



## No todo vale

Jordi Gual

Profesor del  
IESE

# Inflación: la nueva normalidad



La inflación ha empezado a bajar en muchos países, aunque como era de esperar el índice general cae más rápidamente que la inflación subyacente. La gran pregunta es cuál va a ser el punto de llegada. ¿Será el 2%, como argumentan los bancos centrales? No tengo respuesta a esa pregunta, pero sí me atrevo a ofrecer algunas conjeturas, más o menos fundadas. Sospecho que durante algunos años la nueva normalidad de la inflación se situará entre el 3% y el 4%. Por varios motivos. El primero, porque tras la pandemia y con un escenario de tensiones geopolíticas internacionales, las políticas industriales y de comercio exterior presionarán al alza los costes y precios, en lugar de hacerlo a la baja como en los últimos veinte años. La transición climática incidirá, además, en el mismo sentido. Una segunda razón es que a muchos gobiernos de economías avanzadas ya les va bien un entorno moderadamente inflacionario. La subida de los precios reduce el valor real de la deuda y no es de extrañar que los gobiernos más endeudados vean incluso con simpatía que haya algo de inflación.

El tercer motivo es que, si las dos premisas anteriores son válidas, los incentivos de los bancos centrales a ser tan restrictivos como sea necesario para llegar al 2% son muy bajos. Las autoridades monetarias son independientes del poder político y tratan de preservar su reputación, pero operan en un marco sociopolítico que no pueden ignorar. En la zona euro, al igual que en la década anterior los objetivos de inflación no se cumplieron por defecto, en los próximos años podríamos vivir la situación inversa, y no cumplirlos por exceso.

## Gobiernos

**La subida de los precios reduce el valor real de la deuda y no es extraño que los más endeudados vean con cierta simpatía que haya inflación**

En el caso de España hay un factor adicional: el acuerdo salarial entre patronal y sindicatos del pasado mayo. Es un buen pacto en la medida en que garantiza la paz social. Sin embargo, la senda de incrementos salariales que se recomienda, 4% en el 2023 y 3% en el 2024 y el 2025, no creo que sea compatible con tasas de inflación cercanas al 2%.

Por un lado, los aumentos efectivos de los costes laborales van a ser superiores, puesto que coincidirán con la repercusión de los aumentos del salario mínimo, los deslizamientos salariales y los aumentos de las contribuciones sociales. Además, lo relevante para evaluar el impacto en los precios son los costes laborales ajustados por las mejoras de la productividad laboral: los denominados costes laborales unitarios. Ahí las noticias no son esperanzadoras, dado que el propio Gobierno piensa que la productividad crecerá solo un 0,3% entre el 2023 y el 2025. La consecuencia es que los costes laborales unitarios ejercerán una fuerte presión al alza en los precios que solo podría ser compensada por una significativa e improbable contracción en los márgenes empresariales.

En resumen, la inflación ha venido para quedarse. Otro día hablaremos de lo que esto supone para los tipos de interés. Tampoco tengo la respuesta, aunque sí alguna conjetura, más o menos fundada. |