
Efectos macroeconómicos de la inflación

Intervención de José Luis Malo de Molina, Director General del Banco de España, en el Seminario «La inflación: indicador clave para la política económica», de la Fundación ICO.

El debate económico inicia el nuevo siglo dentro de las coordenadas de un cierto consenso, del que participan tanto los economistas teóricos como los gestores de las políticas económicas, respecto a la necesidad de preservar la estabilidad macroeconómica como condición necesaria para procurar la eficiencia en la asignación de los recursos y así un mayor crecimiento y bienestar a largo plazo para la sociedad.

La interacción entre la realidad, la teoría económica y los ejecutores de la política económica ha constituido un fascinante marco en el que se han cimentado algunas de las ideas que hoy constituyen el acervo macroeconómico dominante. Los avatares de la historia económica contemporánea han contribuido a arraigar la idea de que la estabilidad de los precios debe ser el principal objetivo de la política macroeconómica.

En los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial prevaleció el pensamiento económico keynesiano, que otorgaba un papel predominante a las políticas de demanda, tanto monetarias como fiscales, para modular las fluctuaciones económicas y lograr el máximo nivel de empleo y crecimiento y combatir las tendencias deflacionistas. En concreto, la salida de la Gran Depresión americana y el posterior establecimiento del *New Deal* probaron la eficacia de esta orientación, y el Plan Marshall fue el vehículo para exportarla a una Europa recién salida de la Segunda Guerra Mundial. Las políticas de expansión fiscal garantizaron el crecimiento necesario sin presiones inflacionistas en el marco de los mecanismos de estabilización monetaria y cambiaria nacidos de los Acuerdos de Bretton Woods.

El diseño de estas políticas se basaba en la existencia de una curva de Phillips que garantizaba la sustituibilidad entre el crecimiento económico y la inflación. Como consecuencia de su aplicación, las recesiones se fueron haciendo más cortas y menos frecuentes que en los años anteriores, abriéndose camino una etapa de crecimiento económico sin precedentes en los países occidentales. No obstante, se aceptaba que no era posible garantizar el crecimiento continuado de la demanda por encima de la tasa natural de crecimiento de la oferta sin acabar generando las presiones inflacionistas. Un proceso de crecimiento rápido requiere desplazamientos continuos de la demanda de unos bienes a otros, de unos sectores a otros y de

un tipo de trabajadores a otros. La existencia de elementos de inercia en los determinantes de los precios y salarios tiende inevitablemente a generar un sesgo inflacionista. La aparición de estos sesgos a finales de los sesenta, en unas economías atrapadas en numerosas y variadas rigideces, y la necesidad de combatir los problemas generados por los mismos es lo que ha dominado la evolución del pensamiento económico y la gestión de la política económica en el último cuarto de siglo.

Como es sabido, a lo largo de los sesenta, la fuerte expansión fiscal americana ligada, entre otros aspectos, a la evolución de la Guerra del Vietnam, acabó provocando importantes desequilibrios presupuestarios y de balanza de pagos y fuertes aumentos de la liquidez en las economías americana y mundial, que desencadenaron la depreciación del dólar y la ruptura de los ya entonces viejos acuerdos de Bretton Woods.

La presión inflacionista acumulada por la aceleración de la demanda, la ruptura de Bretton Woods y la súbita aparición de los *shocks* del petróleo de los setenta dieron paso a un proceso de recesión con inflación que resultaba difícil de atajar con el instrumental teórico disponible. En este marco, el papel de las expectativas de los agentes económicos, situado en un segundo plano a lo largo de los años cincuenta y sesenta, se colocó en el centro del análisis del papel de las políticas monetarias y fiscales a la hora de restaurar la estabilidad macroeconómica perdida.

La respuesta a las perturbaciones de oferta fue desigual en los distintos países tanto por el uso de los instrumentos utilizados como por los objetivos perseguidos. Los países que optaron por un ajuste gradual priorizando el objetivo de aminorar los costes de la recesión mediante la aplicación de políticas acomodantes acabaron viéndose sometidos a unas tensiones más fuertes y duraderas en términos de desempleo, agravadas por la persistencia de la inflación y el arraigo de las expectativas inflacionistas.

El costoso balance de estas experiencias fue el que gestó el nuevo consenso sobre la importancia de la estabilidad de los precios en el diseño de las políticas económicas. En Estados Unidos, la llegada de Paul Volcker a la Reserva Federal supuso un fuerte giro antiinflacionista de la política monetaria americana. En Europa se inició un período de cooperación cambiara, en la que la mayoría de los países europeos trataron de importar la disciplina y la credibilidad antiinflacionistas alemanas —herencia de su dramática experiencia de hiperinflación—.

Los desarrollos teóricos contribuyeron significativamente a fundamentar este giro hacia la estabilidad. Los problemas de inconsistencia temporal a los que se encuentran sometidos los procesos de decisión, el papel de las expectativas y la importancia de la credibilidad de los órganos gestores constituyeron líneas fructíferas de investigación en el último cuarto de siglo, cuyas implicaciones han acabado influyendo decisivamente en el diseño actual de las políticas económicas. La profundización analítica de estas ideas y su contrastación empírica acabaron clarificando y sustentando el convencimiento de que el mantenimiento del crecimiento a medio y largo plazo requería un entorno de suficiente estabilidad macroeconómica, que era incompatible con un activismo en el manejo de la demanda que pretendiese regular con precisión la evolución de la actividad económica en las proximidades del máximo crecimiento potencial.

El convencimiento de que a medio y largo plazo existe una relación negativa entre inflación y crecimiento económico permitió que el diseño de la política monetaria asumiese como objetivo preponderante la estabilidad de precios, entendida no como un fin en sí mismo, sino como vehículo necesario para alcanzar una senda de crecimiento estable y sostenido. Esta concepción es la que explica que en los últimos años se haya dotado a los bancos centrales de un marco institucional coherente con la consecución de este objetivo.

Esta evolución de la política económica se ha asentado también en la creciente percepción social de los costes que comporta la inflación. Se ha hecho evidente que los aumentos sistemáticos de los precios, al distorsionar las decisiones de ahorro e inversión y la asignación eficiente de los recursos, tienen importantes efectos sobre el bienestar social. También se han puesto de manifiesto los efectos redistributivos no deseados que se generan al afectar negativamente a la renta de los sectores menos protegidos. De la misma manera, la opinión pública se ha hecho consciente de que la inflación, ante una falta de adaptación de los sistemas impositivos, puede acabar incrementando la presión fiscal real que soportan las familias, al tiempo que tiende a reducir la rentabilidad real de las empresas.

Debe considerarse, por tanto, que el aprendizaje en el manejo de las políticas de demanda agregada, que ha llevado a la preeminencia de los objetivos de estabilidad de precios, constituye uno de los logros más importantes de las últimas décadas, aunque este aprendizaje también ha revelado que no basta con una gestión adecuada de la demanda agregada. Como es

sabido, la dinámica de los precios en una economía es consecuencia de la interacción entre la demanda y la oferta agregadas —y de todos y cada uno de los factores que inciden sobre ellas—. A corto plazo, dada la relativa rigidez de la oferta productiva, las situaciones de exceso de demanda tienden a desembocar en incrementos de los niveles de precios. A medio plazo, sin embargo, los factores que condicionan que los excesos de demanda se trasladen en mayor o menor medida a los precios finales de una economía son de naturaleza estructural. Entre ellos cabe destacar las características de los mercados de factores y productos, que determinan la eficiencia de los procesos productivos, la correcta asignación de recursos y los incentivos para la incorporación de nuevas tecnologías. Todos estos factores, a su vez, acaban determinando la elasticidad o el grado de flexibilidad de la oferta productiva ante cambios en la demanda de la economía y, por tanto, la traslación a precios de cualquier exceso de demanda.

En este sentido, a lo largo de los últimos años se han ido consolidando algunas tendencias en el entorno económico internacional que han dado lugar a un aumento de la flexibilidad de la oferta productiva, propiciando un cambio permanente en la relación entre empleo e inflación, que implica una reducción en la tasa de paro sostenible sin incrementos de la tasa de inflación.

Entre estos cambios destacan, por un lado, la creciente internacionalización de las economías y el aumento del grado de competencia de los mercados nacionales e internacionales, que han impulsado modificaciones sustanciales en las prácticas de los agentes económicos, ya que la mayor competencia ha influido en la forma en que se determinan los salarios y los márgenes, y, por otro, la revolución en el ámbito de las tecnologías de la información y de las telecomunicaciones que se ha experimentado en los últimos años.

Aunque estas transformaciones han sido un rasgo común en la mayoría de los países industrializados, Estados Unidos constituye, hasta el momento, el máximo exponente de los beneficios que llevan aparejados. En particular, durante la década de los noventa, la economía norteamericana ha mantenido una fase de expansión muy intensa y prolongada —la más larga que se observa en el período de posguerra— que ha venido acompañada de un intenso crecimiento de la ocupación —hasta alcanzar niveles próximos al pleno empleo—, sin que ello se haya traducido en un aumento de las tasas de inflación. Este comportamiento excepcional no puede explicarse satisfactoriamente

sin tener en cuenta el dinamismo que han cobrado los sectores de nuevas tecnologías y la velocidad con que estos efectos se han trasladado al resto del sistema productivo, en un marco de creciente competencia.

En concreto, los avances en el ámbito de las comunicaciones y de la tecnología han propiciado un incremento en los ritmos de crecimiento de la productividad de esta economía. En una primera instancia, estas mejoras de productividad estaban circunscritas a las industrias directamente relacionadas con la producción de equipos informáticos y sus componentes. No obstante, los análisis recientes señalan que la extensión al resto del sistema económico de la utilización de esta nueva tecnología informática y de comunicaciones —y, en concreto, el mayor uso de Internet— ha permitido que las mejoras de productividad y eficiencia se ampliasen al resto de los sectores, gracias a la gran flexibilidad de la economía, a los incentivos existentes para la innovación y a la preparación del capital humano.

En Europa, en cambio, a pesar de los esfuerzos de desregulación y flexibilización realizados en los últimos años, aún subsisten algunas rigideces estructurales que dificultan la necesaria reestructuración de los procesos productivos y los cambios en la asignación de los recursos que suelen venir asociados a los procesos de innovación tecnológica y de internacionalización de las relaciones económicas. Cabe destacar, en este sentido, las rigideces existentes en el mercado de trabajo, tanto en la determinación de los salarios como en lo referente a la escasa movilidad geográfica y funcional. De esta manera, el marco institucional característico del viejo continente resulta menos propicio para aprovechar los beneficios derivados del cambio técnico y de la globalización.

En cualquier caso, el cambio de rumbo de la teoría y de la política económica hacia patrones sólidamente anclados en el objetivo de la estabilidad y las modificaciones estructurales impulsadas por la liberalización y la globalización han permitido que el cambio de siglo haya estado presidido por una situación de bajos niveles de inflación y elevado dinamismo económico en el conjunto de la economía mundial. Una situación de bonanza que ha desmentido rotundamente los ancestrales temores finemilenaristas.

Sin embargo, la renovada incertidumbre sobre la evolución de la economía mundial, como consecuencia sobre todo de la desaceleración de Estados Unidos y la prolongación de la crisis japonesa, ha venido a recordar que ni la ampliación del crecimiento potencial ni la consolidación de la moderación de las alzas de pre-

cios eliminan la posibilidad de que surjan desequilibrios macroeconómicos que den lugar a oscilaciones cíclicas, aunque sean en torno a una tendencia de crecimiento más rápido, o que se manifiesten en forma de inflación, más o menos atenuada, o incluso de deflación, como en el caso de Japón. Frente a quienes pensaban que las mejoras conseguidas en términos de estabilidad y crecimiento terminarían desplazando el protagonismo de las políticas macroeconómicas, lo cierto es que estas siguen teniendo un papel muy importante que jugar, aunque sea cada vez más complejo, puesto que han de combinar el mantenimiento de la firmeza en las orientaciones de medio plazo con la sutileza de adaptarse a coyunturas cambiantes que requieren respuestas no siempre fáciles de diagnosticar y articular.

En la economía española, la pugna de la política económica por alcanzar un patrón de estabilidad macroeconómica, en sintonía con las tendencias mundiales aquí descritas, ha resultado especialmente compleja y accidentada y no ha estado exenta de períodos de retroceso. Solo con el ingreso en la UEM puede decirse que dicha meta se ha alcanzado, a partir, en gran medida, de los resortes de disciplina y de transformación procedentes del exterior.

Los buenos resultados económicos logrados por la economía española, tanto en términos de estabilidad como de crecimiento y generación de empleo, en la última fase del proceso de convergencia y en los primeros años de la Unión Monetaria han puesto de manifiesto la magnitud del esfuerzo realizado y el acierto de la adopción de dicho objetivo como hilo conductor y elemento de anclaje de toda la política económica de los últimos años.

Al pasar a formar parte de un club en el que la estabilidad es una de las reglas de juego fundamentales, el enfoque de los eventuales problemas inflacionistas se ha alterado sustancialmente. La unicidad de la política monetaria y la desaparición de una moneda propia susceptible de ser ajustada en su valoración con el exterior introducen una serie de mecanismos de disciplina y credibilidad, así como unos fuertes compromisos para el comportamiento de las autoridades económicas y unas duras restricciones para los demás agentes, que limitan el margen para las alzas de precios, tanto en su magnitud como en su persistencia. La pertenencia a la UEM cambia la escala e, incluso, la propia entidad de los desequilibrios inflacionistas, pero no supone su desaparición ni su potencial generador de problemas.

Incluso en un escenario en el que la política monetaria del BCE, contando con la contribu-

ción de la coherencia del conjunto de las restantes políticas económicas nacionales, asegurase una senda sostenible de estabilidad de precios, pueden surgir desviaciones de carácter inflacionista en algunos países.

En primer lugar, porque la política monetaria única no puede procurar, por sí sola, unas condiciones homogéneas en todas las economías nacionales para la expansión de la demanda agregada. Y ello porque existen diferencias en los canales de transmisión de dicha política, porque prevalecen divergencias en la situación cíclica y porque los restantes componentes de la política de demanda agregada, en manos de las autoridades nacionales, se mueven con cierta autonomía en función de los requerimientos específicos.

Y en segundo lugar, porque la sensibilidad de la oferta y su capacidad de reacción frente a un aumento de la demanda es aún mayor como consecuencia del distinto grado de flexibilidad de los mercados y de los diversos hábitos existentes en formación de las expectativas y, por lo tanto, en la negociación de salarios y rentas y en la determinación de los precios.

La pertenencia a la UEM no exime, por tanto, de la posibilidad de que surjan en algunas economías nacionales situaciones de exceso de demanda, que es siempre el factor que alimenta todo proceso inflacionista, cualquiera que sea su causa desencadenante. Si los mercados de bienes, servicios y factores fueran suficientemente flexibles y la formación de las expectativas estuviese sólidamente anclada en las pautas de estabilidad del área, las presiones de demanda en una economía nacional se filtrarían hacia el resto del área sin necesidad de contaminar la formación de costes y la competitividad. En ese caso, el exceso de demanda no generaría ningún problema doméstico y correspondería al resto del área absorberlo mediante el uso de los eventuales excesos de oferta disponibles, o mediante la modulación del tono de la política monetaria común, si dicho impulso llegara a representar un problema para la estabilidad global de precios.

Pero si existen rigideces en la capacidad de respuesta de los mercados domésticos es muy probable que una parte del exceso de demanda se manifieste en aumentos de precios y costes y que dichos aumentos contaminen la formación de salarios y rentas adquiriendo una cierta persistencia. Si esto es así, los mecanismos de disciplina y credibilidad procedentes de la unificación de la política monetaria pueden no ser suficientes para asegurar que la pauta de estabilidad prevaleciente en el conjunto del área se aplique por igual a todas las economías nacio-

nales participantes, de manera que pueden surgir diferenciales de inflación como consecuencia de la situación de exceso de demanda en algunas de ellas. En cualquier caso, siempre se trataría de diferenciales modestos, puesto que la transparencia de precios y la fuerte competencia existente en las áreas de productos comerciales establece un límite a la magnitud de los desequilibrios inflacionistas.

No obstante, una inflación de baja intensidad derivada de los excesos de demanda —que no hay que confundir con los diferenciales de precios que pueden surgir como simple consecuencia del proceso de *catching-up*— es potencialmente generadora de problemas de competitividad, y en cuanto tal representa riesgos para la sostenibilidad del crecimiento económico y la generación de empleo. Este debe ser el enfoque con el que conviene vigilar la aparición de diferenciales de inflación en países pertenecientes a la Unión Monetaria que han podido verse sometidos a un ritmo de expansión de la demanda interna superior a la capacidad de respuesta flexible de la oferta doméstica.

Desde este punto de vista tiene interés revisar la experiencia española reciente. Como es sabido la UEM se inició con una política monetaria de signo expansivo que, en ausencia de riesgos inflacionistas, pretendía minimizar el impacto contractivo de la crisis financiera internacional que había precedido a su comienzo. Los tipos de interés aplicados durante el primer año y medio fueron históricamente muy bajos, cualquiera que fuese el patrón de comparación, y el tipo de cambio del euro siguió una tendencia constantemente depreciadora.

A lo largo del año 2000 el BCE fue cambiando el tono de su política monetaria, a medida que se confirmaba la recuperación del área, una vez que las secuelas de las crisis financieras se habían superado con más rapidez de la esperada y en respuesta a los riesgos inflacionistas que suscitaba la intensidad y la persistencia del encarecimiento del petróleo, cuyos efectos se vieron agravados por la debilidad del euro. Así, el BCE subió su tipo de intervención básico en siete ocasiones y por una cuantía de 225 puntos básicos.

En España el carácter expansivo de la política monetaria común se hizo más patente debido a su posición cíclica más avanzada, a la persistencia de un cierto diferencial de inflación, que hacía que los tipos de interés reales fueran más bajos, y al efecto desfasado de las fuertes reducciones en los tipos de interés que se habían producido en la última fase del proceso de convergencia. A pesar de que la políti-

ca presupuestaria ha venido actuando durante los últimos años de manera contractiva, acelerando el proceso de consolidación fiscal y acercando el horizonte temporal del equilibrio presupuestario, ello no ha podido evitar que los primeros años de pertenencia de España a la UEM hayan estado presididos por la existencia de presiones de la demanda agregada que han mantenido un elevado ritmo de crecimiento y de generación de empleo, pero que también han sostenido un fuerte dinamismo de las importaciones y se han traducido en aumentos de precios superiores a los de la media del área.

La concatenación del dinamismo de la demanda, impulsado, principalmente, por las condiciones monetarias vigentes en el conjunto del área, con el choque inflacionista de las alzas del precio del petróleo, en euros, se ha traducido en España en un rebrote de la inflación y en un rápido aumento del déficit comercial. La tasa anual del IPC, que era del 1,4 % al inicio de la UEM, se llegó a situar en el 4,1 % en noviembre de 2000. Por su parte, el déficit comercial aumentó un 54 % en 1999 y en torno al 32 % en el 2000, hasta alcanzar un porcentaje algo superior al 6 % del PIB en este último año, lo que ha provocado un rápido aumento de las necesidades de financiación de la economía española frente al resto del mundo. Detrás de estos datos existe, sin duda, un importante componente transitorio que ya ha empezado a corregirse con el retroceso del precio del petróleo y la recuperación del euro. La magnitud de la corrección dependerá, no obstante, de la capacidad de ajuste de los agentes y de la flexibilidad de la economía.

Desde un punto de vista analítico, la cuestión fundamental reside en acotar el alcance de estos desequilibrios macroeconómicos de carácter tradicional en la nueva situación de integración monetaria y su posible incidencia sobre el crecimiento de la economía. Por un lado, existen razones que, como ya se ha dicho, pueden justificar que las economías comparativamente menos avanzadas del área registren ciertos diferenciales de inflación, como simple consecuencia de que la diferencia en el crecimiento de la productividad entre el sector de bienes comerciales y el sector de bienes no comerciales sea mayor que en las economías más maduras del área, que son las que, por su mayor peso, determinan el comportamiento del conjunto. Esto es algo que parece intrínseco al propio proceso de *catching-up*, aunque resulta muy problemático determinar qué parte del diferencial de inflación se debe a este fenómeno virtuoso y qué parte refleja presiones de demanda excesivas, potencialmente generadas por problemas de competitividad.

Según se ha señalado anteriormente, en el nuevo marco macroeconómico derivado de la participación en la UEM, los diferenciales de inflación son problemáticos en la medida en que puedan ser el reflejo de pérdidas de competitividad y de una insuficiente capacidad de generación de valor añadido por parte de los residentes en la economía nacional. Y en este terreno existen dificultades de diagnóstico importantes derivadas del hecho de que el concepto de competitividad es tan amplio y complejo que no se puede reducir a un conjunto limitado de indicadores. Es difícil determinar las variables de precios y de costes que son relevantes en cada caso y existen otros factores que no están directamente relacionados con estas variables y que son más difíciles de medir todavía. En cualquier caso, la información disponible apunta, con las cautelas necesarias, a que si bien la economía española ha mejorado en estos años su competitividad con relación al resto del mundo, ello ha sido el resultado, exclusivamente, de la depreciación del euro, que ha estado encubriendo una situación dicotómica potencialmente peligrosa. Los índices de competitividad frente a los países fuera del área del euro mejoraron significativamente debido a la influencia del tipo de cambio, que ha sido, de esta forma, el factor dominante en el comportamiento global de la competitividad de la economía. Pero los índices de competitividad frente a los países del área del euro (que representan el 70 % de nuestros flujos de comercio), en los que no influye el tipo de cambio —ya que compartimos la misma moneda—, se han ido deteriorando gradualmente. Así, la recuperación del euro puede hacer emerger en los índices de competitividad global pérdidas de competitividad similares a las que ya se han acumulado frente al área.

Existen, por lo tanto, indicios de que el mantenimiento del diferencial de inflación y el aumento del déficit de la cuenta corriente están reflejando una presión de la demanda final superior a la capacidad de respuesta de la estructura productiva, y de que este exceso de demanda se está traduciendo en presiones sobre los precios que alimentan unas pérdidas de competitividad que podrían emerger con mayor intensidad cuando el euro consolide una senda de apreciación. Es en este terreno en el que se concentran los nuevos problemas macroeconómicos de la economía española, que tienen una

aparición muy diferente —aunque su naturaleza sea muy similar— a los que la sociedad y las autoridades estaban acostumbradas a diagnosticar y preparadas para abordar.

La economía española tiene, en principio, resortes suficientes para afrontar los primeros problemas que han empezado a aparecer dentro de la unión monetaria. Se parte de una situación de razonable moderación salarial y de márgenes importantes para el aumento de la productividad. El crecimiento económico está siendo intensivo en la generación de empleo y como consecuencia de ello el crecimiento de la productividad observada está siendo, todavía, relativamente bajo. La situación de las empresas es muy saneada en rentabilidad y posición financiera. Se ha progresado considerablemente en la consolidación fiscal, y las reformas estructurales iniciadas han permitido avanzar en la flexibilidad de los mercados. Existe el riesgo, sin embargo, de que las tensiones inflacionistas incubadas por la combinación del exceso de demanda con el alza del precio del petróleo adquieran inercia en el proceso de formación de costes y precios, prolongando en el tiempo los indicios de pérdida de competitividad observados. Tal es lo que ocurriría si la desviación transitoria de la senda de estabilidad de los precios, registrada durante el año pasado como consecuencia del aumento de los precios del petróleo, activase de nuevo mecanismos de indiciación *ex post* de rentas y de precios, o si se utilizase la holgura de la demanda para trasladar a los precios finales cualquier encarecimiento de los *inputs*.

La prueba principal del alcance de las transformaciones registradas en el funcionamiento macroeconómico de nuestra economía, con motivo de la entrada en la UEM, y de su capacidad para obtener todos sus beneficios potenciales en términos de una mayor convergencia real se encontrará en cómo reaccione ante los problemas incipientes de pérdida de competitividad frente a la zona euro. No es exagerado concluir, por tanto, diciendo que la economía española se enfrenta a un reto de competitividad que constituye la primera comprobación del grado de adaptación al nuevo régimen de estabilidad, en el que se basan los altos niveles de prosperidad del área

9.3.2001.