

¿Existe un peligro real de inflación?

Carles Manera

1. La advertencia norteamericana (con seguidores europeos)

Hace pocas semanas, en *The Washington Post*, un vehemente Larry Summers, ex secretario del Tesoro del presidente Clinton y asesor del presidente Obama, lo exponía con su contundencia habitual: hay peligro de inflación. Lo afirma quien hablaba, no hace mucho, de “estancamiento secular” y de las consecuencias negativas de la deflación. Siguiendo esa estela, pocos días después, un contundente Olivier Blanchard, ex economista jefe del FMI, remachaba en el mismo clavo: los estímulos fiscales y monetarios pueden promover rebrotes en los precios. Blanchard: el mismo que erró los cálculos de los multiplicadores fiscales durante la Gran Recesión, lo que ayudó a apuntalar la austeridad expansiva. Corrigió esos augurios, reconociendo el patinazo. Sin titubear, un locuaz Roger Bootle, dirigente de Capital Economics, lo acotaba hace poco, sin tapujos: la era de los precios estables se acaba. Bootle, defensor antaño de la muerte de la inflación: así se titula su libro sobre el tema, publicado hace más de veinte años, impregnado por la exuberante filosofía de Alan Greenspan (Wall Street al alza, desempleo entorno al 5%, inflación bajo control, economía en expansión: sin embargo, un milagro que impedía ver las burbujas). En este fragor, un ocurrente Michael Roberts, economista marxista y titular de un blog de economía muy consultado, avanzaba más: se va a una estanflación (¿retorno a fines de los setenta?).

Desde la esfera académica, se ha publicado hace pocos meses un libro firmado por los profesores de la London School of Economics Charles Goodhart y Manoj Pradhan (*The Great Demographic Reversal. Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Palgrave, Macmillan, 2020). La aportación es polémica, y se enlaza con la perspectiva inflacionista defendida por los autores citados antes. Goodhart y Pradhan indican que la evolución demográfica y el proceso de globalización inferirán tres movimientos: el crecimiento de la inflación, la elevación de las tasas de interés y el retroceso de la desigualdad. La deflación se explica, prosiguen, por el aumento de la oferta de mano de obra disponible en el mundo, habida cuenta la entrada de China y Europa oriental en el sistema comercial globalizado. El retroceso de la globalización va a tener corolarios evidentes para estos economistas: el envejecimiento de la población aumentará la inflación y las tasas de interés; esto comportará una serie de problemas

para una economía mundial sobre-endeudada. En paralelo, se prevé que crezca la participación de la mano de obra, de modo que la desigualdad disminuya.

A estas voces se pueden añadir otras más, que transitan en idéntico sendero: la inflación va a rebotar, y esto condicionará la evolución de los tipos de interés y, por tanto, impactará sobre el crecimiento. Esos ecos, intensos, provienen sobre todo del otro lado del Atlántico, desde Estados Unidos. Y ya sabemos que esos mensajes acaban recalando en la vieja Europa: proclamas que son muy bien recibidas por la más acendrada de la ortodoxia económica. La moraleja parece clara: cuidado con tanto gasto, que el demonio de los precios se va a desatar sin control. *Ergo...*

La tesis emana tanto de economistas considerados como neo-keynesianos como desde otros con perfil más neo-liberal. El argumento es teórico, no empírico: descansa en unas suposiciones que pueden ser razonables en su planteamiento. Las narrativas económicas –como explica Robert Schiller, de manera brillante, en su reciente libro (*Narrativas económicas*, Deusto, Barcelona, 2021)– se imponen cuando utilizan jerga adecuada y plataformas entregadas... aunque no siempre se atengan, lenguaje y comunicación, a la realidad. Ese es su triunfo. Entrelazan esa amenaza inflacionista con el problema de la deuda pública, si bien no se especifica qué se entiende por el retorno de la inflación: de qué tasa estamos hablando. He aquí un factor nada negligente: la mezcla de inflación con hiperinflación, esa palabra que tanto inquieta, sobre todo, y con razón, a los alemanes, se sirve a veces en la misma bandeja.

En efecto, un preventivo e intencionado David Folkerts-Landau, economista jefe de Deutsche Bank, asegura que bancos centrales y gobiernos promueven, con sus políticas, un espejismo de prosperidad que irá a más en los próximos meses, a medida que la recuperación económica tome cuerpo y los consumidores vuelvan a las calles. El desenlace, indica, será una inflación mucho más alta que pondrá fin a la “fiesta” de los mercados. Landau realiza comparaciones con la década de 1920 –en concreto, con los denominados felices años veinte–, y advierte que *“el resultado fue un gran desastre. Nos gusta creer que hemos aprendido del pasado. Entonces, ¿realmente creemos que los billones de dólares gastados en apoyar la economía crearán una prosperidad sostenible? Una vez que la inflación se descontrola y los tipos de interés suban, la fiesta habrá terminado. Y a la pregunta quién pagará todo esto será igual de difícil de responder que hace cien años”*. Toda una declaración –luterano-calvinista, por supuesto–

de

principios

(véase:

<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11041978/02/21/La-gran-brecha->

[transatlantica-los-motivos-que-estan-dejando-a-la-economia-de-Europa-muy-por-detras-de-EEUU.html](#)). El etéreo “miedo a los mercados” que embargó a Franklin Delano Roosevelt en 1937 y a buena parte de Europa en 2010, se sustituye ahora por algo más concreto, más tangible: el temor a una inflación que parece esperarse, sin remedio. ¿A qué obedece todo esto?

2. Algunos datos

Veamos consideraciones concretas:

a) Los paquetes fiscales que se han aprobado en Estados Unidos para hacer frente a la pandemia (uno en diciembre de 2020 y otro anunciado en enero de 2021) pueden inferir –según cálculos del Banco de España– el aumento del nivel del PIB en Estados Unidos del 5% en 2021, con efectos importantes en el resto del mundo, que se alargarían a 2022. Estamos hablando de unos 2 billones de dólares –el 14% del PIB–, con un multiplicador fiscal previsiblemente superior a la unidad que se traslada a empresas y familias. Es en este contexto en el que Summers, Blanchard y Bootle temen un incremento del gasto privado, que tense los precios al alza. Pero fijémonos en las positivas consecuencias para la renta futura: ¿esto no cuenta?

b) Ahora bien, a pesar de las prevenciones hacia el incremento importante de los precios, las previsiones que se están realizando –desde diferentes instituciones: sabemos que pueden cambiar, como es lógico– no presagian un repunte acusado de los precios, tal y como se aprecia en el cuadro siguiente:

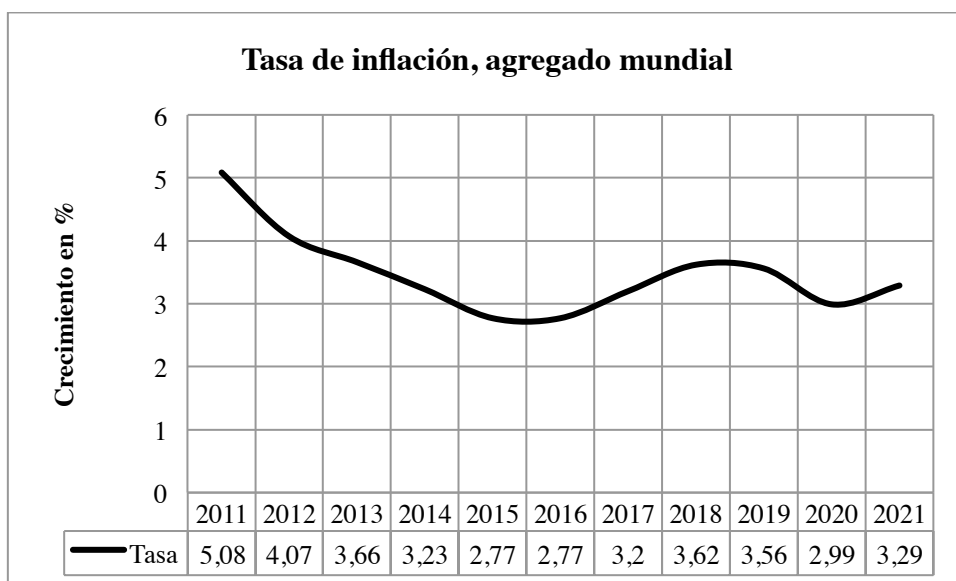
Previsiones de inflación en Estados Unidos y la Eurozona

Área	2020	2021	2022	Fuente
EEUU	1,2	1,8	1,9	https://www.bankinter.com/blog/economia/prevision-ipc-eeuu
Eurozona	1,3	-0,3	1	https://www.bankinter.com/blog/economia/prevision-ipc-eeuu
EEUU		3,3		https://mx.investing.com/economic-calendar/michigan-inflation-expectations-389
EEUU		2,5–3	2–3	https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/situacion-estados-unidos-primer-trimestre-2021/

La Reserva Federal se ha planteado un horizonte de inflación del 2% (ver: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-01-13/inflation-is-coming-to-the-u-s-and-the-fed-could-be-in-a-bind>): esto es lo que, en definitiva, esperan los inversores. Ahora bien, con un escenario que se acerque o rebase algo el 3%, ¿dónde estaría el problema? Más bien sería la comprobación de que las políticas de estímulo han funcionado y que, por tanto, la demanda agregada crece, la generación de riqueza se

recupera y el desempleo se reduce. Sobre esto, un reciente estudio de Robert Calvert y Karsten Kohler sobre Gran Bretaña y con análisis de un largo período (“A history of aggregate demand and supply shocks for the UK, 1900 to 2016”, noviembre de 2020, SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3725609) identifica choques positivos de demanda agregada a mediados de la década de 1970, que los autores atribuyen a la política fiscal y sugieren que estos choques habrían creado incrementos de precios. Pero, atención, al tiempo se mitigaron los efectos sobre el desempleo.

En paralelo, un gran agregado de inflación a nivel mundial, que se recoge en el gráfico posterior, subraya una posible contención de precios por debajo del 5% en 2021:



FUENTE: <https://es.statista.com/estadisticas/495587/tasa-de-inflacion-global-respecto-al-ano-anterior/>

La curva esconde, sin embargo, realidades distintas. A partir de la Gran Recesión se produjeron ya inflaciones negativas en el sur de Europa, relacionadas con retrocesos en los PIB, hasta llegar a tasas negativas (<http://es.global-rates.com/estadisticas-economicas/inflacion/2011.aspx>). Se comprobó el desplome de los precios en 2009, un efecto rebote en 2010 y una bajada gradual desde 2011, con dos excepciones: Grecia, que se hundió sin remisión a distancia de los otros países; y Japón, único país que experimentó la recuperación en sus precios, frente al languidecimiento de los indicadores de Reino Unido, Estados Unidos, Alemania, Grecia, España y el conjunto de la Unión Europea. De alguna manera, Grecia y Japón sintetizan dos pautas distintas: una, la del país heleno, que se centró en la aplicación a ultranza de la austeridad, con consecuencias corrosivas; otra, que huyó precisamente de esas políticas aplicadas

durante largos quinquenios, con resultados paralizantes para su crecimiento económico, y que acabó por apostar por políticas monetarias expansivas. Cara y cruz para enfrentarse a una misma problemática: la crisis económica, la falta de crecimiento; y actuaciones expeditivas en ambos casos, pero en direcciones opuestas. La inflación/deflación, el indicador de fondo.

3. Inflación, paro, deuda: el laboratorio de la historia económica

George Akerlof, Premio Nobel de Economía, afirmaba, en un trabajo publicado en 1996 y en referencia a la economía americana (Akerlof et al., “The Macroeconomics of Low Inflation”, *Brookings Papers on Economic Activity*), que los costes de mantener una inflación baja, cada vez más próxima a cero, acabarían por representar una caída del PIB, a la vez que recomendaba que la estabilidad completa de precios no podía ser, de ninguna manera, el objetivo fundamental de la Reserva Federal. La teoría de Akerlof no contradecía, sin embargo, los modelos econométricos del banco emisor. Tales modelos se adhieren al principio NAIRU, *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, o sea, la tasa de desempleo que no acelera la inflación, que el banco central situaba entre el 6% y el 6,2%. Es decir, si el paro caía por debajo de esos porcentajes, el riesgo de inflación era patente, según la institución presidida entonces por Alan Greenspan. Akerlof no criticaba el control de los precios, que elogia sin paliativos; pero cuestionaba la obsesión por alcanzar una inflación casi inexistente, máxime cuando la tasa de paro se encontraba en niveles muy ajustados, entorno al 6% en el momento en el que el trabajo se editó. Su teoría indica que la reducción de la inflación, cuando es elevada, incrementa muy poco el paro, por lo que es recomendable mantener bajas las tasas de inflación, hecho que beneficia los cálculos sobre el futuro, habida cuenta que el coste en número de parados es menor.

Ahora bien, cuando con un cierto nivel de productividad se quiere mantener la reducción de la inflación, los costes en términos de ocupación de trabajo son muy elevados. La razón principal que aporta Akerlof es que una inflación demasiado baja origina costes de carácter político-social importantes. En otras palabras: disminuir hasta el 3% la tasa de inflación es barato en el vector trabajo; pero por debajo de esa cifra, el coste se eleva muy rápidamente. Akerlof recurre a casos de historia económica –en concreto, la crisis de 1929 y sus repercusiones– para explicar de forma más convincente su modelo, y subraya como, desde la óptica de los precios y de la ocupación, la intensa deflación que se produjo se acompañó de una elevadísima tasa de paro, que llegó a una

cuarta parte de la población activa de Estados Unidos. Los trabajos del profesor Peter Temin, del MIT (*Lecciones de la Gran Depresión*, Alianza Universidad, Madrid, 1996) abonan esta constatación, y demuestran que fue la obstinada política económica, decidida a mantener el patrón oro a toda costa, una de las causas centrales de la extensión de la depresión. Es así como las autoridades monetarias y fiscales aplicaron recetas contractivas, cuando la mirada retrospectiva hoy nos demuestra que hacían falta políticas expansivas. Pero cualquier planteamiento alternativo debía transgredir el régimen del patrón oro, que se había traducido en paradigma intocable para los políticos y economistas, pero dramáticamente fisurado por la realidad. Todas las alternativas eran tomadas como aberraciones respecto a la estabilidad que representaba el patrón monetario existente, y no eran consideradas ni por las autoridades, ni por los inversores.

Paul Krugman, Premio Nobel de Economía, ha argumentado, en una línea parecida, que los beneficios de la estabilidad de los precios son relativos, y también se sirve de la historia económica para demostrarlo (“Fast Growth and Stable Prices: Just Say No”, *Economist*, agosto 1996): la gran desinflación de los años 1980 en la economía americana, que presionó a la baja los precios del 10% al 4%, se alcanzó tras un prolongado período de elevadas tasas de paro y de un exceso de capacidad productiva. La cifra de paro de 1979 se recuperó en 1988 –casi una década de evolución negativa–, de forma que puede hablarse de una relación de sacrificio de enorme coste, evaluado en cerca de un billón de dólares, para conseguir un pequeño avance en un plazo demasiado largo. Las conclusiones del autor son meridianas: la creencia de que la estabilidad absoluta de los precios es una bendición, que proporciona grandes beneficios con escasos costes, descansa más en la fe que en la evidencia. Y ésta apunta hacia otro rumbo: una inflación baja, cercana al cero, infiere fuertes contrapartidas penalizadoras para la economía. Esto lo estamos viendo ahora mismo, con la crisis pandémica.

En esa misma línea, estudios sobre la inflación para el período 1979-1990 (con la utilización de indicadores de carácter monetario y otros relacionados con el desarrollo humano) constatan la incidencia negativa para salarios, rentas y niveles de vida. Joseph Stiglitz, Premio Nobel de Economía, remacha estas mismas ideas (*El precio de la desigualdad*, Taurus, Madrid, 2012). Un país puede tener una inflación baja sin crecimiento y con elevada desocupación. Para la mayor parte de los economistas esta nación tendría un esquema macroeconómico desastroso. Pero como la inflación excesivamente elevada conduce muchas veces a un crecimiento reducido, y éste a un paro elevado, la inflación es estigmatizada de forma sistemática. La afirmación de

Stiglitz se dirige, sobre todo, a los posicionamientos, invariables y acríticos, del FMI hacia los países pobres.

La conexión de estos aspectos con los procesos de endeudamiento se ponen de manifiesto. En relación a la eurozona, Carmen Reinhart, economista jefe del Banco Mundial, y el profesor Kenneth Rogoff, docente e investigador en distintas universidades norteamericanas (Harvard, Princeton, Berkeley), han expuesto que la experiencia histórica demuestra que es imposible crecer y reducir deuda aplicando austeridad y paciencia (*Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, FCE, México). Los trabajos de estos dos economistas han tenido distintas polémicas; pero algunas de sus declaraciones resultan ahora de gran interés. Reinhart manifestó, en 2013 que una quita de deuda era la manera más clara para que España saliera de la crisis, llegando a afirmar que “*hacer ajustes sin reestructurar la deuda sólo prolonga la agonía*”. De hecho, en un importante trabajo publicado por el FMI en 2013, firmado por Reinhart y Rogoff (<http://www.cepr.org/pubs/dps/DP9750#>. DP9750), se apuntan medidas radicales para acabar con la crisis de la deuda: entre ellas la condonación de la deuda externa y los controles de capital. Pero se insiste en un factor clave: la creación de inflación e, incluso, la represión financiera, desde el momento en que la austeridad económica no estaba dando resultados efectivos (la información, junto a la cita textual, procede de https://es.wikipedia.org/wiki/Carmen_Reinhart).

En efecto, la deuda, señalan Reinhart y Rogoff, se ha contraído siempre mediante la inflación y la reestructuración. En concreto, exponen, a partir de la historia económica, las formas de pagar la deuda (DP9750: *Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten*):

- a) Con más inflación, hecho que reduce el valor de la deuda. El tema ahora podría enlazar con los planteamientos del BCE, que centra sus actuaciones en alcanzar una inflación superior al 2 por ciento (pero siempre cercana a ese guarismo).
- b) Gobiernos europeos y el BCE deberían obligar a bancos y empresas –y consorcios que negocian fondos de pensiones– a comprar deuda pública por debajo de su valor y, a la vez, regular los movimientos de capitales para evitar su fuga.
- c) Mayor crecimiento económico, que debería ser muy superior al alcanzado por la eurozona en los últimos años (con cifras inferiores al 1 por ciento). La consecuencia de esto va a ser el aumento de los déficits públicos –si se

mantienen políticas de bienestar y los estabilizadores automáticos– y de la deuda.

En este contexto de debate, un cuidadoso Barry Eichengreen, de la Universidad de Berkeley, equilibra la posición: intuye las amenazas inflacionistas en Estados Unidos; no las ve en Europa. Sin duda, el ambiente académico debe estar caldeado en los campus norteamericanos con este tema –de ahí la prudencia de un siempre claro Eichengreen–, a pesar de que los datos de 2019 señalan que la economía americana alcanzó cifras en el mercado laboral que rozaban la plena ocupación, sin que se advirtieran signos de aumentos en los precios.

Los profesores Lance Taylor, de The New School for Social Research de Nueva York, y Nelson Barbosa, de la Fundación Getulio Vargas, acaban de publicar un *paper* (“Inflation? It’s Import Prices ant the Labor Share!”, *Institut for New Economic Thinking, working paper* núm. 145, enero 2021) que rompe con ese digamos equilibrio de Eichengreen. Los autores, expertos en los procesos de inflación, indican con cierta sorna que, por algún proceso misterioso, las preocupaciones sobre la inflación están surgiendo por todas partes justo cuando la administración entrante de Joe Biden propone hacer pagos sustanciales a las familias menos acomodadas que se vieron duramente afectadas por la pandemia; y reducir privilegios a los ricos del país, desactivando las prebendas de Trump. La teoría de la inflación –insisten– es una de las áreas más débiles de la economía dominante. Y señalan que uno de los desafíos de Biden va a ser revertir el largo declive en participación del trabajo en la renta nacional. Para Taylor y Barbosa, los salarios monetarios tendrían que crecer un punto porcentual por año más rápido que los precios más la productividad durante varios años, siempre que la Reserva Federal quiera cumplir con una meta de inflación del 3%.

Opiniones diversas, unas de carácter más intuitivo; otras sustentadas más en datos. La controversia no ha hecho más que empezar.

4. Conclusión

El debate sobre el repunte de la inflación se ha abierto. Algunos que abogaban por un incremento del gasto, una expansión de la política fiscal que acompañara a la monetaria, señalan ahora que la inflación va a ser una seria amenaza en 2021 y 2022, precisamente a causa de ese crecimiento. La advertencia viene desde Estados Unidos. Sin embargo, sabemos que un perfil de inflación en términos aceptables suele acompañar etapas de crecimiento económico intenso: por ejemplo, entre 1870 y 1913,

con crecimientos del PIB del 2,19% en Europa y 3,94% en Estados, con inflación superior al 3,5%; o entre 1950 y 1973, cuando la inflación en la Europa occidental fue del 4,3%, en una fase en la que el gasto público en los países de la OCDE pasó del 25% sobre PIB en 1950 al 36,6% en 1973, mientras la productividad crecía al 5,83% en Alemania y 2,57% en Estados Unidos y la oferta monetaria se expandía a una tasa anual del 10% en Alemania y del 4% en Estados Unidos entre 1950 y 1973 (todos los datos en: Maddison Project: <http://www.ggd.net/maddison/>; OCDE, <http://stats.oecd.org/index.aspx>; y S. Marglin-J. Schor, Edits: *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Post War Experience*, Clarendon Press, Oxford, 1990). Por tanto, es razonable pensar que los precios remontarán por el impacto de los estímulos fiscales durante el covid-19, y que la vigilancia de los bancos centrales, con las experiencias adquiridas, contribuirá a una regulación adecuada; de hecho, la preocupación por los escenarios de deflación sigue estando presente, sobre todo en la eurozona. Seguimos con demandas anémicas. No parece que esto vaya a cambiar ni en 2021 ni en 2022: los previsibles impactos de los fondos europeos no se apreciarán de manera tan inmediata.

En este contexto, resulta poco sensato pensar en procesos de hiperinflación (tasas de dos dígitos), una especie de espada de Damocles que algunos economistas invocan de forma subliminal (hacerlo más explícito requeriría unas comprobaciones que no tienen). También se revela como excesivamente cautelosa la postura de advertir de un potencial peligro inflacionario cuando, a la vez, se prescriben políticas de expansión de la demanda agregada. Resulta técnicamente alambicado justificar esto, ya que involucra una determinada política económica y su contraria.

Los mensajes que señalan el peligro de la inflación para Europa y EEUU son desacertados desde el punto de vista empírico. Existe un hecho estilizado que es indiscutible: dejando de lado los ciclos, en las economías capitalistas se observa un equilibrio entre demanda agregada y capacidad productiva. Nuestra tesis es que la tendencia de largo plazo de la capacidad productiva se ajusta a la tendencia de la demanda agregada. Por tanto, en momentos de expansión de la demanda agregada (como resultado, por ejemplo, de un cambio en la política fiscal) se pueden experimentar aumentos de precios que serán neutralizados cuando la oferta se ajuste al mayor nivel de demanda. La expansión fiscal puede acarrear inflación en economías en desarrollo que tienen problemas de restricción externa: países que necesitan importar (principalmente bienes de capital y tecnología) para adaptar su capacidad productiva a

la demanda (Argentina); o países que simplemente satisfacen la mayor demanda directamente vía importaciones (Venezuela). En esos países, el aumento de la demanda puede resultar contraproducente porque el incremento de las importaciones quizás conduzca al país a una crisis de balanza de pagos (se queda sin divisas para importar). Pero en Europa y EEUU eso no puede ocurrir por un motivo central: porque sus bancos centrales crean esas divisas (véase: Thomas Palley: <https://www.elgaronline.com/view/journals/roke/8-4/roke.2020.04.02.xml>).

En definitiva: la inflación aparecerá, sin duda, al calor de los estímulos monetarios y fiscales. Como ha pasado siempre. No creo que esto deba ser una advertencia severa que se obligue a seguir a pie juntillas (todas las opiniones son respetables si se sustentan sobre el rigor exigible), proveniente sobre todo de inversores que trasladan tales prevenciones, igualmente, al mundo académico. La narrativa económica, como nos ha enseñado Schiller, entonces se va a moldear: también ha sucedido antes, y el libro de este autor nos lo recuerda, con una erudición pasmosa, admirable. Una evolución razonable al alza de los precios (y esto es tan abstracto como aseverar que hay un peligro de inflación sin que se concrete) será un indicador de que la inversión y el consumo remontan, de que existe más circulación monetaria y de que se expanden las demandas pública y privada. Esto no es una opinión ni una hipótesis: es historia económica (hemos expuesto ejemplos de investigación en las páginas precedentes). Será entonces cuando los bancos centrales deban estar atentos para, sin estrangular los crecimientos que se produzcan, condicionar tipos de interés asumibles en un marco de expansión económica.