

Diario de la crisis. ¿Quién paga la inflación de los beneficios?

Por: Christian Marazzi. 09/03/2023

En este final de 2022, las preguntas de los analistas son las siguientes: ¿ha tocado realmente techo la inflación? ¿Cuánto más pueden subir los tipos de interés? ¿Está a punto de estallar la recesión (Estados Unidos), cuánto durará (Europa) o ya estamos en ella (como en el Reino Unido)?

Esta columna comienza hoy gracias a la colaboración entre dos realidades editoriales, cuyo objetivo es promover el debate y la crítica política: [Effimera](#) y [Machina-DeriveApprodi](#). A ellas se une [El Salto](#), que traducirá y difundirá los textos de esta iniciativa en español. Las publicaciones, de periodicidad mensual, aparecerán simultáneamente en las tres páginas web.

El tema que queremos abordar no es nuevo. El concepto de crisis siempre ha invadido la crítica del capitalismo, en sus diferentes declinaciones, desde la fordista a la biocognitiva pasando por el nuevo modelo de acumulación que permiten las plataformas. Ahora mismo, sin embargo, creemos que estamos en presencia no sólo de una crisis de naturaleza social y económica, sino ante una multiplicidad de crisis, es decir, estamos en presencia de una convergencia de distintos tipos de crisis, que invaden tejidos y realidades muy disímiles: el medio ambiente y la reproducción social, la cultura y la comunicación, la política y la representación, por citar sólo algunos ejemplos fundamentales.

Nos encontramos ante la obligación de analizar un contexto complejo y variado en el que el sistema de producción capitalista está mostrando claramente su naturaleza depredadora y destructiva. La guerra, desde este punto de vista, no es más que la revelación manifiesta de estas crisis. Es necesario, por lo tanto, comprender su naturaleza profunda e interrogar y comprender los elementos de «desequilibrio traumático», que estas pueden traer aparejadas. Krisis (?????) en griego antiguo significa «elección». Para nosotros, «elegir» significa «cambiar». El derecho a elegir, a la autodeterminación, es una herramienta posible para empezar a imaginar un nuevo cambio. Un cambio capaz de abordar todos estos aspectos.

Las contribuciones que publicaremos se caracterizarán, pues, por su naturaleza multidisciplinar susceptible de aferrar los diversos aspectos críticos que se esconden

en esta multiplicidad de crisis y que raramente son puestos en evidencia.

Pruebas de recesión

Durante los últimos meses del año la inflación mundial ha mostrado signos de desaceleración. En Europa, por ejemplo, disminuyó del 10,6 al 10 por 100. Desde el verano pasado, los precios de la energía han bajado, los de los alimentos también y las cadenas de suministro están menos congestionadas. La estabilización internacional de los precios al por mayor de los alimentos no se ha traducido, sin embargo, en una menor inflación para los hogares a escala mundial (*Financial Times*, 6 de diciembre, p. 3)¹.

Es un hecho que los bancos centrales han querido enviar un mensaje muy claro sobre su determinación de luchar contra la inflación, pero los riesgos políticos siguen siendo elevados

En cualquier caso, los tres bancos centrales, la Fed, el BCE y el Banco de Inglaterra, ralentizaron sus subidas de los tipos de interés a mediados de diciembre (medio punto porcentual menos que las cuatro subidas anteriores del 0,75 por 100). En Estados Unidos los tipos de la Fed se sitúan actualmente entre el 4,25 y el 4 por 100; en Europa el BCE los ha fijado en el 2 por 100 y en el Reino Unido el Banco de Inglaterra lo ha hecho en el 3,5 por 100. Los mercados financieros han reaccionado de forma diferente a los movimientos de los tres bancos centrales: la reacción a las declaraciones de Lagarde provocó la mayor caída (-2,5 por 100 del índice de referencia S&P 500, 15 de diciembre). En opinión del *Financial Times* (FT, 17/18 de diciembre), estas diferentes reacciones de los mercados financieros definirán las estrategias de los bancos centrales ante la caída de las tasas de inflación, o al menos de su tendencia **2**.

Es un hecho que los bancos centrales han querido enviar un mensaje muy claro sobre su determinación de luchar contra la inflación, pero los riesgos políticos siguen siendo elevados. En este final de 2022, las preguntas de los analistas son las siguientes: ¿ha tocado realmente techo la inflación? ¿Cuánto más pueden subir los tipos de interés? ¿Está a punto de estallar la recesión (Estados Unidos), cuánto durará (Europa) o ya estamos en ella (como en el Reino Unido)? ¿Cuándo darán marcha atrás los bancos centrales en su endurecimiento de la política monetaria, dando oxígeno a los mercados financieros? Es un hecho que en cuanto los

mercados huelen una recesión y, por lo tanto, una posible bajada de los tipos de interés, vuelven a despegar con gran intensidad, sólo para contraerse cuando las cifras de inflación muestran que seguimos lejos del objetivo del 2 por 100 (objetivo que no obstante parece quimérico). Los mercados financieros quieren la recesión, los bancos centrales quieren contener la inflación, se trata de un juego a dos bandas, cuyo baricentro radica en un idéntico deseo de romper la espiral de precios y salarios reminiscente de la estanflación de la década de 1970. Por supuesto, mucho depende de la guerra de Ucrania y de la evolución de los precios de la energía, del cambio climático, del cambio de las políticas contra el Covid aplicadas en China, de los efectos macroeconómicos de las subidas de los tipos de interés y del gasto de los hogares y las empresas que, si desciende a la baja, no hará sino agravar sustancialmente la (posible) recesión.

Según *The Economist* («The monetary marathon», 10 de diciembre, p. 68), hay tres razones por las que la lucha de los bancos centrales contra la inflación está lejos de poder alcanzar el objetivo del 2 por 100. En primer lugar, la continua escasez de fuerza de trabajo: mientras que las noticias en el frente de los precios parecen buenas, escribe el semanario, «los últimos datos salariales son preocupantes». En Estados Unidos, los salarios han subido el 5,1 por 100 interanualmente durante los últimos tres meses, y desde la publicación de los datos las bolsas han caído en previsión de subidas prolongadas de los tipos de interés. Los salarios en Gran Bretaña se hallan más o menos al mismo nivel y las huelgas en curso o convocadas apuntan a mayores aumentos **3**. En Europa, la situación del mercado laboral es menos tensa, pero la inflación energética amenaza con corroer el resto de la economía y generar subidas salariales para contrarrestar el aumento del coste de la vida. Está claro que para *The Economist* es el salario real el que debe bajar, ya que los aumentos salariales nominales siguen estando muy por debajo de la tasa de inflación **4**.

En 2023 la inflación energética está llamada a reavivarse, ya que la economía china, a diferencia de lo ocurrido en 2022, se reabrirá y se recuperará como resultado de unas políticas anti Covid menos restrictivas

En segundo lugar, nos topamos con el problema de la política fiscal. Las políticas públicas expansivas deben moderarse en consonancia con las políticas antiinflacionistas decretadas por los bancos centrales. Sin embargo, en Estados Unidos la reciente Inflation Reduction Act ha reducido en mínima parte la deuda pública, tanto más cuanto que el gobierno de Biden ha cancelado parte de la deuda

estudiantil. En Europa, las subvenciones para combatir la subida de los precios de la energía corren el riesgo de recalentar la economía, como ocurrió en 2021 en Estados Unidos con el «American Rescue Plan». En Inglaterra, las medidas de ahorro no entrarán en vigor hasta 2025. Dos tercios del gasto energético de la Unión Europea se destinan al control de precios, lo que, en opinión de *The Economist*, supone un gran despilfarro y desincentiva el ahorro de energía. Además, sólo una quinta parte del gasto energético se destina a los más pobres y, por consiguiente, es de esperar que las subvenciones aumenten en los próximos meses.

En tercer lugar, en 2023 la inflación energética está llamada a reavivarse, ya que la economía china, a diferencia de lo ocurrido en 2022, se reabrirá y se recuperará como resultado de unas políticas anti Covid menos restrictivas, elevándose entonces la competencia mundial por el suministro de gas natural licuado (GNL). Aunque la batalla de los bancos centrales contra la inflación ha alcanzado un punto de inflexión, concluye *The Economist*, «no se tratará de una ganancia que persista durante mucho tiempo».

El economista Nouriel Roubini, el «Dr. Doom» de la Universidad de Nueva York que anticipó la crisis financiera de 2007-2008, sostiene que el sobreendeudamiento de los hogares y las empresas privadas, los enormes déficits de los Estados, el retorno de la inflación y el fin de las políticas monetarias acomodaticias de los bancos centrales (con dinero a coste cero) son ingredientes para que se produzca un crac económico-financiero. Roubini predice un doble golpe: (1) los bancos centrales subirán los tipos de interés para restablecer la estabilidad de los precios y los agentes económicos «zombis» (hogares, empresas, sociedades financieras, Estados) sufrirán un golpe brutal derivado del coste de la deuda, la caída de los ingresos y las rentas y la devaluación de los activos; (2) todo ello conducirá a una situación de estanflación (subida de precios, acompañada de un débil crecimiento), similar a la registrada durante la década de 1970, con la diferencia, sin embargo, de que en aquella época el endeudamiento era reducido (*Project Syndicate*, 2 de diciembre, información de la que se hace eco Silvano Toppi, «Sarà un atterraggio rude, prevede il dottor Destino», Area, 16 de diciembre de 2022) 5.

¿Inflación salarial?

En realidad debemos reflexionar sobre la «inflación salarial», ya que parece estar en el centro de las preocupaciones tanto de los bancos centrales como de los

mercados financieros (Jay Powell: «Los incrementos salariales van a ser probablemente una parte muy importante de la futura historia de la inflación»). Según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), los salarios reales mundiales cayeron el 0,9 por 100 en el primer semestre de 2022, lo cual es una primicia desde 2008. Comparativamente, en los países ricos el descenso fue peor que en los países emergentes: en los países ricos del G20 se registró una caída del 2,2 por 100 (Norteamérica: -3,2 por 100, en los países emergentes del G20: +0,8 por 100). ¿Y qué hay de los análisis de los bancos centrales, la Fed y todos los demás? El problema radicaría en el desajuste existente entre la oferta y demanda de trabajo: en Estados Unidos existen 1,7 puestos de trabajo vacantes por cada trabajador en paro. Así que, de acuerdo con este razonamiento, hay que seguir luchando contra la inflación salarial, si queremos alcanzar la tasa de inflación prevista del 2 por 100. Una especie de política monetaria preventiva.

De acuerdo con la OIT, en los países ricos este año la diferencia entre el crecimiento de la productividad y los salarios reales ha sido la mayor desde 1999: la gente trabaja mucho más y mejor, pero no ve ningún beneficio por sus esfuerzos

En el *Financial Times*, Rana Foroohar intenta explicar a qué se debe esta discrepancia entre oferta y demanda de mano de obra («Wage inflation is a mirage for most workers», FT, 5 de diciembre). Durante 2021, debido a la pandemia, la participación de la población cayó en picado y aún no ha vuelto a los niveles previos a la misma. Muchos trabajadores y trabajadoras siguen sin trabajar por enfermedad o para atender a personas dependientes, pero una parte importante de la historia es la jubilación, que representa la mitad de los 3,5 millones de personas que no acuden a la oferta de las empresas. Muchas personas mayores no han encontrado trabajo desde la fase aguda de la pandemia; otras se han jubilado aprovechando el efecto riqueza (es decir, las plusvalías obtenidas por los ahorros invertidos en bolsa) generados por los mercados financieros durante los últimos años. También cabe preguntarse si las nuevas tendencias, como la desglobalización, los cambios demográficos y las crisis climáticas, han alterado la elasticidad de los mercados laborales, creando más volatilidad e inflación. En su análisis, Rana Foroohar no menciona el fenómeno de la Great Resignation, esto es, la enorme ola de abandono del puesto de trabajo que, a pesar de la oleada de despidos (1,3 millones de personas) registrada en los sectores de las tecnologías de la información, los servicios bancarios, el sector de los seguros y la gran distribución (como Walmart), sólo en octubre ha provocado que cuatro millones de personas renunciaran a su puesto de trabajo, sobre todo en el sector servicios, la educación, la sanidad y la

hostelería 6.

Sea como fuere, las empresas se centran en mejorar la productividad para hacer frente a la subida de precios, ya sea invirtiendo en tecnología o mediante la «shrinkflation», es decir, reduciendo el volumen de producción o la calidad de los servicios prestados (hoteles, restaurantes, aeropuertos). De acuerdo con la OIT, en los países ricos este año la diferencia entre el crecimiento de la productividad y los salarios reales ha sido la mayor desde 1999: la gente trabaja mucho más y mejor, pero no ve ningún beneficio por sus esfuerzos.

Así pues, estamos mucho ante un fenómeno que excede la espiral de precios y salarios evocada para justificar las políticas monetarias restrictivas. Si acaso, hay que mencionar otra inflación, la de los activos financieros, la inflación derivada del sector inmobiliario durante los años de las políticas monetarias ultraexpansivas. «Es una amarga paradoja constatar que mientras las políticas monetarias ultraexpansivas han alimentado burbujas por doquier y ahora los banqueros centrales tienen que reprimir la inflación, estos carecen, sin embargo, de herramientas para arreglar lo que realmente está roto en el mercado laboral».

Lo más probable es que nos enfrentemos a una inflación de los beneficios. Paul Donovan, economista jefe de gestión de activos de UBS, es nada menos quien lo afirma en el *Financial Times* (2 de noviembre): «Las empresas han repercutido costes más elevados a los clientes, pero también han aprovechado las circunstancias para ampliar los márgenes de beneficio. La expansión de la inflación más allá de los precios de las materias primas es más una expansión derivada del crecimiento los márgenes de beneficio que atribuible a las presiones salariales».

Contradicciones monetarias

El Bank for International Settlements (BIS), el denominado banco de los bancos centrales (*Quarterly Review*, 6 de diciembre), ha planteado la paradoja de las políticas monetarias antiinflacionistas. En los años de tipos de interés nulos o negativos se han acumulado en la economía toda una serie de riesgos de impago que, como ha demostrado la crisis del realmente efímero gobierno de Liz Truss, cuando se materializan, obligan a los bancos centrales a intervenir inyectando liquidez, contradiciendo así el objetivo de luchar contra la inflación reduciendo la liquidez en circulación (típica estrategia monetarista de reducción de la masa

monetaria). En el caso del minipresupuesto de Mrs. Truss aprobado en septiembre (fuerte reducción de la presión fiscal sobre los ricos, reparto de subsidios para hacer frente a las facturas elevadas en concepto de servicios y suministros), muy mal visto por los mercados financieros, fueron los grandes fondos de pensiones de prestación definida los que se vieron obligados a vender precipitadamente bonos del Estado para evitar su devaluación, esto es, en definitiva para evitar la quiebra.

Lo que está en entredicho es la «sostenibilidad de la deuda» de Europa. El año que viene se pedirá a los inversores privados que compren en torno a 300 millardos de euros de deuda pública

El Banco de Inglaterra había intervenido para salvar lo salvable, pero esto sentó un precedente de «riesgo moral» (esto es, de fomento de la asunción de riesgos, sabiendo que los bancos centrales no dejarían de intervenir comprando bonos, es decir, inyectando liquidez en el mercado). La rápida subida de los tipos de interés a escala mundial y la precaria situación de la liquidez (escasez) en el estratégico mercado de bonos del Tesoro estadounidense (como sucedió en marzo de 2020, inmediatamente después del brote pandémico), obligó al BIS a sugerir una intervención urgente en el sector financiero no bancario (donde se han acumulado los mayores riesgos debido a las inversiones en valores extremadamente frágiles). Después de treinta años de desregulación de los mercados financieros, quizá sea un poco tarde.

En términos más generales, se trata del paso del *quantitative easing* [flexibilización cuantitativa] al *quantitative tightening* [endurecimiento cuantitativo], lo cual pone de relieve algunas contradicciones subyacentes potencialmente explosivas.

Paralelamente a las subidas de los tipos de interés, el BCE tiene algo así como cinco billones de euros invertidos en bonos, fruto de las compras efectuadas durante los años de implementación de las políticas de quantitative easing, que pretende vender durante los próximos meses y años. Pero este plan choca con el aumento de la deuda pública de los gobiernos de la eurozona previsto para el próximo año como consecuencia de las medidas tomadas para cubrir los costes energéticos de los hogares y las empresas **7**. El riesgo de una crisis de deuda soberana como la registrada en 2012 es elevado. Lo que está en entredicho es la «sostenibilidad de la deuda» de Europa. El año que viene se pedirá a los inversores privados que compren en torno a 300 millardos de euros de deuda pública. Está en juego la solidaridad entre los países de la eurozona. Italia, por ejemplo, con una deuda pública situada en torno al 150 por 100 del PIB, es el país que corre más riesgo.

Aunque la retribución de los bonos del Tesoro a diez años ha bajado, siguen siendo tres veces superior a la percibida por sus titulares a principios de 2022. De hecho, si la inflación italiana puede mejorar la relación deuda/PIB, la condición es que los tipos de interés y el spread no aumenten o, de lo contrario, ese beneficio desaparece **8**. En opinión de Goldman Sachs, la coalición de derechas del gobierno presidido por Giorgia Meloni se encuentra «on a narrow fiscal path» **9**.

Notas a pie de página

1. «En última instancia, las señales procedentes de los precios de la producción de alimentos confirman la tendencia a la desinflación iniciada a mediados de 2022. Tendrán que pasar dos o tres meses antes de que la bajada de los precios se deje sentir en toda la cadena de valor, lo que supondrá a la postre un alivio para los consumidores europeos», Marcello Minenna, «La discesa dell'inflazione alimentare», Il Sole 24 Ore, 18 de diciembre de 2022.

2. La diferencia en las tasas de inflación se debe más a su diferente composición interna que a la diversidad de los tipos de interés: en la eurozona más de dos tercios de la inflación total se deben a la energía y a los alimentos, mientras que en Estados Unidos estas partidas representan menos de una quinta parte de la misma. Si se excluyen los precios de la energía y los alimentos, la «inflación subyacente» (core inflation) estadounidense es dos puntos porcentuales superior a la europea. «Una explicación de este hecho es que tras los cierres y las restricciones impuestos para combatir la pandemia, los precios de los servicios y las compras que han permanecido comprimidos durante mucho tiempo (turismo, restauración, ocio, automóviles) se han recuperado con más fuerza que en Europa», Nicola Capelluto, «Minacce di recessione», Lotta comunista, noviembre de 2022. Este análisis es uno de los mejores publicados hasta la fecha.

3. De hecho, desde que los conservadores llegaron al poder en mayo de 2010 hasta septiembre de 2022, los salarios reales en el sector privado crecieron el 5,5 por 100, mientras que en el sector público cayeron el 5,9 por 100. En los dos últimos años (2021-2022), el descenso de los salarios reales fue del 7,7 por 100 (+ 1,5 por 100 en el sector privado). Es normal que el sector de los servicios públicos se haya adentrado en el «winter of discontent».

4. El 4 de noviembre de 2022, Lagarde, tras reconocer que es «probable que los salarios muestren cierta recuperación tras la elevada inflación registrada y dada la

presencia de condiciones que permiten a los trabajadores intentar compensar la pérdida de los ingresos reales», afirmó, sin embargo, que «la tarea del BCE, dado nuestro mandato de estabilidad de precios, es garantizar que este proceso no genere una dinámica inflacionista». Un desanclaje de las expectativas de inflación, unida a su arraigo en las negociaciones salariales y en la determinación de los precios, podría conducir de hecho a una espiral salarios-precios que, a su vez, apoyaría el propio desanclaje, dando lugar en última instancia tanto a la caída de los ingresos reales, como al aumento de la inflación en el futuro», <https://bit.ly/3vflQjk>.

5. Véase, si de verdad la opción preferida es deprimirse, la entrevista con Roubini, «I hope I didn't depress you too much», Financial Times, 19 de diciembre de 2022

6. «El gran reducción del número de los empleados no muestra signos de desaceleración. Informes recientes de la consultora de gestión McKinsey sugieren que hasta el 40 por 100 de la fuerza de trabajo está considerando la posibilidad de dejar su empleo, normalmente para buscar otro tipo de carrera o un “trabajo no tradicional”, incluidos puestos temporales o a tiempo parcial», Gillian Tett, «What Musk misses about how this generation works», Financial Times, 20 de noviembre de 2022). Hay que retomar y explorar el tema del gran abandono de los puestos de trabajo, sobre todo en lo referido a la «Generación Playlist», como denomina Tett a los jóvenes que están redefiniendo el trabajo y la relación entre vida y trabajo.

7. Bruegel, el think tank europeo especializado en cuestiones económicas, ha calculado que desde septiembre pasado los gobiernos europeos han gastado ya 573 millardos de euros entre reducciones del IVA, transferencias a familias pobres, rescates de empresas eléctricas, etcétera. Estos gastos se suman a los aprobados durante los años de pandemia, empeorando la ya «claudicante» deuda pública de muchos países. A ello hay que añadir el aumento del gasto militar acordado a escala de la OTAN, que debe alcanzar con el objetivo del 2 por 100 del PIB y, sobre todo, el coste de la ayuda a Ucrania, que se materializará en la acogida de una nueva oleada de refugiados y en el apoyo a un país que necesita 5 millardos millones de dólares mensuales para no entrar en bancarrota, y todo ello sin tener en cuenta los eventuales costes de reconstrucción.

8. A este respecto, Stefano Lucarelli plantea las siguientes preguntas: «¿Estamos seguros de que, frente a la recesión, el BCE puede realmente vender en el mercado los bonos europeos que ha adquirido? En caso afirmativo, ¿a quién se los venderá?

¿Será esta la ocasión de crear una Agencia de Deuda (<https://bit.ly/3FPRyxg>)? En este escenario, ¿cuál podría ser el papel del MES (en caso de que Italia cediera a las presiones y votara a favor)? ¿O asistiremos a una coordinación entre la FED y el BCE y la primera se convertirá en una especie de prestamista de última instancia para una Unión Monetaria Europea en la que no se espera que el BCE desempeñe esta función? Desde el punto de vista político, esto podría sancionar un quid pro quo: vosotros, europeos, pagáis los principales costes de la redefinición geopolítica impuesta por los estadounidenses, pero nosotros garantizamos la sostenibilidad de las finanzas públicas [...]».

9. El economista jesuita Gaël Giraud, en un artículo publicado en *Avvenire* el 1 de septiembre pasado, también piensa que las actuales políticas de los bancos centrales podrían conducir a un colapso europeo. En la misma línea, el *Financial Times* del 15 de diciembre («ECB retreat to put Euro 300bn strain on eurozone bonds», 15 de diciembre de 2022).

[LEER EL ARTÍCULO ORIGINAL PULSANDO AQUÍ](#)

Fotografía: El salto diario. Sucursal del BBVA en el centro de Madrid. [ÁLVARO MINGUITO](#)

Fecha de creación

2023/03/09