

## **De tasas y tipos**

José Antonio y Miguel Ángel Herce  
30 junio, 2021

Volvemos hoy, tras algunas semanas de expresar ideas que consideramos apropiadas para progresar hacia Una Buena Sociedad, con mayúsculas, a presentar algunas otras que también consideramos apropiadas para dicho progreso; aunque sea con minúsculas. Y, con objeto de hacerles cómplices de nuestras maquinaciones, les plantearemos, amables lectores, una pregunta si no indiscreta al menos con consecuencias para sus bolsillos. Hoy hablamos de tasas y tipos.

¿Sabrían ustedes aconsejarnos, cuán probable es que el nivel general de precios acabe subiendo este año de 2021 más de, pongamos por caso, un 4% con respecto a su nivel a finales del pasado 2020?<sup>1</sup> ¿Creemos escuchar que «depende de qué...»? No se preocupen, eso es precisamente lo que el proverbial y ambidiestro economista suele responder ante preguntas como la que les acabamos de hacer<sup>2</sup>.

No obstante, antes de meternos en materia de subidas de precios para lo que resta de este año, voy a poner a mi sapientísimo hermano en un apuro y preguntarle, faltaría más, lo siguiente: ¿acaso sabes cuál es la probabilidad de que el nivel general de precios no suba más de un 5% anual durante 2022, 2023 o durante los próximos diez años? No les voy a repetir lo que me acaba de responder mi

admirado gemelo. Baste decir que me ha sugerido que no le gusta hacer predicciones, especialmente si son sobre el futuro.

Afortunadamente, previsiones de inflación a corto, medio y largo plazo se calculan con regularidad por medio de agencias gubernamentales e internacionales, por parte de servicios de estudios de instituciones financieras privadas y por parte de académicos universitarios. De entre todas estas fuentes de datos, vamos a seleccionar las previsiones de inflación elaboradas por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) para el resto de este año y para el que viene, concentrándonos en tres casos específicos: los Estados Unidos, España y el conjunto de los países de la OCDE. Para motivar la discusión que les ofreceremos en la sección que sigue a esta introducción y dado que, estando a la mitad de 2021, ya se ha despejado una parte importante del año, daremos también cifras de inflación observadas recientemente además de previsiones, y nos referiremos en todo caso al índice de precios al consumo como representante de la inflación<sup>3</sup>.

### **Inflación en los Estados Unidos - 2019 - 2022**

Las tasas de inflación observadas en los EE.UU. en 2019 y 2020 fueron del 1,81% y del 1,23% respectivamente. Durante el primer trimestre de 2021 se observó una tasa anualizada del 1,90%.

Para el segundo, tercer y cuarto trimestres restantes en 2021 las tasas anualizadas de inflación esperadas son, respectivamente, 4,24%, 3,78% y 3,72%. Para 2022, se anticipa un promedio de alrededor del 2,68%.

### **Inflación en España - 2019 - 2022**

Las tasas de inflación observadas en España en 2019 y 2020 fueron del 0,70% y del -0,32% respectivamente. Nótese que en 2020 hubo deflación, es decir, el nivel de precios del consumo descendió, aunque no mucho. Durante el primer trimestre de 2021 se observó una tasa anualizada del 0,59%.

Para el segundo, tercer y cuarto trimestres restantes en 2021 las tasas anualizadas de inflación esperadas son, respectivamente, 1,69%, 2,05% y 2,22%. Para 2022, se anticipa un promedio de alrededor del 1,07%.

### **Inflación en el conjunto de la OCDE - 2019 - 2022**

Las tasas de inflación observadas en la OCDE en 2019 y 2020 fueron del 2,07% y del 1,37, respectivamente, en descenso como en los EE.UU. y en España, pero ligeramente superiores a las de los EE.UU. Durante el primer trimestre de 2021 se observó una tasa anualizada del 1,89%.

Para el segundo, tercer y cuarto trimestres restantes en 2021 las tasas anualizadas de inflación esperadas son, respectivamente, 3,03%, 2,94% y 3,15%. Para 2022, se anticipa un promedio de alrededor del 2,44%.

Aunque con diferencias relativas entre ellos, la evolución de la inflación en los EE.UU., España y la

OCDE es muy similar durante el corto periodo analizado: en cuanto a la inflación observada, la tendencia de desaceleración que se mantiene hasta finales de 2020 se invierte a comienzos de 2021. Es más, las previsiones de inflación en el futuro inmediato mantienen la tendencia al alza de la tasa de inflación, lo cual implica subidas aceleradas en el índice de precios de consumo. Se espera que esta aceleración aumente durante el resto de este año, alcanzando el 4,24% para este segundo trimestre en los EE.UU., y que se reduzca a lo largo del 2022.

Las cifras que citamos, tanto históricas como previstas son consistentes con dos realidades y un escenario muy plausible.

La primera realidad es el impacto a la baja que sobre los precios de los bienes de consumo ha tenido el proceso de globalización de las últimas décadas, promoviendo la sustitución de trabajo en países ricos por trabajo en países emergentes (China, sobre todo) y la sustitución de trabajo en todas partes por capital y tecnología, sobre todo digital y robótica.

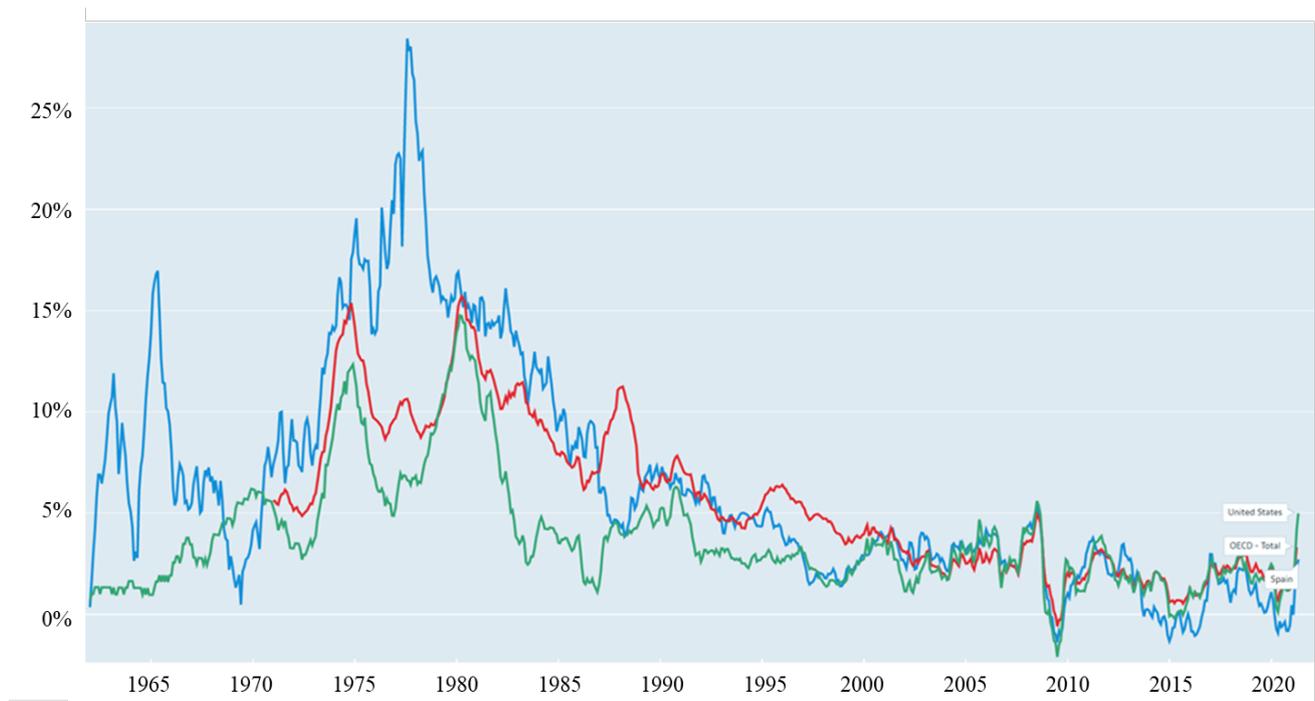
La segunda realidad ha sido el efecto de la pandemia de la COVID-19, deprimiendo la demanda de bienes y servicios casi instantáneamente y por doquier durante buena parte de 2020 y causando desaceleración, y hasta descensos del nivel general de precios, antes que las respuestas fiscales en planes de estímulos y las desescaladas más recientes en muchos países a finales de 2020 y ya durante 2021 restablecieran la demanda global hasta el punto de comenzar a crear tendencias inflacionarias en muchos países. A esta segunda realidad, y reforzando la presión inflacionaria ya existente a finales de 2020 y principios de 2021 se han añadido los cuellos de botella en la cadena de suministros, tanto a nivel global como en mercados locales.

El muy plausible escenario para el resto de 2021 y 2022 es consecuencia directa de las dislocaciones que las cadenas de suministro globales y locales han sufrido: dichas dislocaciones seguirán sin resolverse en el corto plazo, pero más pronto que tarde, especialmente si la vacunación contra el virus que causa la COVID-19 procede según los ritmos observados en los últimos meses, se resolverán satisfactoriamente<sup>4</sup>.

Pero, ustedes nos preguntarán, ¿Y cuáles van a ser los efectos sobre las tasas de inflación futuras de la gigantesca cantidad de dinero generada por los estímulos fiscales de los EE.UU. y otros países? ¿Se llegará a los niveles de hiperinflación observados en la Alemania de entre guerras o en la Venezuela de hoy? Estas son muy buenas preguntas, por alejadas que nos parezcan las referencias a la hiperinflación, y ni siquiera el Sapiéntísimo ni un servidor, aunque solo sea porque contamos con cuatro manos entre los dos, podemos darles una respuesta definitiva. Pero creemos que un poco de historia gráfica puede sernos útil a todos.

## **Inflación y tipos de interés de la deuda pública - sesenta años de historia**

Más de dos generaciones han transcurrido en los casi sesenta años que abarcan los dos gráficos que hoy compartimos con ustedes. En el primero de ellos se observa la evolución de tasas de inflación anuales desde 1961 hasta hoy para los Estados Unidos, España y el conjunto de la OCDE.



Tasas anuales de inflación para los Estados Unidos (línea verde), España (línea azul) y para el conjunto de la OCDE (línea roja). Fuente: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart> (Accessed on June 26, 2021)

Este grafico es, sencillamente, soberbio. Fíjense:

**Los primeros treinta años**, desde 1961 hasta finales de los ochenta del pasado siglo, la tasa anual de inflación va como un etílico es decir, en términos más técnicos, se comporta como un *random walk*, un paseo aleatorio, girando desde cerca del 0% hasta casi el 30%, bien es verdad que con dos aportaciones fundamentales de la tasa de inflación en España, la primera en los años sesenta, gracias a la invención de la «deuda automáticamente pignorable», hoy conocida como *quantitative easing* o QE, y la segunda gracias a la tozudez de las expectativas inflacionarias autocumplidas (*self-fulfilling expectations*) desatadas por la primera y segunda crisis del petróleo (en 1973 y 1979), crisis que redistribuyeron la riqueza mundial como pocas veces en la historia. Expectativas tozudas en el caso de España que tardó en reaccionar a la primera crisis y hubo de sufrir una severa recesión justo cuando la Transición de 1977/78 se ponía en marcha, con el impulso de los decisivos Pactos de la Moncloa<sup>5</sup>.

Pero hay más. ¿Observan ustedes esas dos cimas en torno al 15% de inflación anual en la OCDE y algo menos en los EE.UU. en, a ojo de buen cubero, 1975 y 1979-80? Tales desbarajustes inflacionarios son resultado directo de las mencionadas crisis del petróleo. Especialmente en los EE.UU. (cuyo peso económico, junto con el de otras grandes economías europeas, determina en gran medida el comportamiento agregado de la OCDE), pero con comportamientos muy diferentes del de

la evolución de la inflación en España durante el mismo periodo. La economía de los EE.UU. reaccionó con más rapidez que la española al choque de oferta que supuso el embargo petrolífero, primero como consecuencia del acuerdo de los países productores en 1973 y después como consecuencia de la revolución islámica en Irán.

Todo muy interesante, ¿no creen? Pero el precio del petróleo es el precio de un solo producto y la inflación es la subida generalizada de todos los precios o la mayoría de ellos. ¿Cómo se explica que un solo precio lleve a tales dislates? La respuesta es que hay precios y precios y que, al menos en esos primeros treinta años, el del petróleo tenía el poder de comprometer la viabilidad de innumerable cantidad de empresas, algo que los jeques árabes entendían desde hace tiempo pero que, sin embargo, no pudieron poner en práctica hasta principios de los años setenta del siglo pasado.

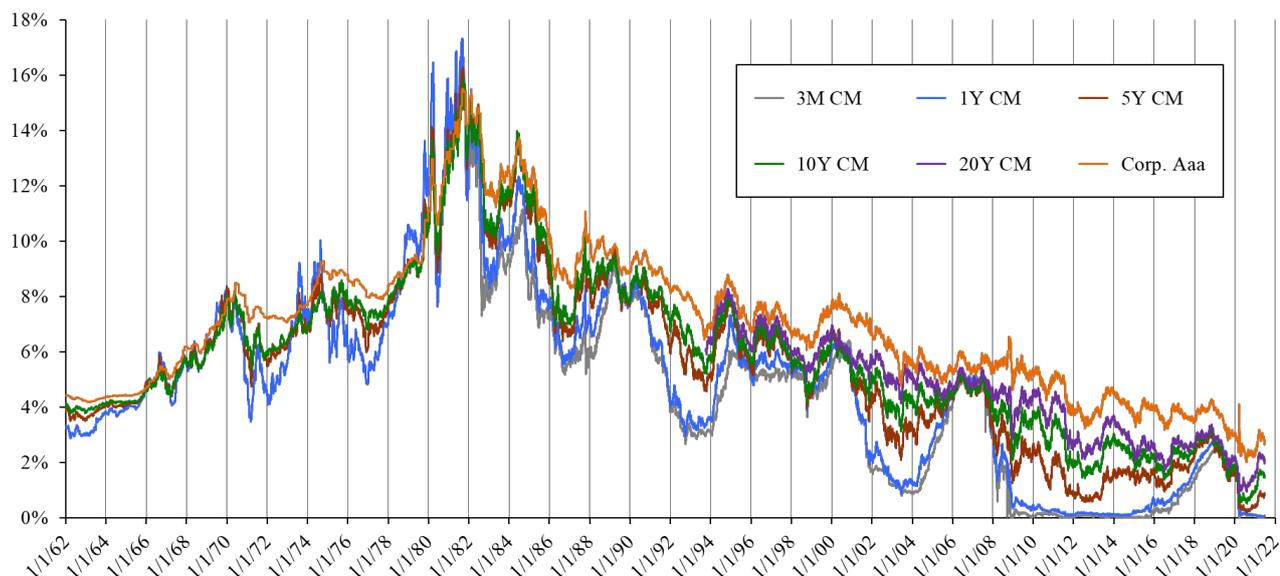
El resultado fue una reacción en cadena repercutiendo en los precios de muchos otros productos y, claro está, salarios.

La reacción o espiral precios-salarios tiende a verse como una manifestación de expectativas autocumplidas (*self-fulfilling expectations*) ya que al aumentar los precios de los bienes de consumo los salarios pierden poder adquisitivo a menos que se incrementen en la misma proporción, lo cual lleva a una subida de precios adicional provocada por el aumento de los costes salariales, lo cual ... Los salarios, en puridad, son precios, el precio de los servicios del trabajo, y por lo tanto una reacción precios-salarios no deja de ser una reacción precios-precios, ¿a qué viene, pues, la fijación con la espiral precios-salarios?

Conviene recordar aquí que una parte importante del sistema de bienestar que surgió tras la Segunda Guerra Mundial en los países industrializados fue la indexación de los salarios con respecto al coste de la vida, consistente, básicamente, en el acuerdo de elevar los salarios conforme a la tasa de inflación, acuerdo que permitió a los trabajadores participar en las ganancias de productividad que se generarían tras la guerra. Este acuerdo pereció durante los años setenta del pasado siglo, primero en los EE.UU. y después en otros países, víctima en parte de las políticas de lucha contra la inflación que se implementaron, especialmente en los EE.UU. a finales de los años setenta y principios de los ochenta. Un componente importante de estas políticas fueron las subidas de tipos de interés que, al encarecer el crédito, frenaron la actividad económica y rompieran las expectativas inflacionarias que las dos crisis del petróleo habían consolidado.

El segundo gráfico que presentamos es tan fascinante como el primero porque revela cómo la evolución de los tipos de interés de la deuda pública estadounidense, en esos mismos sesenta años de 1961 - 2021, es, en sus tendencias fundamentales, la misma que la de las tasas de inflación en nuestro primer gráfico.

US Treasuries - Constant Maturity Rates & Corporate Aaa Bond Yields



Miguel A. Herce y José A. Herce. Fuentes: Board of Governors of the Federal Reserve System (constant maturity yields); Federal Reserve Bank of St. Louis (Aaa corporate bond yields).

Entre los tipos de interés, aunque todos sean de la misma deuda pública estadounidense, hay que distinguir tipos a muy corto plazo, días, semanas o meses, y tipos a más largo plazo, posiblemente hasta treinta años, según los plazos de madurez de la deuda a que se refieren. Nuestro segundo gráfico muestra tipos desde tres meses (3M CM) y un año (1Y CM) hasta veinte años (20Y CM). También muestra el gráfico, a modo de comparación con los tipos de deuda pública, un índice de tipos de interés de deuda corporativa de alta calidad con un promedio de madurez a veinte años (Corp. Aaa).

Las autoridades monetarias, es decir los bancos centrales y en especial el Banco de la Reserva Federal americano y el Banco Central Europeo, establecen bandas en las que desean que la tasa de inflación se sitúe (por ejemplo, en torno al 2% anual), tratando de alcanzar sus objetivos por medio del control directo de los tipos de interés a muy corto plazo y la capacidad para vender y comprar deuda en circulación en los mercados (pero no emitirla). A través de estas palancas y del importante papel que cumplen los pronunciamientos de los banqueros centrales sobre sus intenciones futuras con respecto a los tipos a corto plazo, la política monetaria intenta mantener los diferentes tipos de interés de forma que sus objetivos de inflación se satisfagan. Como nuestro primer gráfico muestra claramente, los primeros treinta años no fueron muy satisfactorios. Pero los banqueros centrales han aprendido mucho desde entonces y han tenido, además, bastante suerte.

**Los segundos treinta años**, desde 1990 hasta hoy, son mucho más aburridos en cuanto a la inflación y los tipos de interés se refiere. Por una parte, las espirales inflacionarias precios-salarios y precios-precios perdieron su capacidad de retroalimentarse debido al éxito de las costosas políticas de altos tipos de interés; y por la otra, la globalización generalizada contribuyó a eliminar presiones

inflacionarias de forma también muy importante, por medio de la sustitución de trabajo en países ricos por trabajo en países emergentes (con menores costes laborales) y la sustitución de trabajo en todas partes por capital y tecnología (lo cual aumenta la productividad del trabajo).

El que los últimos treinta años hayan sido relativamente aburridos en lo que se refiere a la inflación no ha sido obstáculo para que las economías occidentales hayan tenido otras crisis de gran envergadura y significado sociales, que es lo que la crisis financiera de 2008 y la económica que le siguió, o la crisis del euro en 2013, siempre de la mano de la mala deuda, han acabado siendo. Y fíjense en cómo los tipos de interés a corto plazo se desploman hasta llegar a cero, primero tras la bancarrota de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y después a finales de febrero del año pasado, en ambos casos tratando desesperadamente de evitar un colapso de la actividad económica<sup>6</sup>.

Una parte importante de la historia económica de los últimos sesenta años resumida en estos dos gráficos, es la historia de dos generaciones, o quizá tres, profundamente impactadas en formas muy diferentes y en ambos casos afectando más a los más vulnerables.

### **¿Es esta vez diferente?**

Si las dos crisis del petróleo de los años setenta del pasado siglo representaron un shock inflacionario de primer orden, ¿es posible que el shock de la pandemia, que ha sido tanto de oferta (disrupción de las cadenas de suministros) como de demanda (descenso súbito del poder adquisitivo de los asalariados) lleve a una situación similar a la de aquella década aciaga? Vayamos por partes.

Las crisis del petróleo de 1973 y 1979 crearon una situación en que la inflación y el desempleo fueron de la mano, una situación nueva que dio lugar a una palabrota tal como estanflación (stagflation), un híbrido gramatical que se puso muy de moda. Por algún momento se pensó que la enorme cantidad de dólares que fluyó hacia los países productores de petróleo volvería en forma de demanda de bienes y servicios a los países de donde salieron. Pero las cosas no sucedieron exactamente así, ya que la enorme riqueza acumulada por jeques y productores de petróleo no se empleó como la emplearían las amplias clases medias de los países de los que salió. El resultado fue estancamiento con inflación, y el remedio fue una dolorosa política monetaria para romper las expectativas inflacionarias que se crearon entonces.

Esta situación no parece estar presente hoy. Las previsiones de inflación que destacamos al comienzo de nuestra entrada reflejan la creencia de que la disrupción de las cadenas de suministro global y locales está empezando a resolverse, y la evidencia en este sentido está ya acumulándose. Con la resolución de tales disrupciones, es previsible que la demanda reprimida durante los meses de confinamiento, alimentada por los sucesivos e importantes estímulos fiscales en los Estados Unidos y Europa, no siga manteniendo, más allá de 2022 o 2023, las presiones inflacionarias que se han observado durante la primera mitad de 2021 y que se espera aumenten en la segunda mitad.

Los bancos centrales han aprendido importantes lecciones de la larga historia de inflación y política monetaria resumida en nuestros dos gráficos y aunque se enfrentan a una situación nueva que trae sus propios retos (la historia, aunque rime, nunca se repite), como por ejemplo la disminución óptima

de los elevados niveles de compra de deuda por parte de los bancos centrales desde incluso antes de la pandemia (en parte debido a la crisis financiera de 2008), existe una mayor coordinación entre banqueros centrales y una mayor claridad en cuanto a las prioridades que deberían guiar su acción, si bien la comunicación de los banqueros centrales, especialmente del gobernador del banco central americano, con los mercados financieros es particularmente escolástica y llena de peligros potenciales<sup>7</sup>.

Al día de hoy, sin embargo, los niveles de empleo en los Estados Unidos y en muchos países de Europa, siguen muy por debajo de los que existían a finales de 2019 y el anticipado salto cualitativo de la demanda global está a medio camino. A ello se suman enormes cantidades de poder adquisitivo que pueden encontrar salidas inflacionarias a largo plazo si el proceso de expansión de la capacidad productiva, incluidas las cadenas de suministro, no avanza de forma conmensurada. No es hora de lanzar las campanas al vuelo sino de perseverar en lo que ha venido funcionando en los últimos meses, que es mucho.

---

<sup>1</sup>. La subida generalizada del nivel de precios se denomina inflación. Se mide por medio de un porcentaje de subida en dicho nivel de precios durante un periodo definido (un mes, un trimestre o un año, generalmente, y puede expresarse como una tasa de cambio por dicho periodo o anualizada, que se denomina la tasa de inflación. El descenso del nivel de precios, que aun siendo menos frecuente ha tenido lugar recientemente en España y otros países, se denomina deflación. Existen varias medidas del nivel de precios en función de los bienes y servicios incluidos en su definición, dando lugar a varios índices de precios. Tal es el caso del índice de precios del consumo (un promedio ponderado de una cesta representativa de artículos de consumo) o el índice de precios industriales (que refleja el precio de los insumos que se utilizan en la producción de bienes).

<sup>2</sup>. Esta referencia a lo ambidiestro tiene su pleno sentido en la expresión en el idioma inglés, «On the one hand, ... and on the other...». La expresión se hizo famosa en una cita que se atribuye al presidente estadounidense Harry Truman quien, irritado por la ambivalencia e indecisión de sus asesores económicos, exclamó: «Give me a one-handed economist! All my economists say 'on the one hand... [and then] on the other.'»

<sup>3</sup>. Los datos de inflación que citamos en esta entrada provienen de:  
<https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart>, a los que se puede acceder mediante la selección adecuada en la pantalla.

<sup>4</sup>. Un par de artículos recientes en el semanario The Economist, describen dramáticamente los vaivenes de precios determinados dentro de las cadenas globales de suministros, como precios del transporte marítimo, minerales, productos básicos etc., así como las dudas que en estos momentos existen entre los directores del sistema de la Reserva Federal americano (Federal Reserve Board) acerca de la política monetaria a seguir en el corto plazo:  
<https://www.economist.com/leaders/2021/06/26/investors-can-no-longer-take-low-interest-rates-for-granted>;  
<https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/06/24/global-markets-adapt-to-a-change-in-the-federal-reserves-to> ne.

<sup>5</sup>. El equipo económico del gobierno de Adolfo Suárez, encabezado por Enrique Fuentes Quintana, conocía muy bien el poder destructor de la espiral salarios-precios en que la economía española se encontraba a raíz de la crisis del petróleo y logró cambiarle el pie pasando de la indexación de salarios con la inflación pasada a la indexación con un ancla de inflación prevista oficial que rebajaba considerablemente el potencial inflacionario en caso de que las expectativas se cumpliesen, como así fue. En Italia, en esos mismos años, la indexación con la inflación pasada se realizaba trimestralmente y era un

mecanismo infernal, productor de inflación y desempleo a la vez (estanflación). Se le denominaba *scala mobile*, aunque esta fue un invento francés fruto de la posguerra y la contención del comunismo en Europa devastada por la II Guerra Mundial. Véase este interesante artículo reciente de Enric Juliana sobre la historia de este desaguado, que también se comenta más adelante en el texto principal de esta entrada:

<https://www.lavanguardia.com/politica/20180318/441615323455/escala-movil.html>

<sup>6</sup>. En nuestro segundo gráfico se observa una mayor variabilidad de los tipos de interés a corto plazo (tres meses o un año) con respecto a los tipos a largo plazo (diez o veinte años). Mientras que los tipos a corto plazo responden rápidamente a cambios en la política monetaria de los bancos centrales, los tipos a largo plazo exhiben una mayor inercia ya que reflejan expectativas a un plazo mucho más largo.

<sup>7</sup>. Véanse los dos artículos que citamos anteriormente, en relación a los problemas iniciales de Jerome Powell, el gobernador del banco central americano, sobre la «discusión que está empezando a tener lugar para discutir la posibilidad de considerar una subida modesta de los tipos de interés en 2023». Sí, es así de escolástico, en lo que se refiere a los pronunciamientos del gobernador del Banco de la Reserva Federal:

<https://www.economist.com/leaders/2021/06/26/investors-can-no-longer-take-low-interest-rates-for-granted>;

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/06/24/global-markets-adapt-to-a-change-in-the-federal-reserves-to> ne.