



# Edad e inflación

*Mikael Juselius y Elöd Takáts*

**L**A INFLACIÓN fue crónicamente alta en los años setenta y ahora parece ser crónicamente baja. Ese cambio coincidió con el avance de la generación de la posguerra, los “baby boomers”, desde la adolescencia a la edad laboral en muchas economías avanzadas.

La teoría económica convencional dice que estas dos tendencias lentas no están conectadas: los “baby boomers” no deberían incidir en la inflación, porque la inflación es un fenómeno monetario que la política monetaria puede controlar. Pero en nuestras investigaciones observamos un fuerte vínculo entre la inflación tendencial y la estructura etaria de la población.

Concretamente, observamos que cuanto mayor es la proporción de personas jóvenes y ancianas en la población total, tanto más alta es la inflación. Este vínculo se observa en un gran número de países en todos los períodos de tiempo.

Estos efectos son suficientemente grandes como para explicar la mayor parte de la inflación tendencial. Por ejemplo, se estima que los “baby boomers” aumentaron la inflación 6 puntos porcentuales en Estados Unidos entre 1955 y 1975 y la redujeron en 5 puntos porcentuales entre 1975 y 1990, cuando ingresaron a la vida laboral. La inflación tendencial es actualmente baja y estable, ya que la proporción decreciente de personas jóvenes compensa los efectos de la

creciente proporción de personas mayores en la población.

Dado que la inflación es un fenómeno monetario, ¿por qué los bancos centrales no lograron neutralizar la presión inflacionaria generada por los cambios en la edad de la población? Hay por menos dos explicaciones naturales. Primero, las presiones políticas pueden haber inducido a los bancos centrales a atender las preferencias inflacionarias de los grupos etarios dominantes. Como alternativa, el patrón de una estructura inflación-edad podría reflejar el hecho de que los bancos centrales no previeron los movimientos en la tasa de interés real de equilibrio, la tasa que determina una inflación estable. Pero ninguna de ellas es una buena explicación de lo que vemos en los datos.

No queda del todo claro por qué la estructura etaria de una economía incide en la inflación, pero la relación es fuerte y tiene algunas consecuencias prácticas llamativas. Por empezar, debilita el argumento de que las expectativas cumplen un papel importante en la formación de la inflación. Además, la relación entre la estructura etaria y la tasa de aumento de los precios permite efectivamente predecir la inflación tendencial subyacente. Nuestras estimaciones indican que, a menos que los “baby boomers” trabajaran mucho más tiempo que sus padres, su jubilación será en última instancia inflacionaria.

**Los “baby boomers” bajaron la inflación al unirse a la fuerza laboral y la harán subir cuando se jubilen**

## Explorar las tendencias de inflación

En el pasado los enigmas de la inflación han impulsado nuevas perspectivas económicas. Por ejemplo, cuando la inflación comenzó a aumentar en los años sesenta sin un cambio de la actividad que la justificase, los economistas postularon que las expectativas cumplen un papel en la formación de la inflación. Los consumidores o productores que tienen una visión prospectiva no serían engañados para siempre por una expansión monetaria destinada a estimular el crecimiento económico e incorporarían expectativas inflacionarias más altas, por ejemplo, en las demandas salariales y los contratos de préstamos. Así, una expansión monetaria duradera generaría una mayor inflación pero no un aumento duradero del producto. Una política monetaria excesivamente laxa parecía explicar el aumento de la inflación, una opinión que se reafirmó en los años ochenta, cuando la inflación comenzó a caer después de que los bancos centrales comenzaran a combatirla.

Pero los enigmas de la inflación logran reaparecer. Tras la crisis financiera mundial de 2008, la inflación no repuntó cuando las economías comenzaron a recuperarse. De hecho, ya a principios del siglo la inflación estaba cayendo lentamente y esto es una de las razones por las cuales los bancos centrales mantuvieron bajas las tasas. Pero también indica que en el fondo había otra causa conteniendo la inflación, distinta de la política monetaria.

El prolongado episodio de baja inflación surgió cuando las poblaciones de la mayoría de las economías avanzadas envejecían y los “baby boomers” estaban en su periodo de máximos ingresos. Los grupos etarios difieren en cuanto a sus decisiones de consumo y ahorro, que pueden afectar la presión inflacionaria a largo plazo. De ello se desprende que la presión inflacionaria es alta cuando el porcentaje de personas jóvenes y ancianas (que consumen pero en su gran mayoría no producen) es grande en comparación con la población en edad de trabajar (que produce más de lo que consume) y viceversa.

Recientemente, algunos banqueros centrales señalaron por qué el envejecimiento podría ser importante para la inflación: por su efecto en el ejercicio de la política monetaria. Por ejemplo, el presidente del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, James B. Bullard, sostiene que las preferencias de los votantes influyen en la meta de inflación de un banco central (Bullard, Garriga y Waller, 2012). Bullard afirma que los jóvenes, que son tomadores de préstamos, prefieren más inflación porque reduce la carga real de su deuda, mientras que las personas mayores prefieren menos inflación para preservar el valor de sus activos. Si la tesis de Bullard es correcta, la inflación será más alta cuando domina la población más joven y más baja cuando la población es de más edad. Goodhart, Pradhan y Pardeshi (2015) presentan una opinión alternativa al sugerir que la estructura etaria puede modificar la tasa de interés real de equilibrio. Si los bancos centrales ignoran esos cambios, puede haber inflación.

## El vínculo

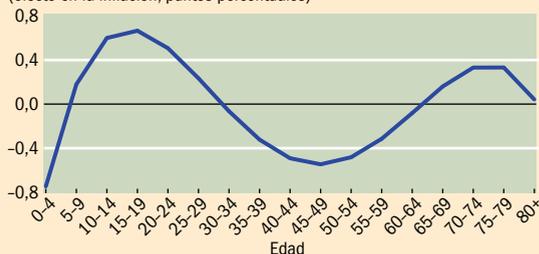
Estimamos los efectos de la estructura etaria total —no solo el envejecimiento— en la inflación, usando datos de 22 economías avanzadas entre 1955 y 2014, y observamos una relación robusta entre la inflación y la estructura etaria.

Gráfico 1

### Dependencia de la inflación

Los jóvenes (5 a 29 años) y los ancianos (65 a 79 años) hacen aumentar la inflación, mientras que las personas de entre 30 y 64 años ejercen el efecto contrario en muchos de los períodos y países.

(efecto en la inflación, puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: Los resultados están basados en datos de 22 economías avanzadas, 1955-2014.

Los efectos de las diversas cohortes etarias siguen un patrón con forma de U: los jóvenes (edades 5 a 29) y los ancianos (edades 65 a 79) son inflacionarios, mientras que las cohortes de personas en edad de trabajar son desinflacionarias (gráfico 1). Este patrón es robusto y no desaparece cuando se toman en cuenta otras variables, como las brechas del producto, la inflación de los precios del petróleo, las tasas de interés reales, el crecimiento de la población y las medidas de política fiscal. La relación también persiste cuando se controla el efecto de factores mundiales, durante períodos de tiempo diferentes y con diferentes muestras de países. Los efectos del pequeño número de personas muy jóvenes (menores de 5 años) y muy ancianas (mayores de 80), en cambio, son más difíciles de precisar.

El efecto de la estructura etaria explica la mayor parte de la inflación tendencial y cerca de un tercio de la variación general de la inflación. Para cada año, el efecto se calcula multiplicando los valores del patrón en forma de U del gráfico 1 por el porcentaje de la población en los grupos etarios correspondientes. El efecto es grande: explica, por ejemplo, alrededor de 5 puntos porcentuales de la reducción de la tasa de inflación promedio entre los países desde fines de los años setenta hasta comienzos de la década de 2000. Esa es la mayor parte de la reducción de la inflación de largo plazo durante el período (gráfico 2, panel izquierdo). Asimismo, los acontecimientos demográficos parecen explicar las diferencias entre países. Por ejemplo, las oscilaciones más grandes de la inflación tendencial en Estados Unidos, comparadas con las de Alemania, reflejan principalmente cambios demográficos mayores en Estados Unidos (gráfico 2, paneles medio y derecho).

## El enigma persiste

Después de establecer un vínculo robusto entre la estructura etaria y la inflación tendencial, buscamos evidencia que respaldara las explicaciones del gasto durante el ciclo de vida o bien de la preferencia de los votantes.

Encontramos poco que respaldara cualquiera de ellas. El patrón en forma de U socava una de las principales premisas de la explicación basada en los votantes. No solo los jóvenes,

Gráfico 2

### Altibajos

La estructura etaria de la población, incluida la de Estados Unidos y Alemania, explica la mayor parte de la reducción de la tasa promedio de inflación desde fines de los años setenta hasta comienzos de la década de 2000.



Fuente: Cálculos de los autores.

### Consecuencias prácticas

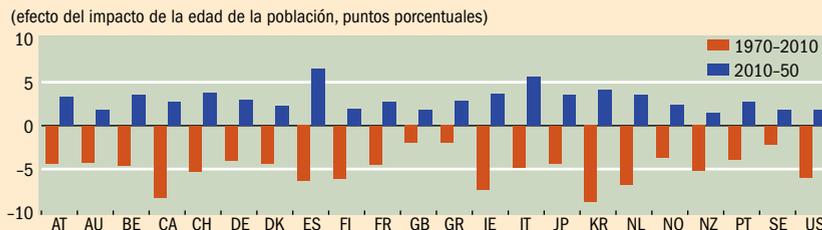
Aunque el origen del efecto de la estructura etaria no está claro, es real y tiene consecuencias prácticas directas. Primero, reduce la importancia de las expectativas basadas en el mercado en la formación de la inflación. Parte de la inflación registrada desde los años sesenta hasta finales de los setenta y la desinflación posterior puede explicarse sin referencia a las expectativas. Para someter a prueba esta observación, estimamos los efectos de la estructura etaria en los pronósticos de inflación a un año realizados por Consensus Economics y encontramos exactamente el mismo patrón en forma de U que el expuesto en el gráfico 1.

Una segunda consecuencia es que la inflación tendencial se puede proyectar de la misma forma que la estructura etaria. De no ocurrir catástrofes, sabemos cuántas personas ingresarán al mercado laboral en los próximos 20 años, porque esas personas ya han nacido. Las estimaciones, combinadas con pronósticos demográficos de Naciones Unidas, suponen que el efecto de la estructura etaria se volverá inflacionario en las próximas décadas (gráfico 3) o que las tasas de interés reales deben ser más altas para contener la presión. Estimamos que, a igualdad de condiciones, la inflación será en promedio unos 3 puntos porcentuales más alta dentro de 40 años debido a los efectos del envejecimiento. Si bien la magnitud difiere según los países, el cambio de las presiones desinflacionarias a las inflacionarias está presente en todos.

Gráfico 3

### Cambio

La estructura etaria de la población contuvo la inflación en muchos países desde 1970 hasta 2010, pero se proyecta que la eleve entre 2010 y 2050.



Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: AT = Austria, AU = Australia; BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; NL = Países Bajos; NO = Noruega; NZ = Nueva Zelanda; PT = Portugal; SE = Suecia; US = Estados Unidos. Las estimaciones se derivan del modelo que calcula los efectos de las cohortes etarias en la inflación y de las proyecciones de las Naciones Unidas sobre la población. Las barras naranjas reflejan la diferencia en puntos porcentuales en la presión sobre la inflación de la estructura etaria en 2010, comparada con la misma presión en 1970. Las barras azules reflejan el efecto de la edad de la población entre 2010 y 2050.

muchos de los cuales están muy por debajo de la edad para votar, tienen un impacto fuerte, sino que también los ancianos. Esto contradice a los actuales modelos de economía política, que ven a los ancianos como desinflacionarios. Los resultados empíricos según los cuales los ancianos son desinflacionarios erróneamente omitieron incluir a los jóvenes en el análisis.

Si el efecto de la estructura etaria en la inflación no es resultado de las presiones políticas sobre la política monetaria, podría reflejar el hecho de que los bancos centrales no aprecian plenamente los efectos de las decisiones de gasto durante el ciclo de vida en la tasa de interés real de equilibrio. Por ejemplo, esta puede haber aumentado en los años sesenta y setenta con la mayor demanda de los “baby boomers”; y si los bancos centrales no elevaron lo suficiente las tasas nominales, el resultado puede haber sido la elevada inflación de aquel momento. Sin embargo, si la estructura etaria es una variable sustitutiva de la tasa de interés real de equilibrio, por sí misma no debería afectar la inflación; solo sus desviaciones respecto de las tasas efectivas tendrían un impacto. Pero el efecto de la estructura etaria en la inflación está presente aun cuando no se consideran las tasas efectivas.

presiones desinflacionarias a las inflacionarias está presente en todos.

El fuerte vínculo entre la estructura etaria de la población y la inflación tendencial plantea un enigma que ninguna de las teorías disponibles puede explicar plenamente. No obstante, el enigma debe ser resuelto. Los primeros “baby boomers” ya se han jubilado, y una gran cantidad se acerca a la edad jubilatoria. Eso podría crear un difícil contexto inflacionario en los años venideros. ■

*Mikael Juselius es Economista Principal del Banco de Finlandia, y Elöd Takáts es Economista Principal del Banco de Pagos Internacionales.*

*Este artículo se basa en un documento de trabajo de 2015 del Banco de Pagos Internacionales, “Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?”.*

#### Referencias:

- Bullard, James, Carlos Garriga y Christopher J. Waller, 2012, “Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, noviembre/diciembre, vol. 94, No. 6, págs. 419-39.
- Goodhart, Charles, Manoj Pradhan y Pratyancha Pardeshi, 2015, “Could Demographics Reverse Three Multi-Decade Trends?”, Morgan Stanley Global Research, septiembre.