



# NUEVAS FORMAS DE ENTENDER Y CONTENER LA INFLACIÓN

*Federico Steinberg*

Universidad Autónoma de Madrid y Real Instituto Elcano

*Jorge Tamames*

University College Dublin y Real Instituto Elcano

## Resumen

Este artículo analiza desde una perspectiva de economía política por qué el marco conceptual dominante sobre la inflación ha dificultado la reacción de política económica y explora los aspectos distributivos de la misma. Entender la subida de precios como un problema distributivo (además de monetario) permite analizar tensiones entre deudores y acreedores en la economía global, así como entender de qué manera las subidas de precios generan ganadores y perdedores tanto entre como dentro de diferentes economías nacionales. Nuestro análisis subraya que el ajuste se ha cargado más sobre los salarios de lo que hubiera sido deseable (sobre todo en Europa y España, donde la inflación ha sido más de oferta que de demanda), y sugiere que la respuesta de política económica no puede pasar solo por un endurecimiento de las condiciones monetarias, sino que debe dar un lugar a la política fiscal. Solo así se reducirá el riesgo de que un porcentaje cada vez mayor de la población se descuelgue del crecimiento económico, con el subsiguiente impacto sobre la estabilidad política.

## Abstract

*This article analyses, from an economic policy perspective, why the dominant conceptual framework for inflation has hindered the economic policy reaction and explores the attendant distributive aspects. Understanding the rise in prices as a distributional problem (as well as a monetary one) allows the tensions between debtors and creditors in the global economy to be analysed, and helps afford an understanding of how price increases generate winners and losers both between and within different national economies. Our analysis emphasises that the brunt of this problem has been borne by wages more than would have been desirable (especially in Europe and Spain, which have had more demand-side than supply-side where inflation). It also suggests that the response of economic policy must involve not only a tightening of monetary conditions but also rely on fiscal policy. Only in this way can we avert the risk of an ever larger percentage of the population falling further behind in economic growth, with the subsequent impact on political stability.*

## 1. Análisis

La inflación se ha convertido en el «enemigo público número uno». Tras décadas de inflación muy baja —tanto que dejó de ser un tema de preocupación para la ciudadanía, lo que contribuyó al anclaje de sus expectativas y al prestigio de los bancos centrales— las alzas de precios recurrentes regresaron a la economía mundial a partir de 2021. Con el rebote económico pospandemia, los precios, alimentados tanto por los estímulos fiscales y monetarios como por restricciones de oferta y subidas del precio de la energía y las materias primas, se aceleraron en todo el mundo, y muy especialmente en los países del Atlántico Norte. Los bancos centrales, muy poco acostumbrados a las subidas de precios y perdidos en debates académicos sobre si la inflación era permanente o transitoria, reaccionaron tarde. En 2022 la inflación se terminó de descontrolar: la invasión rusa de Ucrania elevó todavía más los precios de la energía, llevando la inflación a niveles todavía más altos —en muchos países por encima del 10 %— y obligando

a los bancos centrales a reaccionar con mucha más contundencia, elevando los tipos de interés de un modo no visto en más de 40 años.

Para sorpresa de todos, la contracción monetaria, con tipos de interés en el entorno (o incluso por encima) del 5 % en EE. UU. y la zona euro, no ha generado una fuerte caída del crédito ni una recesión generalizada, aunque sí ha provocado episodios de inestabilidad financiera, incluyendo la quiebra de cuatro bancos regionales en EE. UU., y de Credit Suisse (absorbido por UBS) en Europa. También resulta llamativo que las tasas de desempleo no hayan aumentado y que, a pesar de la volatilidad en los mercados financieros, el escenario base para los próximos años siga siendo un aterrizaje suave (FMI, 2023) de las economías de los países avanzados, pero no las duras recesiones que se vaticinaban cuando comenzó la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022. En todo caso, en el último encuentro de los banqueros centrales de Jackson Hole, en agosto de 2023, tanto Jerome Powell, presidente de la FED (Powell, 2023), como Christine Lagarde, presidenta del BCE, subrayaban la complejidad del actual entorno macroeconómico y las dificultades para saber cómo debería evolucionar la política monetaria. Constataban que la inflación había subido mucho más rápido de lo que habían anticipado, que tras alcanzar su pico estaba bajando más deprisa de lo que esperaban y, finalmente, se alegraban de (pero no entendían) que las bajadas de precios y las subidas de tipos de interés no vinieran acompañadas por un aumento del desempleo. Por último, no se atrevían a predecir dónde se encontrarán los tipos de interés neutrales una vez que termine el episodio inflacionista, aunque aventuraban que serían mayores que antes de la pandemia (entre el 2 % y el 3 %) debido a los cambios estructurales que está atravesando la economía mundial, sobre todo la fragmentación de la economía mundial y la necesidad de incrementar las inversiones para luchar contra el cambio climático. Ambos factores tenderán a elevar los tipos de interés neutrales, lo que en la jerga macroeconómica se conoce como  $R^*$ , dejando así atrás el largo de periodo de tipos de interés cero, bautizado por Larry Summers como «estancamiento secular», también caracterizado por un mayor desempleo e índices de crecimiento anémicos.

Una vez que la bestia inflacionaria parece estar bajo control, podemos afirmar que durante los últimos años la economía global ha sido víctima de una tormenta perfecta: varios *shocks* consecutivos de oferta y demanda han desconcertado a las autoridades y generado enormes conflictos distributivos, así como comportamientos oportunistas por parte de algunas empresas. Y es que la inflación de demanda, la generada por los estímulos monetarios y fiscales para luchar contra la pandemia y amortiguar y ayudar a la población ante la invasión rusa de Ucrania —es decir, la derivada del recalentamiento de la economía, a la que también contribuyó el ahorro embalsado durante la pandemia y el aumento del gasto en bienes de todo tipo, sobre todo en EE. UU.— se combate con subidas de tipos de interés. Sin embargo, la inflación de oferta, la generada por problemas en las cadenas de suministro (ya sean causadas por la pandemia, los prolongados confinamientos en China, la subida de los precios del transporte y, sobre todo, la subida del precio de la energía), no se puede combatir con este mismo instrumento. Al hacer más pobre al país cuya relación real de intercambio se deteriora porque lo que importa sube de precio en relación a lo que exporta, obliga a abrir un debate sobre cómo distribuir esa mayor pobreza entre los distintos actores; es decir, abre un conflicto distributivo.

En todo caso, y esa es la buena noticia, como señala el historiador económico Adam Tooze (2021), podemos hablar de una espiral inflacionista una vez que las expectativas de inflación futura alimenten ese fenómeno, algo que a lo largo de este proceso no parece haber ocurrido (Álvarez y Hansen, 2023). Para consolidar esa espiral inflacionaria en los años 70, por ejemplo, fueron necesarias las subidas en los precios del petróleo por parte de la OPEP, una década de militancia sindical sin precedentes y una serie de acuerdos corporativos que indexaban las subidas de precios a salarios y prestaciones públicas, de modo que el conjunto de la economía entró en una peligrosa espiral de subidas de precios y salarios que llevó a la inflación a los dos dígitos. Una inflación desbocada requiere, por tanto, un desanclaje de las expectativas de inflación al alza y una tímida reacción de la política monetaria para contenerla. Estamos lejos de reproducir ese escenario porque las expectativas de inflación a largo plazo apenas han subido. Pero en este proceso, quienes han soportado la mayor parte de la carga del ajuste (en forma de empobrecimiento) han sido los trabajadores. Los salarios han crecido por debajo de la inflación (aunque en la segunda mitad de 2023 algunos comenzaban a recuperar poder adquisitivo), lo que ha alimentado el descontento social. De hecho, España ha sido el país donde más poder adquisitivo han perdido de toda la OCDE.<sup>1</sup>

Un reparto equitativo de los costes de la inflación hubiera llevado a un pacto de rentas, en el que las subidas de salarios, de beneficios e incluso de pensiones se hubieran coordinado para que los distintos grupos sociales «compartieran» la carga del ajuste. Pero eso no parece haber sido así.

Eso se debe a que, como argumentamos en las siguientes páginas, nuestra forma de entender la inflación está anclada en debates políticos y académicos que se retrotraen a la década de 1970. Estas posiciones han condicionado nuestra forma de entender el fenómeno y responder ante él. Sostenemos que las ideas sobre el funcionamiento de la inflación tienen implicaciones materiales directas y han dificultado una mejor respuesta de política económica. Asimismo, explicamos por qué es importante entender la inflación como un fenómeno distributivo además de monetario. La inflación, considerada de esta forma, refleja tensiones entre deudores y acreedores en la economía global. Además, produce ganadores y perdedores tanto entre como dentro de diferentes economías nacionales, sobre todo si no se pueden adoptar decisiones cooperativas para repartir equitativamente la carga del ajuste.

Tras más de dos años haciendo frente a la inflación, estamos en condiciones de diagnosticar con mayor precisión sus orígenes y proponer un tratamiento más adecuado para combatirla de forma que los costes del ajuste estén más equitativamente distribuidos tanto entre distintos países como en los diferentes grupos sociales. Así, los tipos de interés son un instrumento necesario pero insuficiente para contener una inflación que —al menos en una UE energéticamente dependiente del exterior— responde a factores de oferta más que de demanda. Seguirá siendo necesario utilizar la política fiscal para mitigar su impacto más adverso sobre los grupos más desfavorecidos, así como adoptar medidas adicionales para contener el alza de precios.

<sup>1</sup> Lema, M. (2023): «España es la gran economía donde más bajaron los salarios reales en 2022»; *El Confidencial*. Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/economia/2023-04-25/espana-economia-mas-bajaron-salarios-reales-inflacion\\_3617413/](https://www.elconfidencial.com/economia/2023-04-25/espana-economia-mas-bajaron-salarios-reales-inflacion_3617413/) (consultado el 13 de octubre de 2023).

## 2. Dos formas de entender la inflación

La escalada de precios ha sorprendido porque nos habíamos acostumbrado a vivir en un mundo sin inflación. Esa ausencia se debe —resumiendo y simplificando— a que a principios de los años 80 nos adentramos en un entorno macroeconómico internacional cuya prioridad era, entre otras cosas, mantener la estabilidad de los precios. Si en la época dorada del keynesianismo (1945-1973) la prioridad de las economías occidentales fue mantener el pleno empleo —incluso a costa de que subiese la inflación de forma moderada—, con el tiempo este orden de prioridades se invirtió. El punto de inflexión fueron precisamente los años 70. Las crisis del petróleo de aquella década generaron una combinación de inflación y estancamiento económico, conocida como estanflación, que los modelos macroeconómicos vigentes —la llamada síntesis neoclásica, y en particular la curva de Phillips, que postulaba una relación inversamente proporcional entre empleo e inflación— no eran capaces de explicar ni atajar, y que abrirían la puerta a la revolución de las expectativas racionales en macroeconomía.

Para establecer este cambio de prioridades se promovieron una serie de medidas —empezando por subidas abruptas de tipos de interés, siguiendo con el debilitamiento de los sindicatos y terminando con la internacionalización de las cadenas de producción, el auge del sector financiero y la entrada de China en la economía global— que a menudo han repercutido negativamente sobre las clases medias y trabajadoras occidentales al disparar la desigualdad económica. Pero a todas luces triunfaron: crearon un mundo sin inflación. Las inyecciones de liquidez masivas por parte de los bancos centrales en las crisis de 2008 y 2020 no han alterado esta realidad. Hace mucho que dejamos de vivir en un mundo en el que, como proclamaba Milton Friedman, la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario.

John Maynard Keynes, sin embargo, proporciona un punto de partida distinto para entender el episodio inflacionario que vivimos. «La dificultad no radica en las ideas nuevas», advirtió en el prólogo de su *Teoría General del Empleo, el interés y el dinero*, «sino en escapar de las viejas que, para quienes hemos recibido la formación más convencional, se ramifican hasta alcanzar cada esquina de nuestra mente» (Keynes, 2017; p. 5). La inflación es un ejemplo perfecto: su retorno se inscribe en un conjunto de ideas antiguas e imprecisas.

El relato convencional arranca en la República de Weimar. La hiperinflación de los años 20 laminó a la sociedad alemana, causando un malestar generalizado que allanó el camino al nazismo. Alemania Occidental se propuso no repetir los errores del pasado y por eso estableció un prestigioso banco central, el Bundesbank, centrado en mantener la estabilidad de los precios. El valor de esta independencia quedó de manifiesto en la década de 1970. El banco central alemán fue el único capaz de navegar el fin del régimen monetario de Bretton Woods sin entrar en una espiral inflacionaria, como hicieron el resto de las economías europeas y EE. UU., cuyos bancos centrales no supieron mantener la estabilidad macroeconómica. Esto convirtió el marco alemán en la moneda de referencia europea y al Bundesbank en el modelo sobre el cual se proyectó el Banco Central Europeo (BCE).

Según esta interpretación, combatir la inflación es vital porque, como explica la economista Carmen Reinhart (2021), «es un impuesto regresivo que les pega especialmente a los pobres». Si hoy los precios se disparan, mañana será necesario subir los tipos de interés y cuadrar el gasto público, incluso a costa de socavar la recuperación económica poscovid. Es una hoja de ruta brusca, y además poco original: en 2011 el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, subió los tipos de interés para contener un pico de inflación más bien modesto y causado por un *shock* de oferta (una subida del precio del petróleo y los alimentos), aún a costa de agravar la recesión económica. El caso paradigmático es el de Paul Volcker, el presidente de la Reserva Federal que recurrió a subidas aún más bruscas —haciendo descarrilar a las economías emergentes de la época y la presidencia de Jimmy Carter— para frenar la inflación en los 70 y principios de los 80.

La interpretación alternativa cuestiona las moralejas de este relato. Un estudio reciente de Gregory Galofré-Vila, Christopher Meissner, Martin McKee y David Stuckler (Galofré-Vila *et al.*, 2021) señala que no fue la hiperinflación de los años 20, sino las políticas de austeridad en los años 30 las que generaron un desafecto que se tradujo en apoyo al nacional-socialismo en Alemania. La década de 1970 también ofrecería moralejas distintas. La estanflación no se debió exclusivamente a las políticas fiscales o monetarias ni a las crisis del petróleo, sino también a la elevada militancia sindical. La oleada de huelgas de los años 70 generó un problema en el corazón del modelo económico keynesiano identificado por el economista Michał Kalecki (1943) tres décadas antes. En sociedades con pleno empleo y con una mano de obra altamente sindicalizada, argumentaba, tarde o temprano se desencadena una presión salarial sostenida. Debidamente organizados, los trabajadores son capaces de forzar a las empresas a promover subidas de salarios que no se corresponden con los incrementos en su productividad. Esto termina desatando la inflación. Sobre la base de esta intuición, Kalecki fue capaz de predecir el comportamiento de la economía en los años 70, a saber: la conformación de un poderoso bloque social, liderado por grandes empresas especialmente amenazadas por la inflación y la militancia sindical, y con el apoyo de economistas de prestigio —como Robert Lucas o el propio Friedman— orientado a la contención de la inflación mediante políticas ortodoxas y el abandono del keynesianismo de posguerra.

Siguiendo esta perspectiva, la relación entre bancos centrales independientes y baja inflación existe, pero no siempre en la dirección causal que se asume. Por ejemplo, la estabilidad de precios en un país podría reflejar que determinados sectores económicos con gran peso nacional —como el financiero en EE. UU. o el exportador en Alemania— la consideran deseable. La independencia de un banco central vendría así a simbolizar el compromiso con un *statu quo* preexistente. Contener la inflación importa porque, si alcanza cifras de dos dígitos —o, aún peor, cuando se dispara una espiral hiperinflacionaria— se convierte en un problema para el conjunto de la sociedad. Pero, en la medida en que a efectos prácticos actúa como un impuesto sobre ahorros o activos financieros, cuya posesión suele indicar un mayor grado de afluencia, el impacto de la inflación —siempre que sea moderada— no tiene por qué recaer en primer lugar sobre los más pobres.

En una línea similar, y desde el análisis económico ortodoxo, George Akerlof, William Dickens y George Perry (1996) también han desglosado los efectos redistributivos de la inflación a nivel macroeconómico. Subrayan cómo, dada la rigidez de los salarios, una inflación moderada genera niveles de crecimiento y empleo superiores a una inflación cero, porque facilita que se produzcan ciertos ajustes que son necesarios para el buen funcionamiento de la economía (quienes hoy proponen elevar el objetivo de inflación de los bancos centrales por encima del 2 %, entre los que están economistas tan prestigiosos como Olivier Blanchard, se inspiran en este análisis). El impacto redistributivo que conviene evitar, en todo caso, es el que produce la deflación, que hasta la llegada de la pandemia amenazaba de manera recurrente a la zona euro, porque hace muy difícil afrontar deudas y aumenta las probabilidades de impago.

Varias líneas de investigación recientes inciden en la pertinencia de entender la inflación como un fenómeno distributivo. El primero es un *paper* del propio servicio de estudios de la Reserva Federal. En un estudio publicado por el banco central estadounidense —y provocadoramente titulado «¿Quién mató a la curva de Phillips?»—, los macroeconomistas David Ratner y Jae Sim (2022) sostienen que el principal vector anti-inflacionario de la economía estadounidense en la década de 1980 no fueron las abruptas subidas de los tipos de interés decretadas por la Fed de Volcker, sino la política antisindical de Ronald Reagan, que logró quebrar la capacidad de los trabajadores norteamericanos para obtener alzas salariales que alimentaban la espiral precios-salarios. Los autores postulan una «Curva de Phillips Kaleckiana», en la que la fuerza sindical es un factor clave para entender el desarrollo de la inflación. En los años 70 y 80, hasta un 90 % de la misma, siempre según Ratner y Sim, pudo reducirse sin el recurso a una política monetaria restrictiva.

El estudio arroja dos conclusiones relevantes. La primera es que los tipos de interés son un instrumento más limitado de lo que habitualmente se considera a la hora de garantizar la estabilidad de precios. La segunda es que, entre todos los factores que inciden sobre la demanda agregada, la presión sindical desempeña un papel fundamental en la consolidación de las espirales precio-salarios. Tanto en EE. UU. como en la UE, esa presión es hoy una sombra de lo que era en la década de 1970.

Otro estudio reciente de Ben Bernanke y Olivier Blanchard (2023) incide en que la inflación actual no es, ni siquiera principalmente, un fenómeno monetario. Los autores señalan que los estímulos económicos en tiempos de pandemia generaron un aumento de demanda agregada y mercados laborales más ajustados, que sin embargo solo contribuyeron de manera «modesta» a generar inflación. Las principales causas de la misma han sido *shocks* de oferta en bienes como la alimentación y la energía, o servicios específicos (por ejemplo, el transporte marítimo). Así, y pese a que las cosas podrían cambiar en el futuro, los temidos efectos de segunda ronda han desempeñado un papel menor en 2021-2023.

Pese a este resurgir de ideas heterodoxas, el retorno de la inflación conjuró, como señala Tooze (2022), la larga sombra de los años 70. Se consideró, de manera generalizada, que la reacción de los bancos centrales tras un 2021 complaciente debía ser más severa. Mediante subidas de tipo abruptas e inflexibles se recobraría su credibilidad ante los mercados, evitando un desanclaje de

las expectativas de inflación. Fieles a esta hoja de ruta, primero la Reserva Federal y después el Banco Central Europeo instrumentaron de 2022 en adelante una subida de tipos sin precedentes históricos cercanos: de más de 500 puntos básicos en el caso de la Fed, y de algo menos (al menos cuando este artículo terminó de escribirse, en octubre de 2023) el caso del BCE. Así, los tipos de interés se consolidaron como la principal herramienta para contener la inflación incluso en la zona euro, donde la inflación venía causada más por factores de oferta que de demanda.<sup>2</sup>

### 3. De Kalecki a Weber, pasando por la Reserva Federal

¿Qué relato es más preciso para entender el mundo en que vivimos? La inflación actual coincidió, a lo largo de 2021, con un crecimiento elevado. De 2022 en adelante, pese a las subidas de los tipos de interés y la invasión rusa de Ucrania, parece haberse evitado un escenario de recesión generalizada. Así que los relatos más alarmistas de la vuelta de la estanflación parecen exagerados.

EE. UU. da la impresión de atravesar un ‘momento Kalecki’. La vuelta a la normalidad ha traído consigo un repunte de la actividad sindical, puesto que los trabajadores en diversos sectores económicos acumulan décadas sufriendo una erosión de sus salarios reales. La reciente oleada de huelgas en sectores como el de la automoción añaden presión a la economía americana desde el lado de la demanda. Y, además, el presidente Biden ha planteado la subida de los salarios y el apoyo a los sindicatos como uno de los ejes de su política económica, ya conocida como *bidenomics*. Pero conviene mantener este proceso en perspectiva. Los índices de afiliación sindical en EE. UU. permanecen en mínimos históricos, en parte porque las nuevas tecnologías y la globalización han cambiado la estructura del mercado laboral. La presión que los sindicatos han ejercido desde 2021 no se explica sin los cuellos de botella puntuales y los mercados laborales ajustados (con tasas de desempleo en mínimos históricos, por debajo del 4 %) que generaron el retorno a la normalidad tras la pandemia.

Así, aunque la perspectiva distributiva parece más pertinente que la monetaria, es importante matizarla para entender la inflación actual. Hace 50 años, el pleno empleo y la elevada militancia sindical contribuyeron a que la inflación se expresase como el resultado de un conflicto entre capital y trabajo. Hoy nos encontramos con una inflación de carácter redistributivo, pero no con la escala de conflictividad laboral que caracterizó la década de 1970. Eso se debe a que, en la actualidad, el componente redistributivo de la inflación se expresa de maneras diferentes: como una tensión entre países deudores y acreedores en la economía internacional, o como un pulso entre productores y consumidores en los mercados (nacionales e internacionales).

La primera expresión es fácil de identificar en la UE, donde una inflación moderada, siempre que se combine con un crecimiento económico sostenido, permitiría un desapalancamiento de las economías del sur de la zona euro ante las del norte. Recordemos que, como

<sup>2</sup> En algunos países, como en España, también se adoptaron otras medidas, como la «excepción ibérica» en la fijación de los precios de la electricidad o algunos controles de precios, como en las viviendas en alquiler.

titulaba Jonathan Kirshner uno de sus artículos más influyentes, «Money is politics» (Kirshner, 2003). Las tensiones en este ámbito —especialmente en lo que se refiere al rediseño de las reglas fiscales europeas (Feás, 2023)— vendrían a representar las dificultades para alcanzar criterios comunes no solo de estabilidad macroeconómica, sino de cohesión social en el ámbito de la UE. La inflación moderada que los Estados más endeudados de la zona euro podrían considerar útil para suavizar sus pagos de deuda se percibirá como una amenaza por los ahorradores alemanes, que ya acumulaban desafecto con el BCE por su política de tipos bajos en la década de 2010. Otras medidas económicas —como rebajar el peso de la economía sumergida en España o aumentar el salario mínimo alemán— pueden generar inercias de las que todos los Estados miembros se beneficien. Pero en el ámbito de una política monetaria compartida, las preferencias se expresan de una forma más difícil de reconciliar.

La segunda expresión de la inflación, en este caso más microeconómica, es la expuesta por Isabella Weber, una joven catedrática de economía en la Universidad de Massachusetts Amherst, principal bastión, junto con la New School de Nueva York, de la heterodoxia económica estadounidense. A finales de 2021, Weber publicó una tribuna en *The Guardian* (Weber, 2021) abogando por el uso de un instrumento que había resultado útil en la posguerra estadounidense, y defendido en su día por economistas como Simon Kuznets, Irving Fisher y Paul Samuelson.<sup>3</sup> Se trataba de controles de precios estratégicos, destinados a contener las subidas de precios en un contexto específico, caracterizado entonces —como ahora— por un alza abrupta de la demanda agregada al tiempo que las cadenas de producción globales estaban en proceso de reconfiguración.

Empleando la metáfora de un incendio en una casa, Weber contrastaba los controles de precios estratégicos con las dos visiones entonces enfrentadas en el debate político y académico. La interpretación de la inflación como un fenómeno transitorio empujaría a ignorar el problema y permitir que la casa continuase ardiendo. La lectura ortodoxa (partidaria de subir los tipos de interés abruptamente, aún al precio de laminar el crecimiento económico) equivaldría a destruir la casa con tal de atajar un incendio que podría expandirse a otras. La propuesta de Weber —controles de precios selectivos— logró unir a ambos grupos en su oposición —a veces visceral— a la misma. Paul Krugman incluso afirmó que establecer controles de precios sería algo «verdaderamente estúpido».<sup>4</sup> Cabe recordar que, hace tan solo dos años, esta medida se consideraba una herramienta tosca para lidiar con la inflación, y la noción de que esta pudiese deberse a un aumento de márgenes de beneficio empresariales (la tesis de la *greedflation*, donde la inflación tiene como causa última la codicia de determinadas empresas) se descartaba por simplista.

El diagnóstico de Weber, sin embargo, es más elaborado. Y por eso, en parte, ha logrado cierta aceptación. Considera a los controles de precio como un instrumento más dentro de una

<sup>3</sup> *The New York Times* (1946): «Price Controls Recommended». Disponible en: <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1946/04/09/93087670.html?pageNumber=23> (consultado el 13 de octubre de 2023).

<sup>4</sup> Sobre el artículo y la reacción que generó, ver Carter, Z. (2023): «What if We're Thinking About Inflation All Wrong?»; en *The New Yorker*. Disponible en: <https://www.newyorker.com/news/persons-of-interest/what-if-were-thinking-about-inflation-all-wrong> (consultado el 13 de octubre de 2023).



caja de herramientas que incluye los impuestos sobre beneficios extraordinarios y el desarrollo de *stocks* de reservas en sectores clave de la economía —inspirados tanto en la reserva estratégica de petróleo norteamericana como las propuestas que realizó Keynes en Bretton Woods—. El contexto en el que este tipo de medidas deben aplicarse es lo que Weber ha llamado «inflación de vendedores» (*sellers' inflation*): una situación en la que, debido a la acumulación de *shocks* a la economía global, algunas empresas abusan de su poder de mercado para establecer una estrategia que prioriza subidas de precio sobre el volumen de ventas (Weber, 2023; Weber y Wasner, 2023). El ejemplo paradigmático de estas prácticas (*price over volume*) son los movimientos recurrentes de Arabia Saudí y Rusia para limitar la oferta de petróleo y así encarecer su precio de venta. Pero estas estrategias también pueden llevarlas a cabo empresas privadas con posiciones dominantes en mercados específicos. El periodo de 2020-2023 constituyó una tormenta perfecta que facilitó estas estrategias: al caos en las cadenas de producción globales se unieron alzas de precios en los insumos, lo que en parte excusó, de cara a la opinión pública, las subidas de precio coordinadas en sectores específicos.

Así, en los dos años transcurridos desde que Weber expuso sus tesis, la «inflación de vendedores» ha pasado de considerarse una teoría extravagante a una realidad que apuntalan los estudios del BCE —con análisis pioneros de Isabel Schnabel (2023)— y el Fondo Monetario Internacional (Halsen *et al.*, 2023). Como señaló recientemente Christine Lagarde, la lentitud para corroborar el diagnóstico de Weber se debió en parte a la ausencia de instrumentos para medir los beneficios empresariales, en contraste con indicadores fiables para medir el crecimiento de salarios.<sup>5</sup> La creación de instituciones dedicadas a este fin, como el Observatorio de Márgenes Empresariales en España, supone un primer paso para mejorar la capacidad de diagnóstico. Por el momento, los datos apuntan a que los aumentos de márgenes han estado concentrados en pocos sectores, especialmente en los que han recibido mayores *shocks* de oferta.

En lo que respecta a los controles de precios, instrumentos como la regulación de precios del gas y el petróleo han pasado de considerarse extravagancias a formar parte de la caja de herramientas con que los países de la Unión Europea buscan contener la inflación. Weber ha pasado de considerarse una paria en la profesión económica a asesorar al gobierno alemán y desarrollar nuevas metodologías para evaluar la evolución de la inflación. El propio Krugman (2023) terminó por pedir disculpas por la recepción original de sus argumentos y aceptar buena parte de ellos. El modo en que se interpreta la inflación es por tanto un debate de ideas que acarrea consecuencias profundas en el mundo real. Queda por ver si tras dos años de debate académico en paralelo a la experimentación de políticas públicas producen un cambio duradero en la forma en que se evalúa y combate este fenómeno.

<sup>5</sup> Sobre los comentarios de Lagarde, ver Allenbach-Amman, J. (2023): «ECB-Lagarde says corporate profits contributed to inflation»; en *Euractiv*. Disponible en: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/ecb-lagarde-says-corporate-profits-contributed-to-inflation/> (consultado el 13 de octubre de 2023).

## 4. Futuro, expectativas de inflación y política económica

Aunque parece que el pico de inflación se ha superado, el panorama futuro no invita a la complacencia. Bajar la inflación hasta los objetivos de los bancos centrales (en el entorno del 2 %) todavía costará, especialmente ahora que los salarios están recuperando poder adquisitivo y continuarán creciendo por encima del 2 % o 3 %, e incluso más en algunos países y sectores. Por lo tanto, los tipos de interés seguramente permanecerán elevados a lo largo de 2024, y tal vez más allá. Y como el impacto de los elevados tipos de interés sobre la economía real tiene un retardo, es razonable pensar que la economía continuará desacelerándose, al tiempo que el coste de la financiación y las subidas en las hipotecas a tipo variable aumentará las dificultades económicas de los grupos más desfavorecidos.

Las predicciones de los bancos centrales y de las principales instituciones internacionales como el FMI (FMI, 2023), sin embargo, siguen siendo relativamente optimistas. Confían en que la economía global, aunque está en desaceleración, logrará un aterrizaje suave, e insisten en que las expectativas de inflación están bien ancladas, por lo que rechazan abrir los debates sobre la conveniencia de elevar el objetivo de inflación como llevan pidiendo Blanchard (2022) y otras eminencias macroeconómicas desde hace años. Pero cabe recordar que en la década precedente estas mismas instituciones sobrevaloraron la inflación de manera sistemática. Eso podría indicarnos que ahora están haciendo lo mismo —y que, por lo tanto, no hay motivo para preocuparse—. Pero tal vez sea más sensato, como aconseja el analista Wolfgang Münchau (2021), asumir que los bancos centrales siempre piensan que la inflación se aproximará hacia el objetivo que fijan sus mandatos. Del mismo modo que antes esperaban que subiese un 2 % que nunca llegaba, ahora estarían esperando que la inflación baje con la misma fortuna. De este modo, aunque resulte recomendable revisar los objetivos de inflación, conviene no hacerlo en un contexto como el actual, donde la decisión podría interpretarse como una forma tácita de admitir que los bancos centrales no son capaces de cumplir su mandato.

Todo esto supone un enorme reto para la política económica. Durante las últimas décadas (y a excepción de la hecatombe económica generada por la pandemia) se ha priorizado la política monetaria sobre la fiscal en las respuestas anticrisis. Como la política monetaria es capaz de responder con más celeridad que la fiscal y nos encontrábamos en un periodo de poca volatilidad macroeconómica —la llamada Gran Moderación—, el *policy mix* «de manual» lo constituía una política fiscal equilibrada a lo largo del ciclo y una respuesta monetaria rápida para suavizar las fluctuaciones macroeconómicas.

Sin embargo, desde hace unos años, se percibe como cada vez es más necesario un uso más activo de la política fiscal. En particular, si es necesaria una restricción monetaria para frenar el alza de precios y asegurar que las expectativas de inflación no se desanclan, se debería permitir que la política fiscal siga manteniendo un tono más expansivo, aunque también más enfocado a quien realmente necesita apoyos. Desde el punto de vista distributivo, además, esto podría reducir la desigualdad, porque la laxitud monetaria ha tendido a beneficiar más a los ciudadanos que poseen activos financieros, mientras que una política fiscal más redistributiva

podría beneficiar a las rentas bajas y medias. Asimismo, el esfuerzo de política fiscal es clave para la lucha contra el cambio climático, que requiere ingentes inversiones públicas. Por último, las autoridades deben estar preparadas para expandir su caja de herramientas de política económica utilizando puntualmente herramientas heterodoxas, como los controles de precios o los impuestos extraordinarios, vigilar mejor el crecimiento de los márgenes empresariales en sectores con estructura de oligopolio o competencia monopolística y promover pactos de rentas, en los que las pensiones (al menos las máximas), deberían incluirse.

En definitiva, el *policy mix* para los próximos años dependerá de cómo evolucione la inflación. Si efectivamente cuesta alcanzar el objetivo del 2 %, habría que combinar una política monetaria contractiva con un mantenimiento de políticas fiscales ligeramente expansivas con ayudas centradas en sectores concretos y medidas heterodoxas transitorias. Pero eso, en el caso de la UE, requerirá una reforma de las reglas fiscales, que la presidencia española del Consejo Europeo ha puesto entre sus prioridades para 2023. En países como España, con un déficit público estructural, será necesaria también una reforma fiscal que equipare gastos e inversiones públicas a ingresos.

A quienes están preocupados con los actuales niveles de deuda, esta puede parecerles una estrategia arriesgada. Pero conviene recordar que las inmensas deudas contraídas a lo largo de la Segunda Guerra Mundial no se atajaron con programas de austeridad, sino mediante una combinación de inflación moderada, crecimiento económico sostenido y aumentos de productividad, con sus consecuentes efectos redistributivos entre acreedores y deudores. No se trata de un caso excepcional, sino de la norma a la hora de volver sostenibles las deudas públicas elevadas tras una crisis. Como señalan los economistas políticos Jeffrey Frieden y Stephanie Walter (2016), nuestro precedente más cercano en este ámbito —la crisis de la zona euro en 2009-2013— es engañoso. El coste del ajuste entonces recayó casi exclusivamente en los países deudores del sur en forma de devaluación salarial y políticas de austeridad, sin que los países acreedores cedieran, bien aceptando mayores niveles de inflación, rescates más generosos o algún tipo de reestructuración de la deuda. También es llamativo que, al producirse dentro de la UE, la tensión se expresase en líneas nacionales, pese a ser en gran medida el conjunto de los contribuyentes europeos quienes originalmente financiaron el rescate del sector financiero. Este no es el patrón habitual en el que se resuelven las crisis de deuda, donde lo habitual es que una mayor parte del ajuste recaiga sobre los acreedores.

En definitiva, inflaciones estables algo por encima del 2 %, combinadas con inversiones públicas y políticas fiscales redistributivas que aumenten el crecimiento potencial y la productividad, podrían ser fórmulas adecuadas para hacer sostenible (e ir reduciendo) el gran volumen de deuda pública. Además, esta combinación de políticas permitiría reducir el porcentaje de población que desde la crisis financiera ha ido quedando descolgada del sistema, y que termina expresando su descontento votando a partidos radicales de extrema derecha antisistema que socavan el buen funcionamiento de la democracia liberal. Eso fue, precisamente, lo que se hizo con éxito tras la Segunda Guerra Mundial.

## Referencias bibliográficas

- AKERLOF, G.; DICKENS W., y PERRY, G. (1996): «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Institution*. Disponible en: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1996/01/1996a\\_bpea\\_akerlof\\_dickens\\_perry\\_gordon\\_mankiw.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1996/01/1996a_bpea_akerlof_dickens_perry_gordon_mankiw.pdf) [consultado el 13 de octubre de 2023].
- ÁLVAREZ, J. y HANSEN, N-J. (2023): «Wage-Price Spiral Risks Still Contained, Latest Data Suggests»; en *IMF Blog*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/02/24/wage-price-spiral-risks-still-contained-latest-data-suggests> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- BERNANKE, B. y BLANCHARD, O. (2023): «What caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?»; en *Brookings Institution*. Disponible en: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/04/Bernanke-Blanchard-conference-draft\\_5.23.23.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/04/Bernanke-Blanchard-conference-draft_5.23.23.pdf) [consultado el 13 de octubre de 2023].
- BLANCHARD, O. (2022): «It's time to revisit the 2% inflation target»; en *Financial Times*. Disponible en: <https://www.ft.com/content/02c8a9ac-b71d-4cef-a6ff-cac120d25588> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- FEÁS, E. (2023): «Una reforma insuficiente de las reglas fiscales»; en *Real Instituto Elcano*. Disponible en: <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/una-reforma-insuficiente-de-las-reglas-fiscales/> [consultado el 16 de octubre de 2023].
- FMI (2023): *World Economic Outlook*, octubre. Washington D. C.
- FRIEDEN, J. y WALTER, S. (2016): «Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis»; en *Annual Review of Political Science*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2953949> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- GALOFRÉ-VILÀ, G.; MEISSNER, C.; MCKEE, M. y STUCKLER, D. (2021): «Austerity and the Rise of the Nazi Party»; en *The Journal of Economic History*, 81(1); pp. 81-113.
- HALSEN, N-J.; TOSCANI, F. y ZHOU, J. (2023): «Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains»; en *IMF Blog*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/26/europes-inflation-outlook-depends-on-how-corporate-profits-absorb-wage-gains> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- KALECKI, M. (1943): «Political Aspects of Full Employment»; en *The Political Quarterly*, 14; pp. 322-330.
- KEYNES, J. M. (2017): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Hertfordshire, Wordsworth Editions.
- KIRSHNER, J. (2003): «Money Is Politics»; en *Review of International Political Economy*, vol. 10, no. 4, 2003; pp. 645-660 [consultado el 13 de octubre de 2023].
- KRUGMAN, P. (2023): «The Football Game Theory of Inflation»; en *The New York Times*. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2023/01/03/opinion/inflation-economy.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].

- MÜNCHAU, W. (2021): «El puercoespín da una voltereta»; en *El País*. Disponible en: <https://elpais.com/opinion/2021-10-25/el-puercoespín-da-una-voltereta.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- POWELL, J. (2023): «Inflation: Progress and the Path Ahead»; en *Junta de Gobernadores de la Reserva Federal*. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20230825a.htm> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- RATNER, D. y SIM, J. (2022): «Who Killed the Phillips Curve? A Murder Mystery»; en *Finance and Economics Discussion Series 2022-028*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponible en: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2022.028> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- REINHARDT, C. (2021): «Entrevista con Fariza, I.»; en *El País*. Disponible en: <https://elpais.com/economia/2021-10-11/carmen-reinhart-no-veo-la-inflacion-como-algo-transitorio.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- SCHNABEL, I. (2023): *Entrevista con Jutarnji list*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2023/html/ecb.in231006~c18d34f7a8.en.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- SUMMERS, L. (2020): «Accepting the reality of secular stagnation»; en *Fondo Monetario Internacional*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2020/03/larry-summers-on-secular-stagnation> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- TOOZE, A. (2021): «Inflation: The Good, the Bad, and the Ugly»; en *Foreign Policy*. Disponible en: <https://foreignpolicy.com/podcasts/ones-and-tooze/inflation-the-good-the-bad-and-the-ugly/> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- TOOZE, A. (2022): «Chartbook #65: Inflation & Price Controls»; en *Chartbook*. Disponible en: <https://adamtooze.substack.com/p/top-links-65-inflation-and-price> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- WEBER, I. (2021): «Could strategic price controls help fight inflation?»; en *The Guardian*. Disponible en: <https://www.theguardian.com/business/commentisfree/2021/dec/29/inflation-price-controls-time-we-use-it> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- WEBER, I. (2023): «Taking aim at sellers' inflation»; en *Project Syndicate*. Disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/sellers-inflation-diagnosis-accepted-but-old-interest-rate-policies-remain-by-isabella-m-weber-2023-07?barrier=accesspaylog> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- WEBER, I. y WASNER, E. (2023): «Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency?»; en *Economics Department Working Paper Series*, 343. Disponible en: <https://doi.org/10.7275/cbv0-gv07> [consultado el 13 de octubre de 2023].