

Imprimir

Hace unos días, los principales banqueros centrales de las economías capitalistas avanzadas se reunieron en su cumbre anual en Jackson Hole, Wyoming, EEUU. Jackson Hole es una estación de esquí y montaña de lujo donde el ingreso promedio de los hogares es de cerca de 100.000 dólares al año. Por lo tanto, es un lugar muy apropiado para que los banqueros centrales se reúnan y discutan los problemas económicos del mundo y, en particular, la crisis del coste de la vida y la caída de los ingresos reales que nos ha afectado al resto de la humanidad.

La reunión fue iniciada por el muy esperado discurso del presidente de la Reserva Federal, Jay Powell, sobre los avances del banco central para reducir la inflación. Los inversores financieros esperaban una declaración clara de que la Reserva Federal dejaría de aumentar su tasa de política ahora que la inflación estaba cayendo. Pero esa esperanza se desvaneció cuando Powell dejó claro que la inflación era *“todavía demasiado alta”* y, aunque la tasa de inflación estaba cayendo, sería necesario mantener la tasa política alta durante algún tiempo, es decir, hasta bien entrado 2025, y puede ser necesario aumentarla de nuevo antes de que termine el año.

Powell admitió por primera vez que la inflación se había disparado a niveles no vistos desde la década de 1980 debido a *las “distorsiones de la oferta”*, pero continuó afirmando que era una *combinación* de *“demanda excesiva”* y oferta débil. Estaba afirmando lo obvio en el sentido de que se necesitan dos para bailar, es decir, si la oferta de productos básicos es menor que la demanda de ellos, los precios suben y viceversa. Pero la pregunta es: ¿quién llevaba el paso de la danza, la oferta o la demanda?

La evidencia es ahora abrumadora de que fue la oferta, con el aumento de los precios de la energía y los alimentos causados por el colapso de las cadenas de suministro a nivel internacional, un crecimiento de la productividad muy bajo y la pérdida de trabajadores calificados después de la pandemia.

Figure 3: Supply- and Demand-Driven Contributions to Year-over-Year Headline PCE Inflation

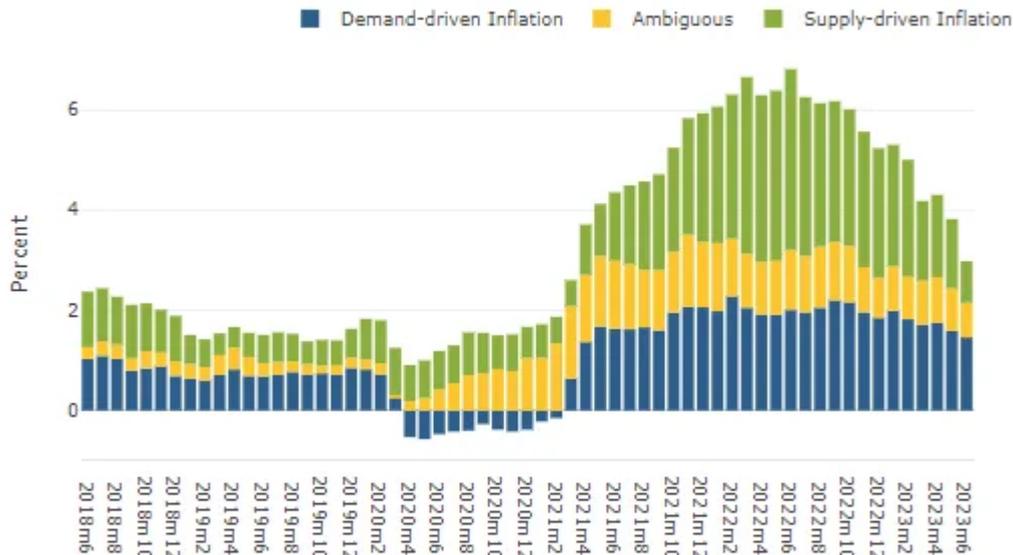
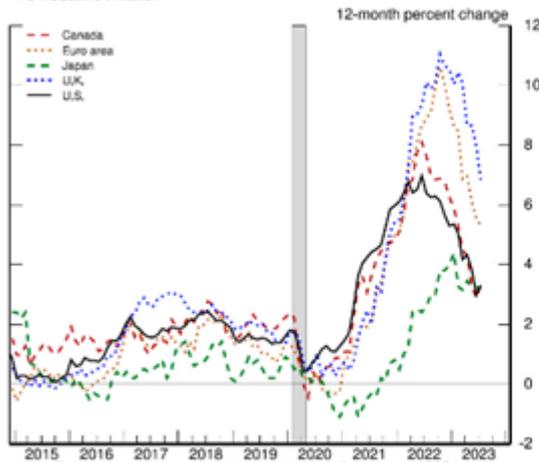


Figure 3 divides year-over-year changes in headline PCE inflation into contributions that can be determined as driven by supply and demand, with the remainder marked as ambiguous.

Eso significa que el enorme aumento de las tasas de interés, supuestamente para reducir la “demanda excesiva” al reducir el endeudamiento para gastar o invertir, tiene un efecto limitado en las tasas de inflación. Y así se ha demostrado. Si bien la tasa de inflación “principal” ha caído a nivel mundial a medida que la inflación de los precios de la energía y los alimentos disminuyó (al menos por ahora), las tasas de inflación “básicas” se han mantenido obstinadamente altas.

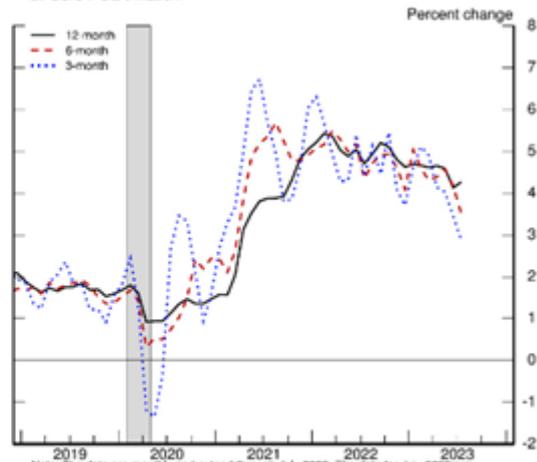
Figure 1

A. Headline Inflation



Note: The data are monthly and extend through July 2023. U.S. data are total PCE inflation and the data point for July 2023 is an estimate based on consumer price index and producer price index data. The shaded bar indicates a period of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research: February 2020-April 2020. PCE is personal consumption expenditures.  
Source: Haver Analytics; Bureau of Economic Analysis, PCE, via Haver Analytics.

B. Core PCE Inflation

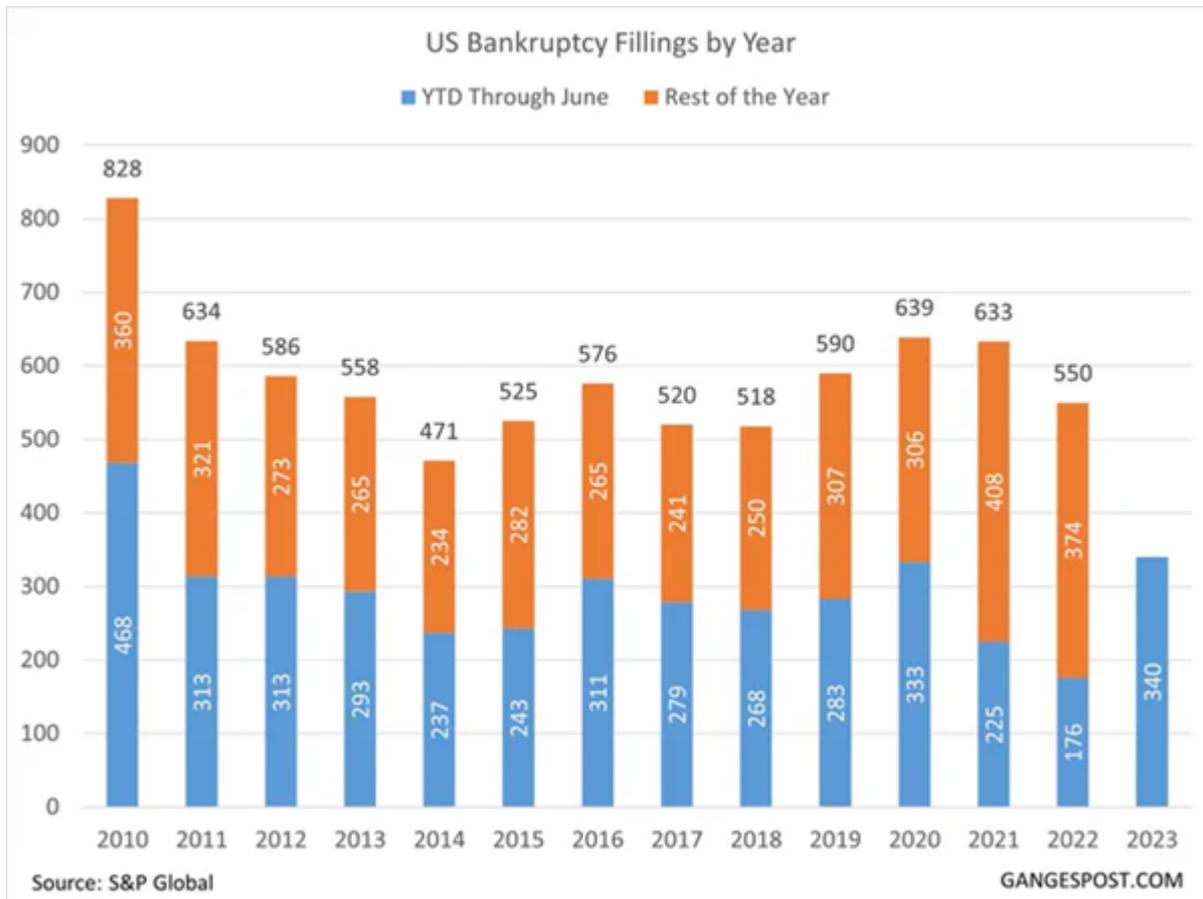


Note: The data are monthly and extend through July 2023. The data for July 2023 are estimates based on consumer price index and producer price index data. PCE is personal consumption expenditures. The shaded bar indicates a period of business recession as defined by the National Bureau of Economic Research: February 2020-April 2020. PCE is personal consumption expenditures.  
Source: Bureau of Economic Analysis, PCE, via Haver Analytics.



Los bancos centrales y los economistas convencionales no han podido explicar por qué. Sin embargo, han hecho lo que hacen: aumentar las tasas de interés y reducir la oferta monetaria con el fin de reducir la tasa de inflación a un objetivo arbitrario del 2 % anual. Como Powell explicó en Jackson Hole: *“aunque una mayor eliminación de las distorsiones relacionadas con la pandemia debería seguir ejerciendo cierta presión a la baja sobre la inflación, es probable que la política monetaria restrictiva desempeñe un papel cada vez más importante”*.

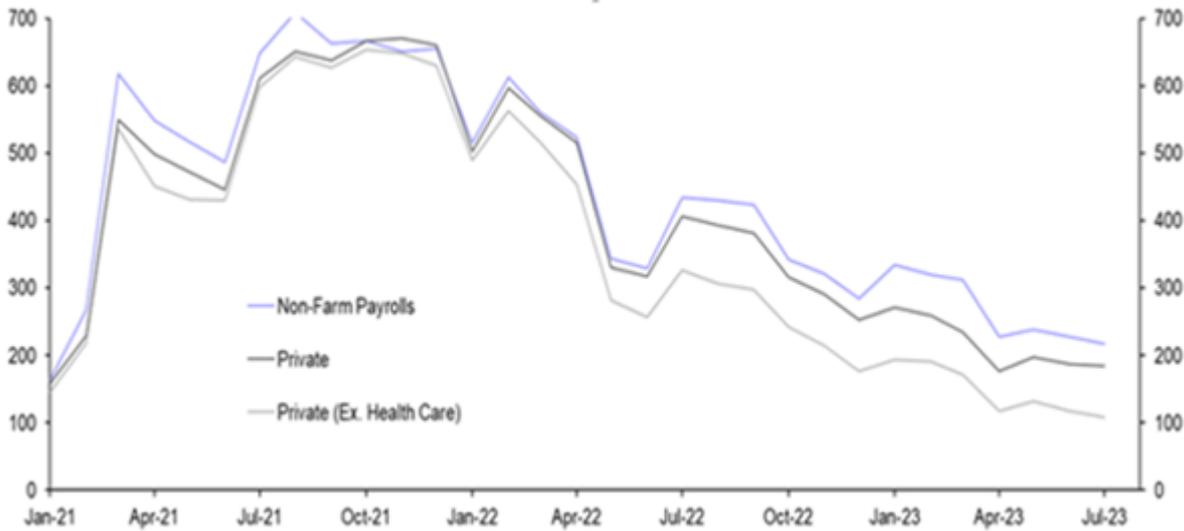
Por lo tanto, a pesar del golpe en los niveles de vida de la gente; a pesar del monstruoso aumento de los costes de los préstamos hipotecarios; a pesar de que los pequeños bancos y empresas se están hundiendo, la Reserva Federal continuará manteniendo las tasas de interés en máximos históricos para “controlar la inflación”, que solo está bajando porque los problemas de suministro de energía y alimentos han disminuido.



Lo que están haciendo las altas tasas de interés es dañar los sectores productivos de la economía, pero no afectan realmente a la inflación. Powell admitió que *“se espera que la reducción sostenible de la inflación al 2 por ciento requiera un período de crecimiento económico por debajo de la tendencia, así como cierta flexibilización de las condiciones del mercado laboral”*. De hecho. La Reserva Federal y los economistas convencionales continúan proclamando lo bajo que es el desempleo, no solo en los EEUU, sino en la mayoría de las otras economías avanzadas.

Así que no hay nada de qué preocuparse: es probable un “aterrizaje suave” de la economía, incluso si el desempleo sube un poco. Pero Powell tuvo que reconocer que *“el crecimiento de los salarios se ha ralentizado significativamente. El total de horas trabajadas ha sido estable durante los últimos seis meses, y la semana laboral promedio ha disminuido hasta el extremo inferior de su nivel anterior a la pandemia”*.

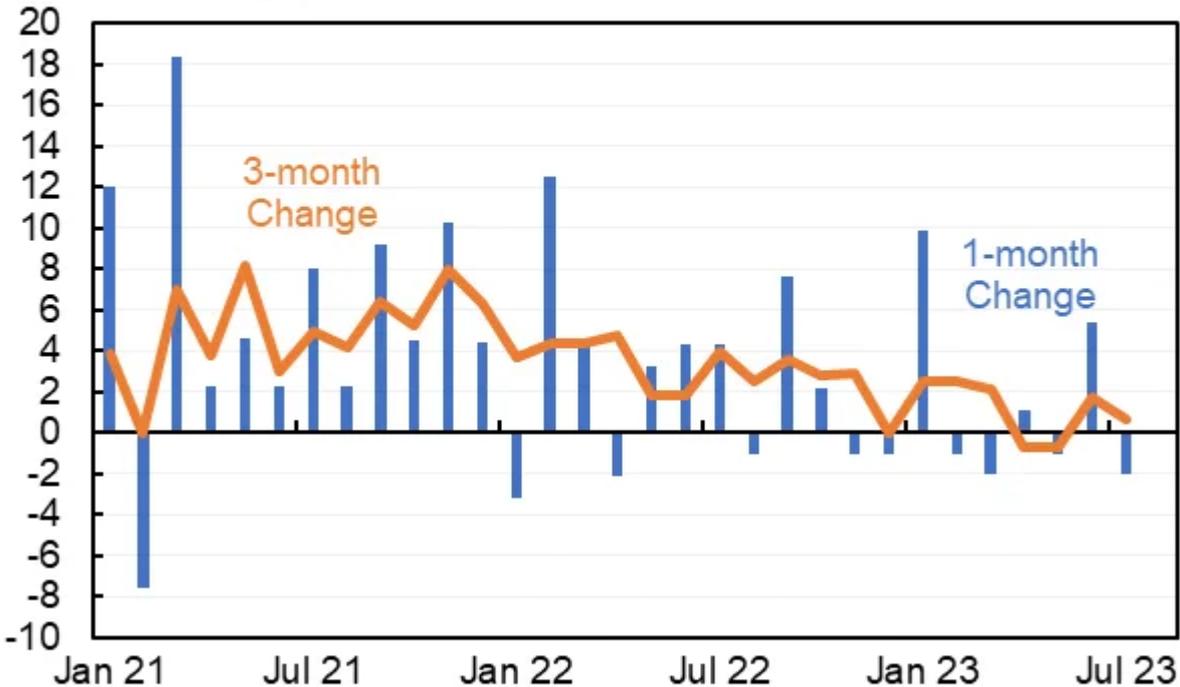
### Non-Farm Payrolls



Sources: BLS, Capital Economics

### Change in Aggregate Weekly Hours, All Private Industries

Percent Change, Annual Rate



Source: Bureau of Labor Statistics via Macrobond; author's calculations.

Llamó a esto “una normalización gradual de las condiciones del mercado laboral”. Lo más probable es que sea otra señal de que el barco económico de EEUU, lejos de entrar en un puerto económico seguro, está mostrando signos de deriva con una avería de agua por debajo de la línea de flotación.

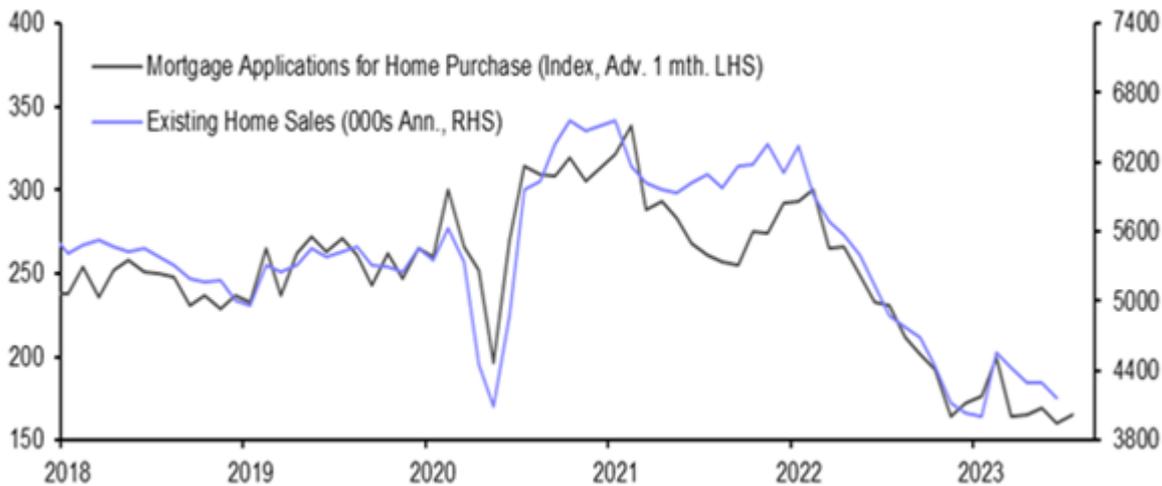
En realidad, los datos de empleos “fuertes” han sido revisados sin alboroto por los estadísticos oficiales justo este mes, con una reducción de más de 350.000 puestos de trabajo en el año hasta marzo. Además, se espera una nueva revisión a la baja.

De todos modos, el empleo es un indicador rezagado de actividad en una economía capitalista. El primer indicador principal son las ganancias, luego la inversión y la producción, luego el empleo y el gasto de los consumidores. Las ganancias corporativas y los márgenes de beneficio corporativos ya han estado disminuyendo. El crecimiento de la inversión se está desacelerando. Y la manufactura está en recesión. Un indicador de alta frecuencia de la actividad económica, el PMI global de JPM, está indicando que el sector manufacturero se está contrayendo (cualquier puntuación por debajo de 50) y el sector de servicios ahora lo está haciendo también, tanto a nivel mundial como en los Estados Unidos.



En cuanto al consumidor, los mercados de la vivienda en las principales economías están muertos en el agua.

### Mortgage Apps & Existing Home Sales



Source: Capital Economics

Pero no se preocupe. Powell comentó: *“Si bien el crecimiento de los salarios nominales debe disminuir en última instancia a una tasa que sea consistente con una inflación del 2 por ciento, lo que importa para los hogares es el crecimiento de los salarios reales. A pesar de que el crecimiento de los salarios nominales se ha ralentizado, el crecimiento de los salarios reales ha ido aumentando a medida que ha caído la inflación”*. Eso suena bien, pero no dijo que desde el final de la pandemia, los precios al consumidor han aumentado un 17-19 % y los aumentos salariales hayan estado muy por debajo de eso. Y estos niveles de precios más altos están aquí para quedarse para siempre, por lo que los salarios tendrán que subir mucho más para recuperar las pérdidas en los ingresos reales en los últimos dos años.

Mientras el barco económico muestra signos de hacer agua, en el puente, el capitán Powell dice que está *“navegando gracias a las estrellas en cielos nublados”*. En otras palabras, no sabe si el barco hará puerto antes de hundirse. De hecho, *“siempre hay incertidumbre sobre el nivel preciso de restricción de la política monetaria”*. continuó: *“Estas incertidumbres, tanto antiguas como nuevas, complican nuestra tarea de equilibrar el riesgo de endurecer demasiado la política monetaria frente al riesgo de endurecerla demasiado poco. Hacer demasiado poco podría permitir que la inflación por encima del objetivo se afianzara y, en última instancia, requerir que la política monetaria atacara una inflación más persistente de*

*la economía a un alto costo para el empleo. Hacer demasiado también podría causar un daño innecesario a la economía”.*

“Gestionar” una economía capitalista anárquica no es fácil, de hecho es imposible. Peor aún, la guía de navegación que Powell y la economía general están tratando de utilizar la llamada “tasa política neutral” que supuestamente les dice a los economistas cuándo la demanda y la oferta -o más exactamente, los ahorros y la inversión agregados-, están en equilibrio. Pero este  $r^*$ , como se llama, es un concepto sin sentido que proviene de la economía de equilibrio neoclásica de Kurt Wicksell. Muchos estudios han demostrado el carácter mítico de esta teoría. Es menos una herramienta de navegación astronómica que astrología del zodiaco. Sin embargo, Powell se refirió a esta teoría de la “tasa de interés natural” como la base de su política monetaria, pero luego la diseccionó diciendo *“no podemos identificar con certeza la tasa de interés neutral, y esa evaluación se complica aún más por la incertidumbre sobre la duración de los retrasos con los que el endurecimiento monetario afecta a la actividad económica y especialmente a la inflación”*. Y tanto.

Pero el “simposio” de Jackson Hole, como se llama, no es solo una oportunidad para que los banqueros centrales expliquen y defiendan su política monetaria. También es donde los banqueros centrales escuchan a los principales economistas convencionales sobre tendencias y problemas importantes en la economía mundial. El tema de este año fue: “Cambios estructurales en la economía global”, en otras palabras, analizar los factores económicos a largo plazo en lugar del éxito de la política contra la inflación.

Mientras que Powell solo defendió la política monetaria a corto plazo de la Reserva Federal, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, al menos abordó el tema del simposio en su discurso llamado Formulación de políticas en una era de cambios y rupturas. Lagarde analizó las tendencias a largo plazo de la inflación y el comercio. Hizo que la escucha y la lectura fueran sobrias.

Al igual que Powell, señaló que el bajo nivel de desempleo estaba acompañado de la caída del número de horas de trabajo. La digitalización y el trabajo a distancia habían aumentado

*y “según una estimación, más de una cuarta parte de los puestos de trabajo en las economías avanzadas dependen de habilidades que podrían automatizarse fácilmente, incluso si esto no conduce necesariamente a una reducción de los puestos de trabajo disponibles”.*

Señaló que las barreras comerciales se habían multiplicado por diez en la última década, lo que ha debilitado el crecimiento del comercio internacional. El llamado “libre comercio” estaba siendo reemplazado por el llamado “reshoring” y “friend-shoring” (recuperación de las localizaciones en el país de origen o en países amigos) en industrias estratégicas, por lo que las cadenas de suministro globales se estaban fragmentando. Los economistas del BCE calculan que esto podría reducir el comercio internacional en un 12-19 %; aumentar la inflación básica del mundo entre un 1,0-4,8 % anual y reducir el PIB mundial en un 1,0 y un 6,0 % en relación con su tendencia para el resto de esta década.

Además, esto puede significar que la inflación no volverá a los niveles previamente bajos que existían antes de la pandemia, ya que la inflación se mantiene más alta por estos factores de oferta, no por la demanda “excesiva”. *“Estos cambios, especialmente los relacionados con el medio ambiente y la energía posteriores a la pandemia, han contribuido al fuerte aumento de la inflación en los últimos dos años. Han restringido la oferta agregada al tiempo que dirigen la demanda hacia sectores con limitaciones de capacidad”.* Así que *“para empezar, es probable que experimentemos más choques que emanen del propio lado de la oferta”.* Es decir, lo contrario de la tesis de Powell sobre los factores de la demanda.

Lagarde también indicó que el aumento del gasto en armas y las mayores restricciones de oferta significarían que *“es probable que veamos presiones de precios más fuertes en mercados como los productos básicos, especialmente para los metales y minerales que son cruciales para las tecnologías verdes”.* Así que el problema no va a desaparecer, pero puede empeorar. Por lo tanto, a diferencia de Powell, Lagarde admitió que las restricciones de oferta y los aumentos de los precios corporativos habían estado aumentando la inflación y ahora era probable que mantuvieran la tasa de inflación permanentemente más alta que antes. *“En tales condiciones, hemos visto que las empresas no solo son más propensas a*

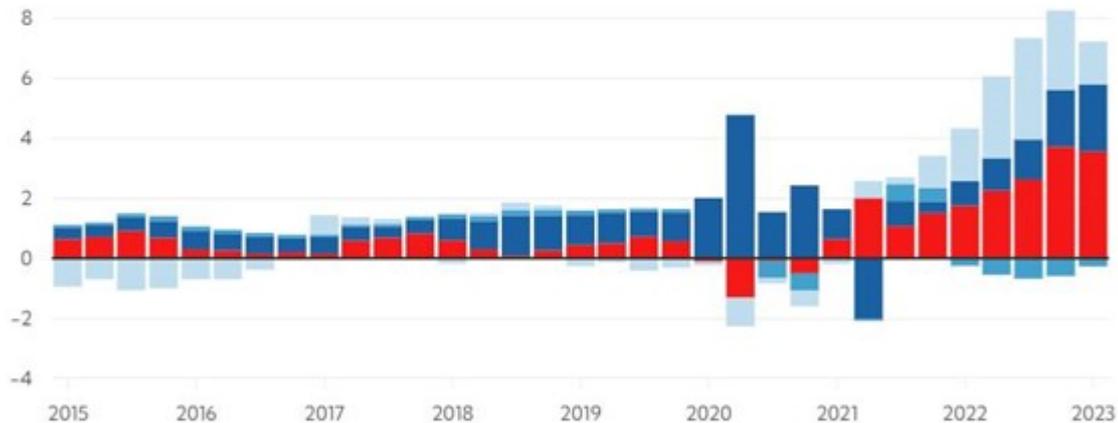
*ajustar los precios, sino también a hacerlo sustancialmente”.*

A pesar de esa admisión, Lagarde se apresuró a centrarse en los salarios, no en las ganancias: la culpa de los aumentos de los precios por parte de las empresas la tienen los trabajadores que exigen más salarios: *“como estamos viendo hoy en día, cuando los trabajadores tienen un mayor poder de negociación, un aumento de la inflación puede desencadenar un crecimiento salarial para “ponerse al día”, lo que puede conducir a un proceso de inflación más persistente”.* Verá, los trabajadores que piden más salarios para ponerse al día con la inflación solo obligan a las empresas a subir los precios para preservar las ganancias, y, por supuesto, esto último es sacrosanto.

Corporate profits now account for nearly half of all euro area inflation.

**Contribution to annual change in consumption deflator**  
(percentage points)

■ Profits ■ Labor costs ■ Taxes ■ Import prices



Sources: Eurostat, OECD, IMF staff calculations. · Notes: Profits, labor costs, and taxes refer to the total contributions from their nominal values per unit of real value added summed up from sectoral level, and import prices refers to the contribution from foreign value added. See Hansen, Toscani, and Zhou (2023) for details.

**IMF**

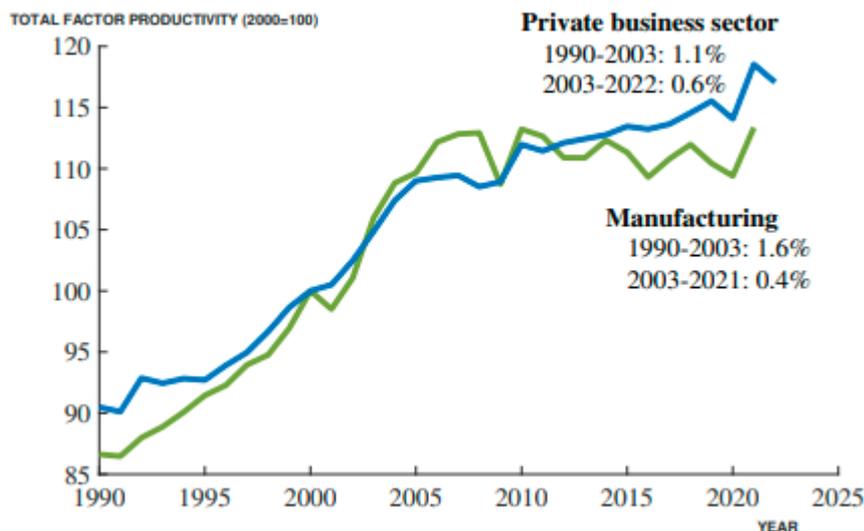
Lagarde continuó: *“Tendremos que estar extremadamente atentos a que una mayor volatilidad en los precios relativos no nos arrastre a la inflación a medio plazo a través de salarios que “persiguen” repetidamente los precios. Eso podría hacer que la inflación fuera más persistente si los aumentos salariales esperados se incorporan a las decisiones de precios de las empresas, dando lugar a lo que he llamado inflación “tit-for-tat””.*

Con su imagen de tit-for-tat, Lagarde se hizo eco del argumento de Tom Weston en 1865 en un debate con Marx de que los trabajadores no deberían pedir salarios más altos cuando los precios suben porque las empresas responderían con precios más altos para proteger sus ganancias y, por lo tanto, los trabajadores no ganarían nada.

El resto del simposio trató de las presentaciones de los principales economistas convencionales sobre diferentes aspectos de los “Cambios estructurales en la economía global”. Y de nuevo, no pintaron una imagen de prosperidad futura.

Según uno de los papeles las continuas altas tasas de interés establecidas por la Reserva Federal y otros bancos centrales era, como cabía esperar, probable que forzaran descensos significativos en la inversión en I+D y la innovación. Por cada aumento del 1 % en la tasa, el gasto en I+D disminuiría entre un 1 y un 3 % y las patentes caerían hasta un 9 % en los próximos años.

**U.S. Total Factor Productivity**



*“Tenemos que invertir recursos cada vez mayores en I+D solo para mantener una tasa constante de crecimiento económico. ... Tenemos que correr cada vez más rápido para permanecer en el mismo lugar, es decir, para mantener un crecimiento general del 2*

%". Pero no se explicó el por qué.

Otro papel comentó que a medida que EEUU ha reducido su abastecimiento de productos de China, *"no está claro si estas medidas reducirán la dependencia de EEUU de las cadenas de suministro vinculadas a China, y además ya hay señales de que los precios de las importaciones de Vietnam y México están en aumento"*. Por lo tanto, aislar a China podría ser perjudicial para el crecimiento global.

Otro documento señaló que la deuda del sector público *"había aumentado a niveles sin precedentes en tiempos de paz"*. Pero los autores contaron que *"las altas deudas públicas no van a disminuir significativamente en un futuro previsible. Los países van a tener que vivir con esta nueva realidad como una situación semipermanente"*. Eso haría que cada vez más las economías emergentes en el Sur global entraran en dificultades de deuda. Alrededor del 60 % de esos países ya está en problemas. Otros periódicos estaban preocupados por la disminución de las perspectivas de comercio y crecimiento mundial.

Parece que si las principales economías del mundo se hundieren en una crisis o se enfrentan a deudas insostenibles el resto de esta década, no habría otro "escape" que el crecimiento de la productividad o un aumento de las exportaciones porque la innovación estaba siendo ahogada por las altas tasas de interés; y el comercio estaba siendo estrangulado por las sanciones de Estados Unidos contra Rusia y China y por el aumento de las barreras comerciales. Todo suena a la década de 1930, no como a la vibrante década de los años 20.

Están navegando siguiendo las estrellas en cielos nublados en un barco que se hunde en busca de un puerto seguro.

Michael Roberts, habitual colaborador de Sin Permiso, es un economista marxista británico, que ha trabajado 30 años en la City londinense como analista económico y publica el blog The Next Recession.

Fuente: <https://sinpermiso.info/textos/jackson-hole-navegar-sin-rumbo-y-con-una-via-de-agua>

Foto tomada de:

<https://sinpermiso.info/textos/jackson-hole-navegar-sin-rumbo-y-con-una-via-de-agua>