



Marisa Mazo, *Subdirectora de Análisis y Research de GVC Gaesco*

“La inflación de la Eurozona alcanza el 3,0% en agosto, niveles máximos de la última década”. “La inflación en España se sitúa en el 3,3% y provocará un aumento en el gasto en pensiones”. “El índice de sentimiento económico retrocede en agosto indicando una previsible ralentización de la economía”

Seguramente todas estas afirmaciones les suenen por haberlas oído o leído en algún medio de comunicación. Con todo ello, ya tenemos un nuevo debate servido: **¿viene la estanflación?** Este debate sustituye al “¿viene la inflación?” de hace solamente unos meses.

Las posiciones en este debate son, en líneas generales, similares a las del debate anterior aderezadas con una lectura diferente sobre el crecimiento futuro. Así, por un lado, están los que opinan que la inflación está aquí para quedarse y que además va unida a un bajo crecimiento o incluso a una crisis y, por otro lado, los que piensan que la inflación es un fenómeno pasajero y que el crecimiento del PIB va a normalizarse hasta niveles similares al PIB potencial.

Repasemos los argumentos “resumidos” de ambos “bandos”.

Sí a la estanflación: La conjunción de los shocks de oferta negativos y un exceso de demanda agregada provocada por políticas monetarias y fiscales excesivamente laxas podría conducir a repetir la estanflación de los años 70. Concretamente, por el lado de la

oferta, se apunta a la subida del precio de las materias primas, los cuellos de botella en la industria y las presiones en el mercado laboral, y por el lado de la demanda se señala el aumento de los niveles de deuda pública, el impacto del ahorro embalsado y el incremento del balance de los bancos centrales.

No a la estanflación: El shock de oferta es transitorio y derivado de medidas para afrontar la pandemia y no hay un exceso de demanda agregada sino una vuelta a la tendencia de crecimiento previa a la pandemia por lo que tanto inflación como crecimiento económico se normalizarán a medio plazo. Desde este lado del debate se contraargumentan todas estas afirmaciones:

- primero, la **subida de los precios de las materias primas** no es otra cosa que la normalización de su precio tras las caídas durante lo peor de la pandemia volviendo a los niveles pre-pandemia;
- segundo, los **cuellos de botella** se normalizarán paulatinamente con el control de la pandemia, la eliminación de las restricciones y la puesta en marcha de toda la capacidad productiva;
- tercero, las **presiones en el mercado laboral** son consecuencia de los subsidios y de un descenso de la población activa que deberían volver a su nivel anterior porque el número de empleados sigue por debajo de ese nivel;
- cuarto, la **emisión neta de deuda pública** en Europa está descendiendo desde hace años por las compras del BCE y con la reducción de los déficits públicos esperados no debería presionar el mercado;
- quinto, no todo el **ahorro embalsado** se traducirá en consumo porque parte del ahorro se ha producido por el motivo precaución;
- y sexto, a pesar del **aumento del balance de los bancos centrales y de la base monetaria**, no ha aumentado el dinero en manos de hogares y familias (M2) lo que está ligado al bajo o nulo crecimiento del crédito que el BCE intenta animar.

Ciertamente, los **argumentos del sí a la estanflación** son **directos, muy entendibles** por el gran público y de gran impacto mediático mientras que los **contraargumentos** requieren unos **conocimientos económicos mucho más profundos** y son más difíciles de comunicar y expresar. Sin embargo, nosotros nos posicionamos entre este segundo grupo. De todo lo contraargumentado estamos de acuerdo en la temporalidad del impacto del precio de la energía en la inflación, el previsible aumento de la población activa con la vuelta a la normalidad y la lectura sobre las cifras de deuda pública y balance de los bancos centrales. Nuestra mayor duda es sobre la duración de los cuellos de botella, que están afectando a una gran parte de la industria manufacturera, por la escasez de semiconductores y los problemas de transporte derivados del cierre de los puertos chinos.

Los **datos de inflación** son objetivamente altos, pero analizando sus componentes, el

incremento está muy concentrado en actividades relacionadas con la energía y las materias primas que se absorberá con el paso del tiempo y comparaciones entre datos que eliminen el impacto de la pandemia. A lo largo de 2022, volveremos a comparativas menos distorsionadas.

Y lo mismo pasa con el **crecimiento**: aumentos del PIB del 12% no son sostenibles en el tiempo y son explicables simplemente por unos niveles anormalmente bajos de la actividad. Una vez se va recuperando la normalidad social y, en consecuencia, económica y se eliminan las restricciones a la movilidad, la actividad va retornando a los niveles anteriores al gran cierre de 2020. Inicialmente, los crecimientos son muy superiores para irse ralentizando a un nivel cercano al del aumento del PIB potencial. Según las estimaciones actuales, este nivel de crecimiento se alcanzará en 2024 o 2025. Las cifras tan elevadas que estamos observando en 2021 implican simplemente una vuelta a la línea de tendencia previa.

En conclusión, tendremos **datos de inflación elevados durante los próximos dos a cuatro trimestres**, moderándose a partir de entonces y tendremos también datos de **crecimiento económico** inferiores a los observados en 2T21, pero que se encuentran **dentro de normalización**. Descartamos, al menos de momento, la temida estanflación de los años 70, periodo en el que se aplicaron medidas de estímulo de la demanda para un periodo de oferta y que necesitó de grandes ajustes monetarios y fiscales para poder ser atajada.

Síguenos: