

Inflación en tiempos de pandemia

Omar Rachedi

Profesor del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade

Las opiniones y las conclusiones recogidas en esta columna representan las ideas del autor, con las que no necesariamente tiene que coincidir con las de sus coautores, el Banco de España o el Eurosistema.

La nueva normalidad de la pospandemia nos ha traído de vuelta un fenómeno que habíamos olvidado en las últimas dos décadas: una alta inflación. Si hoy en día los economistas tenemos perspectivas muy diferentes sobre cuáles son los riesgos de una inflación elevada, es porque el repunte de los precios nos ha tomado por sorpresa. Acabamos de salir de años en donde el debate se centraba en cómo evitar una espiral desinflacionaria. De hecho, el inicio de la pandemia nos hizo pensar que el problema de la desinflación habría podido ser todavía más relevante. En la primavera de 2020, la mayoría de los analistas económicos esperaba una caída de la inflación a terreno negativo, y la posibilidad de que los tipos de interés nominal se mantuvieran en su cota inferior (ZLB, por sus siglas en inglés) por un prolongado periodo de tiempo. Al contrario, hemos acabado el año 2021 con una inflación del 7 % en Estados Unidos, el nivel más elevado desde 1982 si la medimos sobre el índice de precios al consumo, y del 5 % en la Eurozona, otra cifra récord de los últimos 30 años.

En esta columna analizo el repunte de la inflación haciendo hincapié sobre tres mensajes principales. Primero, el elevado tipo de inflación es en parte el resultado de políticas de demanda expansiva que nos han ayudado a superar la crisis de la COVID-19

sin cicatrices profundas. Si comparamos este momento con las secuelas de la última crisis financiera, donde la demanda de empresas y familias escaseaba, los gobiernos tomaban medidas de austeridad, y la inflación se movía en campo negativo, no cabe duda que estamos ahora mismo mejor posicionados. Segundo, en tiempos de bajos tipos de interés, puede ser beneficioso que los precios suban temporalmente por encima del objetivo de los bancos centrales. Así se puede minimizar la probabilidad de cara al futuro de que las herramientas de política monetaria sean restringidas por el ZLB. Dicho esto, mi tercer punto es que los bancos centrales tienen que evitar a toda costa que este repunte de precios se prolongue excesivamente y acabe afectando a las expectativas de inflación a medio y largo plazo. No solo porque el objetivo principal de los bancos centrales es el de anclar estas expectativas. Va más allá. En los últimos años, cambios estructurales de la economía han alterado la relación entre inflación y paro. Como resultado, reducir una inflación muy elevada podría desacelerar sustancialmente el crecimiento del PIB, retrasando unos años la recuperación del nivel de finales del año 2019. En otras palabras, Christine Lagarde y Jerome Powell están en la cuerda floja: se debaten entre evitar que la pospandemia nos lleve a una estanflación, y dejar atrás a los años de deflación y tipos negativos.

Hemos acabado el 2021 con una inflación del 7 % en Estados Unidos, el nivel más elevado desde 1982 si la medimos sobre el índice de precios al consumo, y del 5 % en la Eurozona, otra cifra récord de los últimos 30 años.

Los bancos centrales tienen que evitar a toda costa que el repunte de precios se prolongue excesivamente y acabe afectando a las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

Antes de analizar la situación actual, no hay que olvidar lo que pasó en la expansión que ha seguido a la última crisis financiera. En esos años, el crecimiento medio anual del PIB de la Eurozona se situó en el 1,7 %, mientras que la inflación subyacente no llegó al 1 %. Es decir, un punto porcentual por debajo del objetivo del BCE. En Estados Unidos, la recuperación fue mucho más consistente con los propósitos de la Reserva Federal, con un incremento medio del PIB del 2,3 % y una inflación subyacente del 1,9 %. De esta manera, la economía estadounidense volvió a sus niveles de PIB precrisis ya a principios de 2011, cuatro años antes que la Eurozona. Esta recuperación económica asimétrica fue consecuencia de las diferentes elecciones de política fiscal y monetaria que se tomaron en los dos lados del océano Atlántico. La Administración Obama aprobó en 2009 un ambicioso plan de estímulo fiscal de 831 mil millones de dólares, el mayor incremento de gasto público desde el final de Segunda Guerra Mundial, mientras que la Reserva Federal inyectaba 1,3 trillones de dólares a través de sus múltiples programas de *quantitative easing*. En cambio, en Europa se adoptaron políticas de consolidación fiscal y el BCE solo empezó sus compras de activos en 2015.

Cuando en marzo de 2020 estalló la crisis de la COVID-19, afortunadamente ya se había aprendido la lección sobre la necesidad de soportar la demanda agregada. La prioridad ha sido evitar que la paralización de parte de la actividad económica y el confinamiento de la población pudieran generar una ‘Japanización’ de la economía, con tipos de inflación en territorio negativo y crecimiento anémico por prolongados periodos de tiempo. Esta vez, la respuesta de las autoridades de política fiscal y monetaria en la mayoría de las economías avanzadas ha sido sin precedentes. Basta pensar que en la Eurozona el BCE ha comprado inmediatamente activos

financieros por un total de 1,850 mil millones de euros a través de su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Contemporáneamente, los gobiernos han constituido una primera línea de defensa con medidas como los ERTE, la concesión de avales crediticios y las ayudas a las empresas. Debido a ese fuerte aumento de los gastos, en España el déficit público ascendió hasta el 11 % del PIB. El conjunto de todas estas medidas ha aminorado sustancialmente la profundidad de la recesión, y ha permitido un fuerte repunte de PIB en 2021. No es una casualidad que la economía de Estados Unidos, donde los estímulos de política fiscal y monetaria han sido los más generosos, haya sido ya la primera en recuperar sus niveles de PIB de finales de 2019. Por lo tanto, parte de la causa del repunte de inflación se debe justamente a todas aquellas medidas que han permitido que la pandemia no dejara cicatrices profundas en nuestros tejidos productivos. Así que, antes de prestar atención a los riesgos inflacionarios, es importante tener en cuenta ese *trade-off* entre sostener la demanda y generar una presión al alza en los precios. Muy probablemente, en marzo de 2020, pensar que la preocupación principal de nuestras economías de cara a futuro hubiese sido una elevada inflación, nos hubiera parecido como un problema de lujo.

De hecho, una inflación por encima del objetivo del 2 % por un periodo limitado de tiempo puede ser beneficiosa. Esta afirmación es sostenida por los resultados de un artículo que he escrito conjuntamente con Jesús Fernández-Villaverde de la Universidad de Pensilvania, Joël Marbet del CEMFI, y Galo Nuño del Banco de España, donde enseñamos que la política monetaria no es neutral en el largo plazo. Es decir, cambios en el objetivo de inflación del banco central –o en la rapidez de su reacción a repuntes inflacionarios– tienen efectos sobre el tipo de interés natural. Esto pasa porque, en tiempos de bajos tipos de interés, los agentes económicos se esperan que el banco central sea restringido por el ZLB muy a menudo, perdiendo así parte de su capacidad de estabilizar el ciclo económico. Por lo tanto, las expectativas de inflación se reducen, y los hogares incrementan su ahorro por motivo de precaución ante la posibilidad de recesiones caracterizadas por altas caídas de PIB y deflación. Justo este incremento en los ahorros genera presión a la baja en los tipos de interés, y hace que el fenómeno del ZLB sea todavía más frecuente. Un ejemplo perfecto de profecía autocumplida. Esta espiral desinflacionaria se puede romper dejando que los precios suban temporalmente en periodos de expansión económica por encima del objetivo de política monetaria. Actuando de esta manera, un banco central puede evitar que cada recesión acabe llevando la economía al ZLB. Como consecuencia,



no tendríamos que preocuparnos por un repunte transitorio de la inflación por arriba del 2 % después de años lidiando con tipos de inflación próximos a cero.

Dicho esto, una inflación que perdure excesivamente a lo largo del tiempo tiene riesgos sustanciales. Esto ocurre por dos razones principales. Primero, el repunte en los precios podría comprometer el anclaje de las expectativas de inflación. Por lo tanto, se generaría una espiral salarios-precios que acabaría transformando un repunte transitorio en una tendencia mucho más permanente. Afortunadamente, si miramos los datos, vemos que aunque haya mucha incertidumbre, la gran mayoría de los analistas económicos se espera justo una tasa de inflación a dos años alrededor del 2 %, tanto en Estados Unidos como en la Eurozona. Sin embargo, el hecho de que hoy las expectativas estén ancladas, no implica que lo estén también el día de mañana, especialmente si la inflación sigue a un ritmo elevado y los bancos centrales no actúen de manera adecuada, reduciendo por los menos sus programas de compras de activos. Segundo, los cambios estructurales que han ocurrido en las últimas décadas en nuestras economías hacen que sea más complicado definir una estrategia de *soft-landing*, donde un progresivo incremento de los tipos de interés consiguiera reducir la inflación sin frenar totalmente la recuperación.

Específicamente, la capacidad de los bancos centrales de reducir el actual repunte en los precios está desafiada por el aplanamiento de la curva de Phillips, que es la relación entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación. Aunque esta relación se mantuvo relativamente constante durante las décadas de los ochenta y noventa del siglo pasado, en los últimos años se ha reducido progresivamente la sensibilidad de la inflación a los cambios en las condiciones del mercado laboral (véase Del Negro et al., 2020; Stock y Watson,

El repunte en los precios podría comprometer el anclaje de las expectativas de inflación, generando una espiral salarios-precios que acabaría transformando un repunte transitorio en una tendencia mucho más permanente.

2020). Por ejemplo, en un trabajo conjunto con Henrique S. Basso del Banco de España, mostramos cómo la automatización industrial ha desconectado la fijación de los precios por parte de las empresas de la dinámica salarial de los trabajadores.

¿Por qué el aplanamiento de la curva de Phillips es relevante para la normalización de la política monetaria? La magnitud de la sensibilidad de la inflación a los cambios en la tasa de desempleo es fundamental para calcular la ratio de sacrificio, que define la pérdida de PIB necesaria para reducir la tasa de inflación. Desafortunadamente, esta ratio depende inversamente de la pendiente de la curva de Phillips. Por lo tanto, su aplanamiento implica que, hoy en día, reducir la tasa de inflación conlleva una reducción del PIB mucho mayor de la que hubiera sido necesaria hace solo unos años.

Quiero cerrar esta columna con una observación final, que es más bien una pregunta que una afirmación. Los bancos centrales definen sus objetivos de estabilidad de precios en relación a la inflación subyacente, es decir, la inflación calculada sobre un índice de precios que excluye los de energía y alimentos. Ya que estos precios están caracterizados por una marcada volatilidad, la política monetaria sigue una senda de inflación mucho más consistente a lo largo del tiempo. Esto explica por qué hoy en día, con una inflación total en 2021 del 5 % en la Eurozona, el BCE no tenga la necesidad de subir sus tipos de interés, ya que la inflación subyacente sigue estando en línea con el objetivo de Frankfurt del 2 %. La asunción implícita es que, aunque los precios de la energía y los alimentos cambien mucho de año a otro, su variación media está en línea con la variación media de todos los otros precios de la economía. Es decir, si este año

hemos tenido un repunte de los precios energéticos, lo más probable es que el próximo año estos mismos precios se derrumben. En un futuro muy cercano, esta lógica será desafiada por las implicaciones que la transición ecológica tendrá en nuestras economías. Si para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero será necesario subir el precio de la energía, es muy probable que esta *greenflation* desacople la inflación subyacente de los precios de luz y gas. Como consecuencia, cada incremento importante del precio de la energía podría acabar afectando a las expectativas de inflación. Si esto pasara, ¿qué harán los banqueros centrales? ¿Seguirán mirando solo a la inflación subyacente, o cambiarán sus posturas cada vez que haya una variación en el precio energético, aunque sea debido a asuntos geopolíticos? Si a los economistas nos queda mucho por entender en tema de fijación de precios, los próximos años serán todavía más complicados. Lo único que es cierto es que el debate sobre la inflación ha vuelto para quedarse.

Si para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero será necesario subir el precio de la energía, es muy probable que esta *greenflation* desacople la inflación subyacente de los precios de luz y gas. ¿Qué harán los banqueros centrales? ¿Seguirán mirando solo a la inflación subyacente, o cambiarán sus posturas cada vez que haya una variación en el precio energético, aunque sea debido a asuntos geopolíticos?

Referencias

Basso, H. S., and O. Rachedi (2022). "Robot adoption and inflation dynamics". *Banco de España Working Paper*, de próxima publicación.

Del Negro, M., M. Lenza, G. Primiceri, and A. Tambalotti (2020). "What's up with the Phillips curve?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring: 301-357.

Fernández-Villaverde, J., J. Marbet, G. Nuño, and O. Rachedi (2022). "Inequality and the Zero Lower Bound". *Banco de España Working Paper*, de próxima publicación.

Stock, J., and M. Watson (2020). "Slack and cyclically sensitive inflation". *Journal of Money, Credit and Banking*, 52: 393-428.