



No todo vale

Jordi Gual

Profesor de IESE
jordiguale.com

Lecciones de la historia



Paul Volcker era un tipo fenomenal. Medía dos metros y era corpulento, pero afable. Cuando asumió la presidencia de la FED en 1979 tenía ya una espléndida trayectoria de servicio público.

En aquella década, la inflación en Estados Unidos había tenido una trayectoria ascendente, con breves caídas en 1972 y 1976 tras los aumentos de tipos de interés de 1970-71 y 1974-75, y sus correspondientes recesiones. Cuando Volcker toma las riendas, sin embargo, la inflación ya supera el 11%, por encima de la cota alcanzada en 1974.

Las causas de aquella gran inflación son parecidas a las que explican la del 2022. También entonces confluyeron unas políticas monetarias demasiado laxas con graves alteraciones en los mercados de energía. Tal vez la principal diferencia es que en los setenta el tigre de la inflación salió gradualmente de su jaula. Esta vez el fenómeno ha sido acelerado, como casi todo en el siglo XXI.

A Paul Volcker le costó tres años y dos recesiones doblegar la inflación. En 1980 los tipos subieron hasta el 17,5% mientras la inflación alcanzaba un máximo del 13,5%. El PIB cayó un 2,2%, y la Fed bajó a continuación los tipos por la presión social. Sin embargo, en 1981 tuvo que volver a subirlos, hasta el 19%, puesto que la inflación continuaba enquistada por encima del 10%. La segunda recesión supuso aún una mayor caída del PIB, y la tasa de paro llegó al 10,8%. Por fin, en los años 1983 a 1985 Volcker había devuelto ya el tigre a su jaula. Las tasas de inflación oscilaron entre el 2% y el 4% y, lo que es

Comparación A diferencia de la época de Paul Volcker entre 1981 y 1984, hoy los tipos de interés aún están por debajo de la inflación

más importante, las expectativas de inflación volvían a estar ancladas. La gente esperaba una inflación baja y estable, y así fue por muchos años.

El episodio de Volcker encierra una gran lección para el presente. Cuando el aumento de los precios provoca un incremento significativo de la inflación esperada por los actores económicos, la actuación de las autoridades

monetarias restringiendo la liquidez tiene que ser contundente y persistente, aunque ello conlleve un alto coste reputacional y, en último término, político. A mi juicio, mucha gente ya piensa que la inflación será más alta debido a la magnitud del rebrote inflacionario del 2022 y la respuesta tardía y ambigua de los bancos centrales y las autoridades políticas. Reducir esas expectativas puede ser un proceso largo y duro.

En cuanto a la contundencia, lo sucedido en la época de Volcker es instructivo. Entonces, los tipos de interés subieron hasta situarse claramente por encima de la inflación durante bastantes años. La diferencia, el tipo de interés real, llegó a ser de cinco puntos porcentuales entre 1981 y 1984. Hoy en día, por el contrario, los tipos de interés aún están por debajo de la inflación y, en algunos países, incluso por debajo de las estimaciones más optimistas de la inflación esperada. En estas circunstancias, con tipos reales negativos, es difícil imaginar que el actual tigre inflacionario vuelva pronto a su jaula. |