dinero .....	78
3.2.2.1	Demanda industrial de dinero .....	79

3.2.2.2 Demanda de dinero como medio de intercambio .....	80
El origen del dinero .....	80
Incertidumbre y saldos de caja .....	82
Nivel de saldo de tesorería e incertidumbre.....	85
3.2.2.3 Demanda de acumulación de riqueza del dinero .....	86
3.2.2.4 Demanda especulativa de dinero .....	87
3.2.3 Aumento en la demanda de saldo de tesorería .....	89
3.2.3.1 El término «atesorar».....	89
3.2.3.2 Incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre.....	94
Razones del incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre .....	94
Recesión del ciclo económico.....	95
Expectativa de guerra .....	97
Expectativa de violencia política interna .....	98
Pérdida de confianza en el sistema bancario.....	99
Desastre natural.....	100
Conclusión: gobierno y naturaleza .....	101
Resultado del incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre .....	102
3.2.3.3 Incremento en los saldos de tesorería por especulación.....	108
Razones del incremento en los saldos de tesorería por especulación.....	108
Resultados de un incremento en los saldos de tesorería por especulación.....	109
3.2.3.4 Incremento en los saldos de tesorería cualitativos .....	112
Resultados del incremento en los saldos de tesorería cualitativos .....	115
3.2.3.5 El incremento en los saldos de tesorería y la estructura de producción.....	116
3.3 Deflación de crédito bancario .....	122
3.3.1 Deflación de crédito bancario y precios .....	122
3.3.2 Teoría austriaca del ciclo económico .....	124
3.3.3 Razones de una expansión crediticia.....	127
3.3.3.1 Introducción .....	127
3.3.3.2 Bancos con reserva fraccionaria y contracción crediticia .....	128
3.3.3.3 Bancos centrales y contracción crediticia .....	130
3.3.3.4 Depositantes y contracción crediticia .....	134
3.3.4 Contracción crediticia como proceso acumulativo .....	135
3.4 Deflación fiduciaria .....	141

3.4.1	Deflación fiduciaria y precios .....	141
3.4.2	Tipos de deflación fiduciaria .....	142
3.4.2.2	Deflación monetaria coercitiva .....	143
	Deflación confiscatoria .....	143
	Deflación fiscal .....	144
	Deflación de bonos .....	147
3.4.2.3	Deflación de moneda de curso legal .....	149
4	Consecuencias y mitos con respecto a la deflación .....	153
4.1	Consecuencias de la deflación .....	153
4.1.1	Caída de precios y acción humana .....	153
4.1.2	Consecuencias de la deflación de precios .....	156
4.1.2.1	Redistribución favorable a acreedores y grupos de ingreso fijo .....	156
4.1.2.2	Aceleración de la recuperación durante una recesión .....	158
4.1.2.3	Efectos potenciales de una deflación de precios .....	160
	La deflación de precios puede aumentar los ahorros .....	160
	La deflación de precios puede ejercer presión para acabar con la rigidez de precios .....	161
	La deflación de precios podría derribar el sistema de banca con reserva fraccionaria .....	162
	La deflación de precios podría reducir el poder del estado .....	166
4.1.2.4	Deflación de precios y costumbres .....	169
4.2	Mitos con respecto a la deflación .....	170
4.2.1	La mala reputación de la deflación .....	170
4.2.2	Mito 1: la deflación resulta en una redistribución arbitraria e injusta .....	171
4.2.3	Mito 2: La redistribución deflacionaria reduce necesariamente la producción .....	174
4.2.3.1	Colapso financiero y producción .....	175
4.2.3.2	Empresarios y producción .....	176
4.2.3.3	Deudas, quiebras y producción .....	180
4.2.3.4	El origen de la deflación de precios y la producción .....	186
4.2.4	Mito 3: la inestabilidad de precios inducida por la deflación resulta, necesariamente, en un caos .....	188
4.2.5	Mito 4: La deflación lleva necesariamente a un desempleo masivo .....	193
4.2.6	Mito 5: la deflación de precios puede sumergir a la	

economía en una trampa de liquidez, es decir, en un desastre .....	195
4.3 Causas teóricas del rechazo hacia la caída de precios .....	201
4.3.1 Prejuicios contra la deflación de precios .....	201
4.3.2 Las teorías falaces y el gobierno .....	202
4.3.3 La redistribución deflacionaria y su rechazo .....	203
4.3.3.1 La apariencia de las pérdidas.....	204
4.3.3.2 Difusión de las pérdidas .....	205
4.3.3.3 Organización y poder de ganadores y perdedores .....	206
4.3.4 La ilusión y desilusión monetaria .....	210
4.3.5 Deflación y recesión .....	213
5 Dos ejemplos históricos de deflación .....	215
5.1 La deflación por crecimiento en Estados Unidos	
desde 1865 hasta 1896 .....	215
5.1.1 Introducción .....	215
5.1.2 Las instituciones monetarias de los Estados Unidos	
desde 1865 hasta 1896 .....	216
5.1.2.1 El preludio de la Guerra Civil: 1861-1865 .....	216
5.1.2.2 El período de billetes verdes tras la	
Guerra Civil: 1865-1879.....	221
5.1.2.3 El período de patrón oro bajo la deflación	
de precios: 1879-1896 .....	223
5.1.3 Los precios y el dinero desde 1865 hasta 1896 .....	226
5.1.3.1 Precios .....	226
5.1.3.2 La cantidad de dinero .....	231
5.1.3.3 La calidad del dinero y la anomalía de una	
fuerte demanda de oro.....	235
5.1.4 El crecimiento y sus causas .....	237
5.1.4.1 Crecimiento: aumento en la producción .....	237
5.1.4.2 Razones del crecimiento económico.....	239
Introducción .....	239
Innovaciones.....	240
Acumulación de capital .....	244
5.1.5 Caída de precios: la interpretación .....	246
5.1.6 La caída de precios: una batalla política .....	254
5.1.6.1 El malestar social.....	254
5.1.6.2 Partidarios de los billetes verdes .....	257
5.1.6.5 Partidarios pro-plata .....	263



5.1.6.4 Partidarios del oro .....	267
5.1.6.5 El Partido Populista.....	270
5.1.7 Grupos de interés y «teorías» económicas.....	279
5.1.8 Conclusión.....	283
5.2 La deflación del crédito bancario alemán	
de los años 30 .....	285
5.2.1 Introducción.....	285
5.2.2 Inflación del crédito bancario .....	286
5.2.2.1 Desde el tratado de Versalles hasta el plan Dawes.....	286
La importancia del tratado de Versalles .....	286
La estructura del crédito internacional tras la	
Primera Guerra Mundial .....	287
El desarrollo en Estados Unidos .....	288
La hiperinflación alemana .....	289
5.2.2.2 El plan Dawes.....	290
5.2.2.3 Desde el plan Dawes hasta el plan Young.....	292
Desde la gran inflación hasta el viernes negro alemán .....	292
La balanza alemana de pagos .....	293
El papel de la expansión crediticia de la Reserva Federal	
para Alemania.....	294
La expansión crediticia en Alemania .....	298
La situación de las deudas extranjeras de Alemania en 1929...	302
5.2.2.4 El Plan Young.....	305
5.2.3 Deflación de crédito bancario .....	306
5.2.3.1 La situación en 1930 .....	306
5.2.3.2 El colapso del Credit-Anstalt .....	309
5.2.3.3 El surgimiento de la deflación de crédito bancario .....	312
5.2.3.4 El rescate del gobierno.....	315
5.2.3.5 Las políticas deflacionarias de Brüning.....	316
5.2.4 La gravedad de la depresión y sus causas.....	318
5.2.4.1 Gravedad de la depresión .....	318
5.2.4.2 Razones de la gravedad de la depresión .....	320
Restricciones del mercado laboral.....	320
Estado de bienestar.....	323
Los graves daños en la división internacional de trabajo .....	325
5.2.5 Caída de precios: la interpretación.....	328
5.2.5.1 La interpretación tradicional .....	328
5.2.5.2 El revisionismo de Borchardt.....	329

5.2.5.3 Interpretación en base a este trabajo .....	332
5.2.6 El rechazo a la deflación de precios .....	337
5.2.7 Conclusión.....	342
6 Conclusión .....	345
Bibliografía.....	355





# Capítulo 1

## Introducción

Tradicionalmente, la Economía se ha focalizado en la inflación. Se han escrito incontables artículos, libros y documentos sobre los costes, beneficios, consecuencias y causas de la inflación. En contraste con la inflación, que constituye una parte importante de casi todos los libros de texto de teoría monetaria, la deflación continúa estando relegada. A veces, la deflación no se menciona siquiera en los libros de texto de teoría monetaria y, otras veces, es meramente definida como el reverso de la inflación en un capítulo sobre inflación<sup>2</sup>.

Una razón principal de ello, históricamente hablando, es, probablemente, que la inflación o aumento de precios han sido más comunes que la deflación, al menos durante la segunda mitad del siglo veinte (Stiglitz 1993, p. 652; Svenson 2000, p. 1). Tal y como David Laidler escribe en *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* con respecto a la deflación: «desde la Segunda Guerra Mundial, la inflación ha sido, a ritmos distintos, endémica en toda la economía mundial, y es tentador ver la deflación como algo de simple interés teórico»<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Puede apreciarse un ejemplo de ello en el libro de texto de Miller and Upton (1986, p. 363)

<sup>3</sup> (Laidler 1992, p. 607); Esta relegación de la deflación también puede verse en *The New Palgrave: A dictionary of Economics*. Esta obra de referencia incluye una entrada sobre la inflación, pero no sobre la deflación (Eatwell et al. 1987)

No obstante, recientemente, algunos teóricos se han focalizado de nuevo en la deflación (Borio and Filardo 2004). La caída de precios en Japón, China y otras economías emergentes han alarmado a los economistas que temen la deflación. Debido a un largo periodo de inflación, tal y como señala Bradford DeLong, casi «nadie había visto las auténticas caídas en el nivel de precios ni siquiera como una remota posibilidad. Ahora lo hacen» (1999, p.225). Por ello, los economistas han comenzado a barajar la posibilidad de una deflación en Europa y los Estados Unidos, y cómo podría prevenirse tal amenaza<sup>4</sup>. También compartieron sus inquietudes en una reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)<sup>5</sup> en mayo de 2003.

En el mismo año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó un estudio que evaluaba los riesgos de la deflación<sup>6</sup>. Otmar Issing, del Banco Central Europeo (BCE), también abordó el problema en un discurso, si bien no consideraba la deflación como un peligro inminente (2002). Sorprendentemente, podemos encontrar muchos estudios y artículos que consumen energía y recursos en encontrar métodos que puedan prevenir la deflación de precios, algo que parece ser relativamente fácil si uno se encuentra en posesión de una imprenta e imprime dinero fiduciario a fin de subir los precios. En cambio, los análisis detallados de las causas y efectos de la deflación de precios siguen siendo muy atípicos.

Por ende, las palabras de Ludwig von Mises son, hoy día, tan ciertas como lo fueron en 1933:

---

<sup>4</sup> Por ejemplo, Ahearne and colleagues (2002) y Bernanke (2002) pusieron de manifiesto estas inquietudes.

<sup>5</sup> Bordo et al. (2004, p.1)

<sup>6</sup> Kumar et al. (2003)

Desafortunadamente, la teoría económica resulta ser más débil en el ámbito en el que más ayuda se necesita, esto es, en el análisis de los efectos de la disminución de precios. Una disminución generalizada de los precios se ha considerado siempre desafortunada. Incluso hoy, más que nunca, la rigidez de las tasas salariales y los costes de muchos otros factores de producción sirven de obstáculo para una evaluación imparcial del problema. Por tanto, sería ciertamente oportuno investigar ahora los efectos de la disminución de precios en profundidad y analizar la opinión generalizada de que esta es incompatible con una mayor producción de bienes y servicios y con una mejora del bienestar general. La investigación debería incluir un análisis sobre si es cierto que tan solo las medidas inflacionistas permiten la acumulación progresiva del capital y de instalaciones de producción.<sup>7</sup>

Friedrich A. von Hayek apunta en una dirección similar ([1931] 1966, p. 7). Considera errónea la opinión de que la deflación de precios cause siempre un descenso en la producción. Desafortunadamente, incluso a día de hoy, la mayoría de economistas continúan teniendo esta visión errónea en mayor o menor grado.

La importancia de la teoría de la deflación para la política económica está arraigada en el siguiente hecho: el miedo a la deflación se presenta como una razón para inflar la oferta monetaria<sup>8</sup>. Cuando las tasas de inflación se ralentizan, los economistas recomiendan como precaución la flexibilización de la política monetaria<sup>9</sup>. Esto garantiza que la inflación se

---

<sup>7</sup> La cita en inglés se ha extraído de Mises (1978, p. 218), que proviene del ensayo de Mises «Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung», publicado en un Festschrift en honor de Arthur Spiethoff (Mises 1933, pp. 175-180).

<sup>8</sup> Tal y como afirma Hülsmann (2003a, p. 55): «Ella [deflación] es la justificación *prima facie* de la política monetaria inflacionista y de las instituciones diseñadas para aplicarla, en particular, los productores monopolistas del dinero en papel». (Original en cursiva).

<sup>9</sup> Para ejemplificarlo, ver el razonamiento de Ben Bernanke. Él también afirma, como una ventaja del dinero fiduciario, que a diferencia de un

mantenga con una tasa elevada. Las políticas inflacionarias, que se aplican para prevenir la deflación de precios, llevan a trágicas consecuencias como un ciclo artificial de expansión y contracción, burbujas del precio de los activos, inestabilidad financiera y redistribuciones severas. Para justificar estas políticas inflacionarias, los economistas deben mostrar, por supuesto, que la deflación debe prevenirse casi a cualquier precio. La deflación debe mostrarse como dañina para la actividad económica. Muchos economistas, de hecho, se han encargado de esta tarea. Mi intención aquí es hacer lo contrario, mostrar que la deflación per se no es dañina para la economía y que, por tanto, no pueden justificarse por este motivo las políticas monetarias inflacionarias para contrarrestar la deflación. Es posible que ello sea la implicación práctica y contribución más importantes de este trabajo.

La relegación de un análisis académico sobre la deflación también resulta evidente en todos los frecuentes intentos fallidos de aportar una definición precisa de inflación en tales debates. Tal y como afirma Issing, «el término 'deflación' se utiliza a menudo de forma errónea como una expresión comodín que describe todo tipo de evoluciones negativas en el futuro» (2002, p. 5). No obstante, las definiciones científicas de deflación existen. Por ejemplo, Laidler aporta una definición común (1992, p. 607): «La deflación es un proceso de caída de precios, de un aumento del valor del dinero. Es lo

---

sistema monetario de patrón mercancía, la deflación podría prevenirse mediante el aumento del gasto nominal a través de políticas fiscales y monetarias en todos los casos (2002, pp. 4-5). Lars Svensson recomienda una estrategia basada en objetivos de inflación del 2% en lugar del 0%, y lo justifica por los supuestos efectos negativos de la deflación de precios (2000, p. 30). Paul Krugman, incluso, argumenta que cuando una economía se encuentra en una trampa de liquidez, se estanca ahí porque la «economía necesita inflación». (1998, p. 161). Él sugiere una tasa de inflación de precios del 4% en Japón durante 15 años (p.181).



contrario a la inflación». Hoy en día, esta es la definición más común que aparece en los libros de texto.<sup>10</sup>

Mises define la deflación de la siguiente manera:

De nuevo, la deflación (o restricción, o contracción) significa una disminución de la cantidad de dinero (en su sentido más amplio) que no se contrarresta con una disminución correspondiente de la demanda de dinero (en su sentido más amplio), por lo que debe producirse un aumento en el valor de intercambio objetivo del dinero (1981).<sup>11</sup>

De acuerdo con Mises, la deflación se produce cuando el poder adquisitivo del dinero aumenta, pues la cantidad de dinero (en su sentido más amplio) se reduce mientras que no se produce una reducción correspondiente de la demanda de dinero (en su sentido más amplio).

Más que ciertas o erróneas, las definiciones deberían considerarse útiles o inútiles para una investigación específica. En los próximos capítulos, analizo el temor a un incremento del poder adquisitivo del dinero, que constituye una preocupación generalizada tanto para los economistas como para los que no lo son. Por consiguiente, defino este temido aumento del poder adquisitivo del dinero, es decir, una situación en la que los precios, en términos de unidades monetarias, caigan de forma generalizada como deflación de precios o, en resumen, como deflación. Una causa de la

---

<sup>10</sup> Kumar et al. afirman: «La deflación se define como un descenso continuado de una medición global de precios tales como el índice de precios al consumidor o el deflactor del PIB».

<sup>11</sup> Mises (1981, p. 240); El texto original es el siguiente: «Deflation (Restruktion, Kontraktion) wieder bedeutet: Eine Verminderung der Geldmenge (im weiteren Sinne), der kein entsprechender Rückgang des Geldbedarfs (im weiteren Sinne) gegenübersteht, so daß ein Steigen des inneren objektiven Tauschwertes des Geldes eintreten muß (1924, p. 224)».

deflación de precios es, como se mostrará, un descenso de la cantidad de dinero, que diferenciaré como deflación monetaria. Otras ventajas de estas definiciones son su simplicidad y correspondencia etimológica con los significados latinos originales. Así, la raíz del término «deflación» procede del verbo latino «flare» que significa «inflar». El prefijo «de» indica lo contrario. Por tanto, «deflacionar» significa descender y «deflación» significa descenso. Una deflación monetaria es, por consiguiente, un descenso de la oferta monetaria y una deflación de precios es un descenso generalizado de precios. Una inflación monetaria es, análogamente, un incremento de la oferta monetaria y una inflación de precios es un incremento generalizado de precios.<sup>12</sup>

Ya que se ha relegado el análisis de la deflación de precios, haré caso a las inspiradoras palabras de Mises y analizaré los efectos de la caída de precios. En particular, quiero responder a la siguiente pregunta: ¿Es la deflación o es la caída de precios dañina para una economía? Algunos argumentan a menudo que, debido a las imperfecciones del mercado, la deflación de precios es muy dañina, incluso más dañina que la inflación de precios<sup>13</sup>. Yo pongo a prueba este planteamiento «pensando lo impensable<sup>14</sup>». Sostengo que un economista carente de valores no puede afirmar que la deflación de precios per se supone un problema económico o es mala. Unos ganan y otros pierden, tal y como ocurre en todo cambio en la economía. Científicamente hablando, uno no puede simplemente decir que estas ganancias y pérdidas

---

<sup>12</sup> Ver Bryan (1997) sobre la evolución del significado del término «inflación».

<sup>13</sup> Ver, por ejemplo, Warren and Pearson (1933, p. 180) o Kumar et al. (2003, p. 14).

<sup>14</sup> Rothbard (1976, p. 35)

previstas, en sí mismas, inhibirían o perturbarían el desarrollo económico.

Al desarrollar el argumento, procederé de la siguiente manera: en el Capítulo 2, analizo las teorías económicas de deflación más importantes, y señalo los prejuicios anti-deflacionarios allí donde están presentes. La tesis de esta investigación es más bien inusual debido a que muchos pensadores han considerado la deflación como algo que perturba la economía. Ya que la deflación puede considerarse dañina para la economía con respecto a su causa, en el Capítulo 3 examino varias causas de la deflación de precios. En el Capítulo 4, analizo las consecuencias de la deflación de precios para determinar si sus efectos realmente son tan dañinos como se asume de forma generalizada. En este contexto, hablo sobre algunos errores comunes que se cometen con respecto a las consecuencias de la deflación y el origen de los prejuicios anti-deflacionarios. Este estudio termina en el Capítulo 5, con el análisis de dos casos históricos de deflación: la deflación del crecimiento estadounidense de 1865 a 1896 y la deflación del crédito bancario alemán de 1929 a 1933. Ambos servirán como ilustración del análisis teórico realizado en los capítulos que le anteceden.



## Capítulo 2

# Teorías económicas de la deflación

### 2.1 Introducción

Muchos economistas han escrito sobre la deflación o han mencionado el tema de pasada mientras se centraban en su desarrollo de teorías monetarias relacionadas. Mi objetivo en este capítulo no es hacer observaciones sobre toda referencia hacia el tema de la caída de precios. Este cometido sería prácticamente imposible. Más bien, presento un panorama general de las principales corrientes y modificaciones en las teorías económicas de la deflación. Este panorama general pretende explicar cómo y cuándo emergieron las teorías de la deflación en el pensamiento económico y por qué han cambiado los puntos de vista sobre la misma. Con el objetivo de explicar por qué han emergido algunas teorías de la deflación y la fobia a la misma, pongo especial énfasis en las circunstancias y antecedentes de estos teóricos de la deflación. Mi exposición de las teorías de la deflación procede principalmente en orden cronológico; no obstante, a veces agruparé a teóricos con puntos de vista similares, si bien es posible que estos no sean contemporáneos.

## 2.2 Mercantilistas y deflación

En la Edad Media, antes del siglo dieciséis, no se debatía sobre el atesoramiento, la rigidez de precios, el miedo a la caída de precios y la necesidad de estabilizar el nivel de precios y, por ende, parece que estos no se veían como un problema acuciante.<sup>15</sup> Las razones posibles de esta despreocupación hacia la deflación en la Edad Media son que la economía monetaria y la moneda de crédito no estaban extendidos. En su lugar, las granjas autosuficientes dominaban la economía.

Al enfocarse en la inflación monetaria, los mercantilistas son de los primeros en abordar de forma implícita el tema de la deflación. De acuerdo a la doctrina mercantilista, una balanza comercial favorable, es decir, un exceso de las exportaciones con respecto a las importaciones, sería beneficiosa para un país en cuanto al incremento de sus reservas de metales preciosos.<sup>16</sup> Los mercantilistas defendían la acumulación de dinero como la mejor reserva de riqueza y, en consecuencia, temían las circunstancias en las que un país se vería privado de su dinero. Los mercantilistas también mencionaron el tema del atesoramiento. No obstante, estos teóricos diferían en la cuestión del atesoramiento, dividiéndose en dos grupos con respecto a este asunto concreto.

Un grupo, en el que estaban incluidos William Potter y John Law (1671-1721)<sup>17</sup>, afirmaba que más dinero en

---

<sup>15</sup> Por ejemplo, John Locke afirmaba que la oferta monetaria era irrelevante ya que cualquier cantidad de dinero sería suficiente para las necesidades del comercio (Locke [1691] 1824, p. 48).

<sup>16</sup> Viner ([1937] 1975, p. 6).

<sup>17</sup> Ver Viner ([1937] 1975, pp. 36-37). No es sorprendente que estos dos autores fueran también defensores del dinero en papel. Con respecto a los dos grupos de mercantilistas, ver p. 40. Ver Rothbard sobre Law (2006a, p.

«circulación» significaba más comercio. Para ellos era importante que el dinero no permaneciera «inactivo» en un tesoro sino «circulando» y estimulando el comercio. El atesoramiento de dinero podría contrarrestar los supuestos beneficios de la inflación, ya que no se gastaría el dinero nuevo. El hecho de acaparar podría dañar aquello que la inflación tiene por objetivo, a saber, un mayor gasto. De manera similar, Thomas Manley condena la avaricia, ya que «el dinero encerrado en los cofres de los ávaros es como acumular estiércol, no da beneficio alguno, pero cuando se dispersa, y se dispone de forma ordenada en el extranjero, enriquece la tierra<sup>18</sup>». En concordancia, estos autores consideraban algo perjudicial los atesoramientos privados y todo aquello que evitara la circulación de los lingotes<sup>19</sup>. Por tanto, aquí tenemos uno de los primeros episodios en los que el atesoramiento se considera algo desastroso.

El segundo grupo, en el que estaban incluidas las preferencias de Sir Francis Bacon (1561-1626), Gerrard de Malynes (1586-1641), Thomas Mun (1571-1641), and John Briscoe,<sup>20</sup> veía el atesoramiento de metales preciosos, ya fuera

---

330) y sobre la oposición de Potter al atesoramiento y la propuesta del mismo sobre una de las teorías más curiosas de la deflación de precios (p. 328). En una de las líneas de pensamiento más pintorescas en la historia del pensamiento económico, Potter afirmó que un aumento en la cantidad de dinero podría estimular la producción hasta el punto de que cayeran los precios. Él, obviamente, no veía problemas en una deflación de precios surgida de la inflación monetaria.

<sup>18</sup> Manley (1669, p. 53).

<sup>19</sup> (Viner [1937] 1975, pp. 45-46); Tiempo después, cuando el mercantilismo se estaba replegando, David Hume todavía condenaría el atesoramiento estatal como «una práctica que todos deberíamos declarar como destructiva, a saber, la acumulación de grandes sumas en forma de tesoro público, encerrándolas e impidiendo absolutamente su circulación ([1752] 1826b, p. 361).».

<sup>20</sup> (Viner [1937] 1975, pp. 8-9, 23-24, 26, 49); A pesar de que ninguno de ellos era mercantilista, tanto Richard Cantillon como Jacob Vanderlint

como tesoro de estado o como reservas privadas de riqueza, como algo muy beneficioso. Asimismo, consideraban el dinero como la mejor reserva de riqueza. Por lo tanto, el aumento de dinero en la economía significaba un aumento en la riqueza acumulada de la sociedad y esto se veía como algo bueno. Para este grupo, los ahorros en forma de acumulación de metales preciosos eran el objetivo principal de la actividad económica. La doctrina del ahorro se inspiraba en la moralidad puritana y en los principios religiosos.<sup>21</sup>

## 2.3 Teorías clásicas de deflación

### 2.3.1 *La deflación y los primeros economistas clásicos*

Los primeros economistas clásicos, por lo general, no ven la deflación como un problema ni hablan sobre ella, si la llegan a tomar en consideración, en gran detalle. Por ejemplo, Adam Smith habla de los efectos que la división del trabajo tiene sobre la producción sin mencionar siquiera la caída de precios. Por tanto, nos encontramos ante dos posibilidades con respecto a los primeros economistas clásicos: bien ninguno de estos autores consideraba que mereciera la pena debatir sobre problemas causados por la deflación de precios, o bien no eran conscientes del hecho de que el crecimiento

---

recomendaron al rey atesorar dinero con el objetivo de mantener los precios bajos y competitivos. Ver Rothbard (2006a, pp. 333-334).

<sup>21</sup> «La doctrina del ahorro también enfatizó la importancia de una balanza comercial favorable a través de otra línea de pensamiento» (Viner 1975, p. 30) Viner explica que «[E]l menosprecio hacia el consumo y la exaltación de la frugalidad y el ahorro eran doctrinas comunes de la época, sin ser éstas totalmente dependientes del razonamiento económico, sino que derivaban gran parte de su vitalidad de principios morales y religiosos y prejuicios de clase. Los puritanos rechazaban el lujo...» (p. 26)..



económico puede provocar que los precios caigan, siendo este último escenario altamente improbable. No obstante, algunos de estos economistas abordan procesos deflacionarios.

El mecanismo de flujo especie-dinero del patrón oro clásico descrito por primera vez por Richard Cantillon (1680-1734)<sup>22</sup> supone un escenario en el que se produce una deflación de precios. Cantillon se centra en los incrementos de la cantidad de dinero. Él señala que los cambios en la oferta monetaria afectan a los precios de forma distinta durante un período de tiempo prolongado, lo que resulta en una redistribución favorable a aquellos agentes económicos que reciben el nuevo dinero en primer lugar y una redistribución de recursos en la sociedad. Actualmente, este efecto recibe el nombre de «Efecto Cantillon». Sin describir de forma explícita el proceso de la deflación monetaria, su análisis parece implicar que los descensos en la cantidad de dinero tienen efectos simétricos. A pesar de que su disertación es bastante detallada, no ve – o, al menos, no menciona – ningún problema con respecto a la transferencia de dinero a otro país o problemas con respecto a la deflación de precios.

David Hume (1711-1776) es otro famoso exponente del mecanismo de flujo especie-dinero. Su disertación sobre el mecanismo de flujo especie-dinero, que analizaremos en breve, no es tan detallada como el análisis de Cantillon y a veces resulta deficiente, pues asume que todos los precios ascienden en proporción a los aumentos en la oferta monetaria. Sin embargo, en contraposición con Cantillon, Hume considera varios tipos de deflación. Más específicamente, describe la deflación de precios causada por el crecimiento económico, la deflación de precios causada por

---

<sup>22</sup> (Cantillon [1755] 1959, pp. 159-199); Cantillon escribió su disertación hacia 1730, pero no se publicó hasta 1755.

un uso extendido de dinero y la deflación de precios causada por una reducción en la oferta monetaria.

Para empezar, Hume no dedica mucho análisis a la deflación de precios causada por el crecimiento económico, pero menciona que: «Parece una máxima de evidencia casi absoluta, que los precios de todo dependen de la proporción entre mercancías y dinero... Si aumentan las mercancías, estas se vuelven más baratas<sup>23</sup>». En esta breve mención a la deflación por crecimiento, Hume no menciona ninguna reserva o miedo con respecto a la deflación de precios. En segundo lugar, Hume habla de un segundo tipo de deflación de precios causado por un uso extendido de dinero o por el surgimiento de dinero como alternativa al trueque:

...[L]a esfera de circulación se agranda; el caso es el mismo que si esa suma individual sirviera a un reino de mayores dimensiones; y, por tanto, la proporción en lo respectivo al dinero disminuye, todo debe ser más barato y los precios disminuyen de forma gradual.<sup>24</sup>

De nuevo, debemos señalar la ausencia de una problematización de la deflación de precios.

En tercer lugar, Hume habla de la deflación de precios causada por una reducción de la oferta monetaria, considerando tanto reducciones puntuales como reducciones continuas en la misma. En su análisis del mecanismo de flujo especie-dinero, incluido en el ensayo «*De la balanza comercial*», se aprecia esta reflexión sobre una reducción puntual en la oferta monetaria. En este caso, no señala ningún efecto adverso de la deflación de precios. Esto es particularmente curioso si se tiene en consideración un ejemplo que plantea Hume, en el que supone que cuatro quintas partes del dinero

---

<sup>23</sup> Hume ([1752] 1826a, pp. 326–327).

<sup>24</sup> Hume ([1752] 1826a, p. 329).

total del Reino Unido desaparecen durante la noche. El autor argumenta que en tal caso todos los precios caerían de forma proporcional, induciendo exportaciones y, reabasteciendo de esta manera la oferta monetaria<sup>25</sup>. Sin embargo, no ve estas cuatro quintas partes de deflación de precios como algo problemático, o si lo hace, no lo menciona.

Teniendo en cuenta los argumentos, podemos señalar que el economista clásico David Hume no ve la deflación de precios per se como algo problemático. No obstante, y esto es de alguna forma sorprendente después de lo que se ha comentado arriba, sí ve una deflación monetaria continuada como algo problemático. Si bien Hume afirma que cualquier cantidad de dinero es óptima para el correcto funcionamiento de una economía monetaria, los cambios en la cantidad de dinero tendrían efectos a corto plazo. Así, afirma que aumentar la cantidad de dinero elevaría el «espíritu industrial en la nación<sup>26</sup>». Reducir la cantidad de dinero tendría el efecto contrario.

Una nación, cuyo dinero se reduce, es, en ese momento, en realidad más débil y desgraciada que otra nación que no posee más dinero, pero está en el lado del crecimiento. Esto se explica fácilmente si consideramos que las alteraciones en la cantidad de dinero, ya sean hacia un lado o el otro, no se contrarrestan de manera inmediata con alteraciones proporcionales en el precio de las mercancías. Existe siempre un intervalo antes de que los elementos se adapten a su nueva situación; y este intervalo es tan peligroso para la industria, cuando el oro y la plata disminuyen,

---

<sup>25</sup> (Hume [1752] 1826b, p. 351); Es necesario criticar el planteamiento de Hume sobre la caída proporcional de precios. Incluso aunque todos los individuos perdieran dinero nominal de forma proporcional, podrían reaccionar de forma muy distinta ante ese incidente. Él no se concentra en los procesos dinámicos causados por las reducciones o emisiones de dinero en el mundo real, sino tan solo en el equilibrio de precios a largo plazo.

<sup>26</sup> Hume ([1752] 1826a, p. 324).

como es ventajoso cuando estos metales aumentan. Los trabajadores no obtiene [sic!] su empleo del fabricante y el comerciante, pero paga el mismo precio por todos los productos del mercado.<sup>27</sup>

Por tanto, en cierto modo, Hume introduce una nueva perspectiva de deflación en el pensamiento económico. La considera más problemática y emplea el argumento de precios rígidos (es decir, el de que la deflación es perjudicial porque algunos precios son rígidos, lo que implica una gran dificultad de que caigan). Incluso a largo plazo, una deflación monetaria sería neutral, es decir, no tendría efecto sobre factores económicos reales y, a corto plazo, habría problemas de adaptación. Más concretamente, el proceso de deflación monetaria no sería neutral a corto plazo. La disertación de Hume puede considerarse como el primer ataque intenso contra la deflación monetaria en la historia del pensamiento económico. No obstante, Hume no comprende que cuando caen todos los precios, tanto los costes (monetarios) de compra como los ingresos de venta caen de igual forma. Esto puede ser tanto peligroso como estimulante para la industria en función de la velocidad a la que caigan los ingresos de compra y venta. En otras palabras, no hay una razón clara del por qué los costes de compra no deberían caer más rápido que los ingresos de venta cuando disminuye la cantidad de dinero. En resumen, la aciaga disertación de Hume constituiría la fuente de futuros argumentos contra la deflación monetaria, especialmente aquellos argumentos con respecto al «espíritu industrial» o, más bien, los efectos motivadores de las políticas deflacionarias en las acciones de los empresarios.

Uno de los primeros economistas clásicos en realizar un análisis en profundidad de argumentos que trataban la

---

<sup>27</sup> Hume ([1752] 1826a, pp. 324–325).

deflación monetaria fue el economista sueco Pehr Niclas Christiernin (1725–1799). Christiernin publicó sus escritos durante un período de expansionismo monetario iniciado por el Banco de Suecia a fin de financiar un déficit presupuestario del gobierno, debido, en gran medida, a la Guerra Nórdica de los Siete Años (1756–1763)<sup>28</sup>. Al fundar el Hat Party, algunos fabricantes y comerciantes privilegiados, especialmente los exportadores de hierro, se vieron beneficiados por la inflación de dinero y crédito. Su oposición, el Cap Party, rechazaba estos privilegios y la inflación monetaria. En 1765, el Cap Party ascendió al poder e inició una intensa deflación monetaria acompañada de una deflación de precios. Los Caps alegaron la redistribución como argumento<sup>29</sup> y favorecieron su trayectoria deflacionaria al afirmar que la deflación compensaría a aquellos que hubieran sufrido pérdidas durante el período inflacionario acontecido con anterioridad. Por otra parte, aquellos que se hubieran visto beneficiados durante el período inflacionario, como los comerciantes ricos del Hat Party, sufrirían pérdidas.<sup>30</sup>

Curiosamente, Christiernin era uno de los pocos miembros del Cap que se oponían a la deflación. Haciendo alusión a uno de los análisis de Hume, Christiernin escribe que

[E]s fácil que los precios se ajusten al alta cuando aumenta la oferta monetaria, pero hacer que bajen los precios ha sido siempre más difícil. Nadie reduce los precios de sus mercancías o su trabajo hasta que la falta de ventas le obliga a hacerlo. Por ello, los trabajadores deben pasar hambre y debe detenerse la laboriosidad de los asalariados antes de que pueda reducirse el precio de mercado establecido ([1761] 1971, p. 90).

---

<sup>28</sup> Ver Rothbard (2006b, p. 218).

<sup>29</sup> Ver Rothbard (2006b, p. 219).

<sup>30</sup> Esto puede ser válido, aunque no necesariamente, como opinión histórica para casos individuales.

La disertación de Christiernin sobre que los trabajadores deben pasar hambre antes de estar dispuestos a reducir sus salarios nominales parece un poco extrema. Además, no explica por qué los trabajadores solo piden salarios excesivamente altos en períodos de deflación de precios, pero no durante la inflación de precios. Christiernin proporciona más argumentos contra la deflación monetaria. Afirma que la consiguiente deflación de precios tendría efectos negativos: aumentos indeseables de existencias, aumento de las deudas reales y bancarrotas, aumento en la carga de impuestos, crisis crediticias, disminución de las exportaciones por la apreciación de la moneda y atesoramiento de dinero inactivo debido a las expectativas deflacionarias. Todo esto conduciría a un gasto real por debajo de su capacidad<sup>31</sup>. Christiernin ([1761] 1971, p. 91) señala de igual forma que, como resultado de la deflación de precios, aumentaría la deuda de la corona. También afirma que los deudores sufren pérdidas durante una deflación de precios. Al establecer una conexión entre los deudores y las clases dirigentes, parece ser consciente de que estas clases sufrirían pérdidas durante una deflación de precios, y se habría beneficiado, en contraposición, de una expansión monetaria. Christiernin escribe: «Casi todos los terratenientes, comerciantes, herreros y fabricantes son deudores ([1761] 1971, p. 92)». Como consecuencia de sus ideas, Christiernin favorece el establecimiento del valor de la unidad monetaria, el Daler sueco, y, al hacerlo, anticipa los argumentos defendidos por los defensores de la inflación cero o los estabilizadores del nivel de precios, los cuales se analizarán en breve. Obviamente, si tuviera que elegir entre inflación o deflación, Christiernin optaría por la primera.

No obstante, deberíamos recordar que, por lo que respecta a su tratamiento de la deflación, Christiernin es una

---

<sup>31</sup> Ver Humpfrey (2004, p. 17).

excepción, un teórico que no encaja, entre los primeros economistas clásicos. Destacados economistas clásicos como Adam Smith (1723-1790), David Ricardo (1772-1823), and Jean-Baptiste Say (1767-1832) no hablan de la deflación como un problema a pesar de que analizan procesos deflacionarios. Así, en *La riqueza de las naciones*, Adam Smith describe las razones del crecimiento económico, pero no establece la necesidad de que se dé un incremento de la oferta monetaria para acompañar este crecimiento económico. Smith analiza las ventajas de un aumento de la división de trabajo<sup>32</sup> o de la acumulación de capital sin hacer ningún comentario sobre los efectos negativos de una posible deflación de precios.<sup>33</sup> Smith también señala que, con un incremento en la cantidad de mercancías y una oferta monetaria constante, aumenta el valor del dinero. No obstante, no aborda ningún problema con este proceso. Al contrario, afirma que la demanda de trabajo aumenta debido a este proceso.<sup>34</sup>

Al igual que Smith, David Ricardo se interesa también por el precio de equilibrio a largo plazo, y, consecuentemente, no se preocupa por deflación de precios a corto plazo. En *El alto precio de los lingotes*, por ejemplo, señala que cualquier nivel de oferta económica es óptimo y que la escasez de dinero es simplemente inexistente:

Si la cantidad de oro y plata que se utiliza como dinero en el mundo fuera sumamente pequeña, o de enormes dimensiones... la variación en su cantidad no habría producido otro efecto que el de hacer que las mercancías por las que debía intercambiarse fueran comparativamente caras o baratas ([1810] 2004, p. 53).

En la misma línea, prosigue:

---

<sup>32</sup> Smith ([1776] 1976), Libro I Cap. I.

<sup>33</sup> Smith ([1776] 1976), Libro II, Introducción.

<sup>34</sup> Smith ([1776] 1976, p. 356).