



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Administración y Dirección de
Empresas**

**La política económica en un contexto
de vuelta a la inflación**

Presentado por:

Roberto Cano Ortega

Tutelado por:

Belén Miranda Escolar

Valladolid, 21 de julio de 2022

RESUMEN

Gran desconocida entre las variables macroeconómicas, no por su falta de debate a lo largo de la historia del pensamiento económico, sino por los complejos entramados y enrevesadas variantes que han complicado su mitigación en distintos momentos históricos. Si bien la inflación estuvo sentenciada para muchos, este fenómeno macroeconómico vuelve a ser objeto de análisis prioritario en la economía mundial.

Este *Trabajo* aborda, desde una perspectiva analítica, las causas y las consecuencias del shock actual, relacionando sus vicisitudes con las teorías desarrolladas por algunos de los economistas más estudiosos en la materia, así como las políticas y los planes diseñados por los bancos centrales más representativos para su contención. Posteriormente, se tratará de forma aislada el especial caso de España, uno de los países de la Eurozona más afectados por la inflación, apartado en el que no solo se podrán conocer las causas de su exacerbada afección, sino que también se planteará un efectivo plan de acompañamiento de las medidas monetarias emanadas desde el Banco Central Europeo. Por último, se dedica un apartado a la definición de variables concretas, cuya evolución será de imprescindible vigilancia dada su elevada sensibilidad y su capacidad para alterar previsiones económicas en cuestión de segundos.

Palabras clave: inflación, precios de la energía, política monetaria, Banco Central Europeo, Eurozona.

Código JEL: E31, E52, E58

ABSTRACT

A great unknown among macroeconomic variables, not because of its lack of debate throughout the history of economic thought, but because of its complex interweaving and convoluted variants that have complicated its mitigation at different historical moments. Although inflation was condemned for many due, this macroeconomic phenomenon is once again making the headlines and becoming a priority object of analysis in the world economy.

This paper will address, from an analytical perspective, the causes and consequences of the current shock, relating its vicissitudes to the theories developed by some of the most studied economists in the field, as well as the policies and plans designed by the most representative central banks to contain it. Subsequently, the special case of Spain, one of the Eurozone countries most affected by inflation, will be dealt with in isolation, a section in which not only the causes of its exacerbated affection will be explained, but also an effective plan to accompany the monetary measures emanating from the ECB will be proposed. Lastly, a section is devoted to the definition of specific variables, the evolution of which will be essential to monitor given their high sensitivity and their capacity to alter economic forecasts in a matter of seconds.

Key Words: inflation, energy prices, monetary policy, European Central Bank, Eurozone.

JEL classification codes: E31, E52, E58

RELACIÓN DE ABREVIATURAS

APP	Asset Purchase Programme
BCE	Banco Central Europeo
COVID-19	Coronavirus disease 2019
DA	Demanda Agregada
EE.UU	Estados Unidos
Fed	Federal Reserve System
FPP	Frontera de Posibilidades de Producción
GEI	Gases de Efecto Invernadero
GLP	Gas Licuado del Petróleo
GNL	Gas Natural Licuado
IAPC/IPCA	Índice Armonizado de Precios de Consumo
IEE	Impuesto Especial sobre la Electricidad
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPSEBENE	Índice de Precios de Consumo de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
IVPEE	Impuesto sobre el Valor de la Producción de la Energía Eléctrica
LTRO	Long-term Refinancing Operation
MBS	Mortgage-backed security
mW	Megavatio
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OTAN	Organización del Tratado del Atlántico Norte
PCE	Personal Consumption Expenditures
PELTROs	Pandemic emergency longer-term refinancing operations
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
PIB	Producto Interior Bruto
pp.	Puntos Porcentuales
PVPC	Precio Voluntario para el Pequeño Consumidor
PYMES	Pequeñas y medianas empresas
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SMI	Salario Mínimo Interprofesional
TND	Tasa Natural de Desempleo
UE	Unión Europea

ÍNDICE GENERAL

1. INTRODUCCIÓN	9
1.1. Interés del tema	9
1.2. Objetivos	10
1.2.1. Objetivos generales	10
1.2.2. Objetivos específicos	11
2. METODOLOGÍA	11
3. LA INFLACIÓN: DEFINICIÓN, CAUSAS Y CONSECUENCIAS	16
3.1. La inflación a lo largo de la historia del pensamiento económico	16
3.1.1. Inflación por la vía de la demanda	17
3.1.1.1. <i>Aplicaciones de las teorías de la inflación vía demanda: La curva de Phillips y el “trade-off”.</i>	18
3.1.2. Inflación por la vía de la oferta	19
3.2. Efectos de la inflación	20
4. LA INFLACIÓN: ANÁLISIS ACTUAL	23
4.1. Antecedentes	23
4.2. Escenario económico actual	27
4.2.1. Análisis por grupos de consumo del IPCA en la Eurozona	29
4.2.1.1. <i>Bienes</i>	29
4.2.1.2. <i>Servicios</i>	30
4.2.1.3. <i>Energía</i>	31
4.2.1.4. <i>Alimentos no procesados</i>	32
4.2.1.5. <i>Servicios y bienes elaborados no energéticos</i>	33
4.3. Causas de la inflación actual	35
4.3.1. La rápida reapertura económica	35
4.3.2. El problema de la energía	37
4.3.2.1. <i>El gas</i>	37
4.3.2.2. <i>La electricidad</i>	40
4.3.2.3. <i>El petróleo</i>	41
4.3.3. Los efectos estadísticos	43
4.3.4. La Incidencia acumulada	44
4.4. Tensiones geopolíticas y su influencia sobre la situación económica	45
4.4.1. ¿Vuelta a la estanflación?	46
5. POLÍTICA MONETARIA EN TIEMPOS INFLACIONISTAS	48
5.1. EE.UU y la Fed	49
5.2. La Eurozona y el BCE	54
5.3. BCE vs Fed: Tan similares como diferentes	59
6. LA INFLACIÓN EN ESPAÑA: ESTUDIO DEL CASO DE ACTUACIÓN Y AFECTACIÓN	61
6.1. La inflación diferencial en la Eurozona	61
6.2. El caso de España	63
6.2.1. El porqué de la evolución de la inflación en España	63
6.2.2. Políticas gubernamentales a emprender	68
6.2.2.1. <i>Política de rentas para aplacar la inflación</i>	69
7. ¿QUÉ PUEDE SUCEDER?: POSIBLES ESCENARIOS CON ESPECIAL REFERENCIA PARA ESPAÑA	71
7.1. Variables a tener en cuenta	72
8. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	84
8.1. Conclusiones	84
8.2. Recomendaciones	87
9. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	90
9.1. Libros, artículos y revistas científicas	90
9.2. Normativa consultada	90
9.3. Webs consultadas	90

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1. Evolución anual del IPCA en la Eurozona.

Gráfico 4.2. Evolución anual del PCE en EE.UU.

Gráfico 4.3. Evolución mensual interanual del IPCA en la Eurozona.

Gráfico 4.4. Evolución mensual interanual del IPCA de bienes en la Eurozona.

Gráfico 4.5. Evolución mensual interanual del IPCA de servicios en la Eurozona.

Gráfico 4.6. Evolución mensual interanual del IPCA de energía en la Eurozona.

Gráfico 4.7. Evolución mensual interanual del IPCA de los alimentos no procesados en la Eurozona.

Gráfico 4.8. Evolución mensual interanual del IPSBENE en la Eurozona.

Gráfico 4.9. Evolución mensual interanual del IPCA del gas en la Eurozona.

Gráfico 4.10. Principales países proveedores de GNL a la UE (2021).

Gráfico 4.11. Evolución mensual interanual del IPCA de la electricidad en la Eurozona.

Gráfico 4.12. Evolución mensual interanual del IPCA del petróleo en la Eurozona.

Gráfico 4.13. Evolución trimestral interanual del IPCA y del PIB en la Eurozona.

Gráfico 5.1. Evolución mensual interanual del PCE y evolución mensual del tipo de interés y de la tasa de paro en EE.UU.

Gráfico 5.2. Evolución mensual interanual del IPCA y evolución mensual del tipo de interés y de la tasa de paro en la Eurozona.

Gráfico 5.3. Evolución mensual interanual del IPSEBENE Eurozona y del IPSEBENE EE.UU.

Gráfico 6.1. Evolución de la inflación interanual por países y por mes. Eurozona.

Gráfico 6.2. Evolución de la inflación interanual España vs Eurozona.

Gráfico 6.3. Impuesto total en el precio al consumidor final de Gasolina-95 y Gasóleo en la Eurozona.

Gráfico 7.1. Evolución del PIB e IPC en la economía española (Escenario medio).

Gráfico 7.2. Revisión de las previsiones de PIB e IPC en la economía española por el cierre de comercio con Rusia en 2022.

Gráfico 7.3. Resumen de las relaciones bilaterales existentes entre Argelia y España en materia comercial.

Gráfico 7.4. Previsión del shock del precio de la energía.

Gráfico 7.5. Revisión de las previsiones de PIB e IPC en la economía española por el mantenimiento de precios elevados en el sector energético.

Gráfico 7.6. Evaluación de filtraciones de las subidas de precios a los salarios.

Gráfico 7.7. Evaluación de filtraciones de las subidas de precios a los márgenes empresariales.

Gráfico 7.8. Revisión de las previsiones de PIB e IPC en la economía española por la aparición de efectos de segunda ronda.

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1. Teorías de la inflación vía demanda.

Tabla 3.2. Efectos de la inflación en el interior de un país.

Tabla 3.3. Efectos de la inflación a nivel internacional.

Tabla 6.1. Causas de la inflación exacerbada en España.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Interés del tema

Tras la innumerable cantidad de desavenencias acaecidas en el seno de la economía mundial en los últimos años, la propagación de nuevas técnicas políticas y el diseño de instrumentos con alta capacidad de resiliencia ante las contingencias externas se han convertido en los protagonistas de una economía que trataba de profesar el proactivismo, a través de la anticipación de unos sucesos empañados por la incertidumbre, pero una vez más, el entorno y su variabilidad han colmado de reveses a Gobiernos e instituciones internacionales, cuya única alternativa se ha remitido a la corrección *post factum*.

Igual que en las crisis precedentes, enmarcadas bajo un contexto económico mundial, los desequilibrios actuales provienen, en mayor parte, de factores externos a las propias economías nacionales (como la crisis sanitaria gestada en China o el conflicto bélico desatado en Ucrania), consecuencia de la exacerbada globalización manifestada en las últimas décadas, tanto en materia financiera como social y cultural. Esta globalización, a pesar de producir indudables beneficios en materia de eficiencia económica y desarrollo, ha provocado una palpable sensibilidad macroeconómica ante las rígidas dependencias establecidas entre diversos grupos económicos.

Sin embargo, el análisis de la crisis actual no reviste de especial importancia por replicar fenómenos avistados en *shocks* anteriores o por atender a causas generalizadas ya descubiertas hace tiempo. La elevada magnitud alcanzada por este desequilibrio y el especial interés por su análisis responden a la concatenación de una serie de sucesos históricos sin precedentes en los libros de Economía, cuyo tratamiento minucioso dejará conocer los entresijos y los puntos de interés del fenómeno macroeconómico generado, cuya idiosincrasia forja el tema central del *Trabajo*, la inflación.

La inflación se ha convertido, sin duda alguna, en la estrella de los noticieros, además de por su índole de difícil tratamiento, por devolver la necesidad de rememorar unas nociones prácticamente obsoletas para los economistas actuales. Y es que, desde la independencia de los bancos centrales y la prioridad otorgada de la estabilidad monetaria a principios del siglo XXI, este fenómeno

había estado prácticamente desaparecido del panorama económico, salvo en casos ciertamente aislados y como consecuencia de malas *praxis* de política gubernamental. Dicho esto, la vuelta de una de las variables macroeconómicas a los escenarios coyunturales de la totalidad del globo no solo se antoja un reto de análisis casuístico, sino que se torna necesaria la evaluación de su situación y el planteamiento de políticas destinadas a su receso. Todo ello apoyado en algunos de los conocimientos desprendidos del pensamiento económico a lo largo de la historia que, además de aportar una retroalimentación directa con la inflación en un contexto histórico, permite descubrir los contrastes que hacen de su naturaleza una incógnita cambiante en todas sus apariciones.

Si además se permite la introducción de ciertas dosis de subjetividad, el tema tratado adquiere una representatividad mayor si cabe. Durante el desarrollo de las clases de la asignatura *Política Económica*, impartida en el tercer curso del *Grado de Administración y Dirección de Empresas*, el autor de este *Trabajo* quedó completamente prendado del tema de la inflación y sus variantes, cuya pasión sería bien recibida por la presente Tutora para la elaboración de un *Trabajo de Fin de Grado*. La inactividad aparente de este fenómeno económico al inicio de este curso, cuando dio comienzo la investigación, convertiría la búsqueda de contenido en un rompecabezas, que pronto se vería solucionado por el “despertar del gigante dormido” en la segunda mitad de 2021, solucionando así el problema y haciendo feliz, en términos académicos, a un apasionado por la materia.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivos generales

Se pueden distinguir los siguientes objetivos generales en el *Trabajo*:

- Descubrir y especificar los puntos clave que caracterizan al *shock* económico inflacionista, con el fin último de paliar su incidencia a través de la articulación de políticas económicas eficaces dirigidas al epicentro de las tensiones. A su vez, será necesaria la identificación de variables de afectación (potencial o actual) para la realización de un seguimiento expreso que asegure su anticipación e impida desequilibrios más acusados.

- Posibilitar la compilación de información e interpretaciones ciertamente valiosas para análisis posteriores referentes a la brecha inflacionista actual, que a su vez sirvan de ayuda para conocer más sobre este fenómeno monetario.
- Reafirmar la importancia de la estabilidad monetaria a nivel global, dado que se trata de la base sobre la que se asienta todo tipo de relación económica, y tratar de concienciar a la ciudadanía en este sentido, como eje fundamental para el inicio de la desescalada en el nivel de precios.

1.2.2. Objetivos específicos

Los principales objetivos específicos pueden resumirse en los siguientes:

- Realizar un análisis exhaustivo de cada una de las causas del brote inflacionista, incidiendo sobre su origen temporal, geográfico y natural.
- Recopilar la acción en materia de política monetaria, tanto en momentos previos como posteriores a la subida de los niveles de precios, para poder evaluar la conveniencia, los tiempos y la posible afectación de medidas pasadas sobre la coyuntura actual.
- Tratar el caso específico de España, uno de los países más afectados por la situación actual, desde una perspectiva causal pero también activa, a través de la proposición de medidas gubernamentales que complementen las políticas emanadas desde el Banco Central Europeo (BCE).
- Analizar los escenarios futuros que pueden presentarse, en función de la incidencia de variables de afectación del entorno, con la intención de preparar a las economías, en concreto la española, para lo que está por venir.

2. METODOLOGÍA

En un primer momento, se contemplaba la elaboración de un contenido basado en aspectos puramente teóricos, complementados con el relato de sucesos trascendentales ocurridos a lo largo de la historia en materia monetaria. Sin embargo, el estallido de los recientes acontecimientos supuso la modificación del contexto económico del *Trabajo*, sin abandonar nunca el objeto de estudio inicial: la inflación. Por este mismo motivo, y en un alarde de conservar la

esencia no solo de la idea inicial, sino de las nociones que motivaron al autor a sumergirse en este tema, se le otorga una especial importancia a la fundamentación teórica de la inflación a lo largo del pensamiento económico. Este apartado que, *a priori*, puede parecer baladí, entraña una importancia crucial para comprender la idiosincrasia del fenómeno al que se enfrenta actualmente la economía mundial.

La estructura utilizada para la redacción del *Trabajo* ha sido eminentemente cronológica, comenzando el análisis de la coyuntura con las estadísticas registradas a principios de 2020, durante la expansión de la pandemia por COVID-19, situando esta como detonante u origen teórico del *shock* actual. Posteriormente, se procede a la disección del escenario en el momento de la presente redacción del *Trabajo*, cuyas nociones y variables concretas también serán de especial importancia para el tratamiento del paradigma económico en un futuro a medio plazo.

El análisis de la variable se puede delimitar también en términos geográficos, concretamente en tres áreas económicas: la Eurozona, Estados Unidos de América y, finalmente, España. La elección de las dos primeras se realizó con la expresa voluntad de centrar el foco del análisis en la coyuntura de las economías occidentales, cuya actuación, tachada en muchas ocasiones de homogénea, alberga vastas diferencias técnicas en función del área concreta de la que se trate. En este sentido, resulta necesario aclarar que los datos correspondientes a la zona del euro (la Eurozona) deben ser tomados con cautela, al tratarse de un número medio aglutinante de 19 países, cada uno con particularidades únicas que requerirían de un exhaustivo análisis aislado para cada uno de ellos. Este análisis pormenorizado solo se realiza para el caso de España (estudio del caso), habida cuenta de la prioridad de abordar la coyuntura en el país propio y aportar soluciones válidas para su recuperación.

Por último, en cuanto a la tipología de políticas que se ha utilizado en este *Trabajo*, es relevante mencionar la distinción realizada entre las medidas monetarias (adoptadas y aplicadas exclusivamente por los bancos centrales y cuya importancia se aborda en un apartado específico) y las denominadas como medidas gubernamentales (decididas e implementadas por los diferentes gobiernos), cuya coordinación se torna imprescindible para, al menos, plantear

una estrategia coherente y con un objetivo común: la estabilización de los precios.

En este sentido, cabe destacar que no se emprenderá un análisis de políticas gubernamentales ya tomadas o pertenecientes a tiempos pandémicos, dado que su incidencia sobre el nivel de precios se considera menor y, a pesar de que en su conjunto puedan haber tenido una influencia apreciable, lo cierto es que el origen del desequilibrio proviene, fundamentalmente, de factores ajenos a los gobiernos nacionales. Por el contrario, sí resultan de especial importancia las medidas adoptadas en materia de política monetaria, teniendo en cuenta su alteración sobre la cantidad de dinero en circulación y, por lo tanto, la incidencia directa de sus modificaciones sobre el nivel de precios. Para la obtención de información fidedigna relativa a los movimientos realizados tanto por la Reserva Federal (Fed) como por el Banco Central Europeo, se ha recurrido a la consulta de las páginas de ambas instituciones, así como a los informes proporcionados por *CaixaBank Research*, que evalúan con detalle los objetivos y las medidas emanadas de las reuniones periódicas que acontecen en su seno.

Otro de los elementos básicos de estudio lo ha conformado la evolución estadística del Índice de precios de consumo (IPC) en España y en la Eurozona, tanto general como desagregado por grupos de consumo. Este análisis diferenciado permite ahondar aún más en el origen del desequilibrio, reconociendo aquellos bienes y servicios que se han visto más afectados por el brote inflacionista, y, por lo tanto, facilitando la labor posterior de diseño de medidas que aplaquen el problema. En este caso, la información ha sido obtenida en su totalidad de la Oficina Europea de Estadística, *Eurostat*.

Así, toda la información recabada a lo largo del *Trabajo* dejará al autor en la posición de realizar una previsión de escenarios futuros para la economía mundial y, en concreto, para la española, definiendo aquellas variables que podrán resultar más incisivas sobre los parámetros macroeconómicos a medio plazo. Este estudio facilitará la anticipación de posibles desequilibrios, debido a la necesidad de monitorización de las variables en él recogidas, pero también contribuirá a la preparación para escenarios adversos que ganen credibilidad con el paso del tiempo, como la estanflación. Debe advertirse que el tratamiento de algunas de las variables de este apartado ha sido debidamente complementado con su consecuente afectación sobre la economía española, a

partir de diferentes infografías proporcionadas por el *Banco de España*.

En lo referente a la metodología utilizada para la interpretación de los acontecimientos descritos en el *Trabajo*, debe resaltarse el empleo de un enfoque de análisis causas-consecuencias, tratando de poner en valor y profundizar en aquellos aspectos indisolubles del contexto actual. No obstante, el marco contextual que envuelve al *Trabajo*, así como los objetivos perseguidos por el mismo limitan en muchas ocasiones la extensión argumental.

Por último, se incluyen dos advertencias con respecto a la búsqueda y el tratamiento de la información. En primer lugar, gran parte de la argumentación referenciada en el texto corresponde a diferentes documentos e informes consultados en otros idiomas (principalmente en lengua inglesa), ante la inexistencia de datos o aportaciones en español, por lo que buena parte del contenido se basa en traducciones propias. Además, antes de dar comienzo al *Trabajo*, se debe advertir debidamente de la rigurosa actualidad del tema, cuya candencia y volatilidad han obligado a la realización de diversas modificaciones a lo largo de su elaboración. Por ello, se recomienda encarecidamente un tratamiento con cautela de los datos e interpretaciones, ya que están sujetos a un contexto verdaderamente incierto que puede cambiar de un momento a otro, desde su lectura hasta su presentación, haciendo obsoletas las conclusiones y recomendaciones derivadas del análisis realizado.

El *Trabajo* se ha estructurado en nueve epígrafes, cuyo contenido se puede sintetizar del siguiente modo:

- Una apertura protagonizada por la justificación personal del tema escogido, su interés y los objetivos generales y específicos que se persiguen. Todo ello se incluye dentro del primer epígrafe dedicado a la introducción.
- Un segundo apartado en el que se especifica la metodología utilizada para el planteamiento estructural del *Trabajo*, las principales fuentes y algunas matizaciones y consejos para su lectura.
- Un tercer epígrafe en el que se realiza un repaso del concepto de inflación en su contexto histórico, haciendo especial hincapié en las causas de su generación y en las consecuencias de su estimulación.

- El cuarto epígrafe está plenamente dedicado al análisis de la coyuntura actual, a partir de una serie de datos estadísticos e interpretativos que ayuden a representar el marco político-económico actual con sus múltiples variantes.
- En el quinto epígrafe se aborda exclusivamente la política monetaria diseñada y emprendida por el BCE y la Fed, cuya repercusión sobre la evolución del nivel de precios actual ha sido notoria.
- En el sexto se recoge el estudio del caso concreto de España, contemplando sus aspectos diferenciales con el resto de países de la Eurozona y proponiendo, a su vez, una estrategia política multilateral para complementar las medidas monetarias.
- Un séptimo epígrafe en el que se da cierre al contenido de la investigación como tal y en el que se representan las variables de afectación a tener en cuenta a la hora de definir los escenarios futuros más probables.
- En el octavo se recogen las principales conclusiones que pueden extraerse de la investigación realizada y se aportan una serie de recomendaciones para el tratamiento de este complejo fenómeno.
- Finalmente, se recogen todas las fuentes de información utilizadas para la elaboración del *Trabajo*, como libros, informes y artículos en revistas científicas, páginas web oficiales y documentación jurídica de diversa índole.

3. LA INFLACIÓN: DEFINICIÓN, CAUSAS Y CONSECUENCIAS

3.1 La inflación a lo largo de la historia del pensamiento económico

Entendida como la subida generalizada del nivel de precios durante un periodo de tiempo determinado, la inflación clásica ha estado presente (en algunas ocasiones de forma explícita y registrada y, en otras, de forma latente) en todas las sociedades a lo largo de la historia desde la creación del dinero¹. Antes de entrar a analizar algunas de las consecuencias de este fenómeno, es necesario realizar una breve explicación de este complejo concepto y referirse a la amplia variedad de pensamiento que alberga su significado.

Generalmente, y a pesar de conducir siempre a derroteros similares, la inflación se clasifica en dos grupos diferenciados por su fundamentación y por la idiosincrasia de las políticas a adoptar:

- Inflación coyuntural. A su vez dividida en inflación de demanda e inflación de costes, obedece a motivos estrictamente económicos como las alteraciones en la oferta y/o en la demanda, la gestión de la deuda pública, las variaciones en el tipo de cambio, etc.
- Inflación estructural. Debida estrictamente a motivos sociopolíticos, explica que la inflación no es producida tanto por razones económicas o monetarias, sino por características inherentes a la estructura global de una economía que dificultan en gran medida su corrección y tratamiento. En este sentido, destacan los estudios realizados por los *estructuralistas latinoamericanos* o el conocido *modelo escandinavo*.

La primera de ellas, la inflación coyuntural, es, sin duda, la que ha supuesto mayor producción teórica, además de un gran debate entre algunos de los economistas más insignes. Entre las formulaciones que han tratado de explicar este complejo fenómeno, destacan las siguientes, distinguidas y clasificadas en función de su razonamiento, bien a través de la demanda, bien a través de la oferta (Miranda y Gómez, 2021).

¹ En un primer momento, entendido como unidad de cuenta y medio de cambio generalmente aceptado por la población para la realización de transacciones. Posteriormente, también se le atribuirían las funciones de depósito de valor y patrón de pago diferido.

3.1.1. Inflación por la vía de la demanda

Este repertorio de teorías, que han ido arrojando, una detrás de otra, nuevas nociones y creencias sobre el complejo tema, achacan la responsabilidad de la inflación a los desequilibrios en la economía producidos por el exceso de demanda agregada sobre su respectiva oferta. A pesar de contar con la misma base de fundamentación, lo cierto es que las argumentaciones teóricas recogidas en su seno están bien diferenciadas, pudiendo destacar tres grandes escuelas de pensamiento económico: la clásica (teoría cuantitativa), la keynesiana y la monetaria (Tabla 3.1).

Tabla 3.1. Teorías de la inflación vía demanda.

Teorías	Causas de la inflación
<p>Teoría cuantitativa clásica</p> <p><i>Irving Fisher (1911) y Escuela de Cambridge</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • El dinero se entiende, simplemente, como un medio de cambio. • La cantidad de dinero que las familias mantienen como saldo dependerá de factores como la renta percibida o su estructura de gasto que, a corto plazo, son considerados constantes. Por lo tanto, el saldo reservado para transacciones futuras también será constante. • Variaciones en la cantidad de dinero en circulación como única causa de las variaciones en los precios.
<p>Teoría monetarista</p> <p><i>Milton Friedman y la Universidad de Chicago (1956)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Recoge el testigo de la Teoría cuantitativas clásicas. • Masa monetaria entendida como una variable exógena más que forma la demanda global y que influye, a través de esta, en la oferta monetaria y, en última instancia, en los precios. • Aumento del dinero en circulación por encima de la producción de una economía cercana a su Frontera de Posibilidades de Producción (FPP) y con una curva de oferta agregada muy rígida. • "La inflación es siempre y en cualquier lugar un fenómeno monetario" (Friedman, 1978).
<p>Teoría keynesiana</p> <p><i>John Maynard Keynes (1936)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Traslada el punto de mira del exceso de dinero en circulación a la relación existente entre el flujo de renta y el de gasto. • Oferta agregada muy elástica. • Variaciones en la demanda agregada como principal causante de los desequilibrios: <ul style="list-style-type: none"> - Aumento del dinero en circulación en economías que se encuentran muy por debajo de su producción potencial: (↑)DA (↑)Empleo (↑)Crecimiento (=)Nivel de precios. - Aumento del dinero en circulación en economías que estén cerca de su producción potencial: (↑)DA (↑)Empleo (↑)Crecimiento (↑)Nivel de precios. - Aumento del dinero en circulación en economías cuya producción real se iguale a la potencial (pleno empleo): (↑)DA (=)Empleo (=)Crecimiento (↑)Nivel de precios. • La brecha inflacionista se produce cuando se estimula el incremento de la demanda agregada en una situación de pleno empleo.

Fuente: Elaboración propia.

3.1.1.1. Aplicaciones de las teorías de la inflación vía demanda: La curva de Phillips y el "trade-off"

Sobre la base de importantes obras como las de Dunlop (1938), Tarshis (1939) y, sobre todo, Fisher (1926), Phillips (1958) desarrolló su particular investigación. Así, el economista contrastó empíricamente que, para un período comprendido entre los años 1861 y 1957 existía una correlación inversa no lineal entre la tasa de desempleo y la tasa de crecimiento de los salarios en la economía británica. Es decir, cuando el desempleo era bajo, los salarios tendían a crecer y viceversa².

Años más tarde, los premios Nobel de Economía Robert Solow y Paul Samuelson (1960) recogerían el testigo de Phillips para consolidar la presunta relación latente entre desempleo e inflación. Partiendo de la hipótesis de que un crecimiento infundado de los salarios (por encima del incremento de productividad) se traslada directamente al nivel de precios, concretaron la siguiente formulación:

$$(Tasa\ inflacionaria = Tasa\ de\ crecimiento\ de\ salarios\ monetarios - Tasa\ de\ crecimiento\ de\ la\ productividad)$$

Se contemplaba así la posible existencia de una relación de intercambio entre desempleo e inflación, con el abanico de posibilidades que se abría para llevar a cabo políticas económicas de control por el lado de la demanda. Sin embargo, la aparición de un nuevo fenómeno monetario conocido como *stagflation* o estanflación³, en su traducción al castellano, haría tambalear las bases

² La explicación teórica aportada por Phillips ante este suceso es que, durante situaciones de expansión económica (con un desempleo bajo) tanto trabajadores como empleadores estarán dispuestos a incrementar los salarios, los primeros con el fin de mejorar su nivel de vida y, los segundos, con el objetivo de atraer mano de obra escasa en la coyuntura dada. Por otra parte, las coyunturas económicas recesivas (con un desempleo alto) supondrían una merma en los salarios, dado que los trabajadores se conformarían con conservar un puesto muy valioso en momentos en los que encontrar un empleo se vuelve difícil. Por lo tanto, y teniendo en cuenta la repercusión de los niveles salariales en los precios, se podría enmarcar la existencia de inflación en un contexto de expansión económica.

³ Se conoce con el término de estanflación a la situación económica caracterizada por el mantenimiento de unas tasas de paro e inflación crecientes simultáneamente. Su origen tuvo lugar en 1973 durante la crisis del petróleo, y se produce, principalmente, durante períodos de recesión económica como consecuencia de la elevación de los precios en mercados no competitivos, para compensar la contracción de la demanda agregada y mantener su margen de beneficios. Los criterios establecidos para poder hablar de un fenómeno de estanflación se sitúan en un crecimiento real inferior al 1,5% y una inflación consistente por encima del 5%.

analíticas del trabajo de Phillips y se empezaría a cuestionar la preponderancia del keynesianismo como modelo económico inquebrantable.

Muy críticos con el trabajo del economista neozelandés, Milton Friedman (1967) y Edmund Phelps (1968) catalogaron la curva de Phillips de eminencia cortoplacista y aportaron una serie de consideraciones probatorias que debilitarían su posición.

Tras aportar su corrección, los autores dirimieron la disputa a través de la distinción de dos curvas diferenciadas:

- La curva de Phillips a corto plazo, para la cual la inflación esperada por los agentes económicos es constante, de modo que las modificaciones en las expectativas serían las causantes de los crecimientos en los precios. De este modo, a corto plazo la curva de Phillips tan solo se vería alterada por el diferimiento del nivel de precios con respecto a la inflación esperada.
- La curva de Phillips a largo plazo, cuya formación se fundamenta en la relación de desempleo e inflación cuando las inflaciones, esperada y efectiva, se igualan. Es decir, la curva de Phillips de largo plazo estaría formada por todos los puntos de las curvas de corto plazo donde coincidían los dos tipos de inflación y, por lo tanto, sería perfectamente inelástica a la altura de la tasa natural de desempleo.

En efecto, la aportación de Friedman se caracterizaba por la existencia de una tasa natural de desempleo (TND), una tasa que es “natural” que aparezca dadas las características intrínsecas a un mercado de trabajo concreto y a su regulación. Esto no quiere decir que la TND no pueda reducirse, sino que no puede hacerlo mediante la aplicación de políticas expansivas porque a largo plazo se erradica cualquier posibilidad de *trade off* entre desempleo e inflación, produciéndose una subida del nivel de precios sin afectar a la tasa de paro natural.

3.1.2. Inflación por la vía de la oferta

A pesar de la gran importancia, ya visible, de la demanda agregada a la hora de explicar las causas y las consecuencias de la inflación, también es necesario hacer mención a la incidencia de la oferta agregada y sus *shocks* que, sobre todo en los últimos tiempos, ha sido la principal causante de desequilibrios inflacionistas transitorios que han hecho peligrar una estabilidad de precios ya

interiorizada por prácticamente la totalidad del panorama económico.

Según Cuadrado et al. (2019), todo proceso inflacionista provocado por *shocks* en la oferta agregada viene causado por una alteración en los costes de producción (independientemente de la situación de la demanda), sin un aumento equiparable de laproductividad laboral. En este sentido, alguno de los factores típicos causantes de la inflación vía oferta son los aumentos de costes salariales, el alza en los márgenes de beneficios o las elevaciones de tasas, impuestos o aranceles. Sin embargo, en las últimas décadas, debe hacerse especial hincapié en la aparición de una inflación de costes provocada por agentes externos a las economías nacionales. Este fenómeno se basa en las fluctuaciones del precio de materias primas exclusivas no dependientes del libre juego de oferta y demanda y que, como en el caso de la energía, han llegado a generar procesos de espiral inflacionista⁴ graves (como sucedería durante las crisis del petróleo en 1973 y 1978, con subidas de precio forzadas por los principales exportadores, o la situación sobrevenida en la actualidad, tema que se abordará con más detenimiento en el cuarto epígrafe de este *Trabajo*).

3.2 Efectos de la inflación

Visto de forma abstracta, se podría pensar que los efectos de la inflación son menores en comparación con otros problemas como el desempleo. Y lo cierto es que, a pesar de caracterizarse por ser un fenómeno menos visible para el ojo humano, produce una corrosión progresiva de la economía que puede tener devastadoras consecuencias. Las Tablas 3.2 y 3.3 recogen, respectivamente, los principales perjuicios derivados de la inflación, tanto a escala nacional como internacional.

⁴ Término acuñado inicialmente por Michal Kalecki (1899-1970) como el “*conflicto social*”, dado que el origen de la inflación se situaba en las continuas disputas derivadas de los intentos de todos los grupos sociales para mejorar su nivel de renta. Este conflicto acabaría derivando en la formación de un sistema redistributivo aún con mayor influencia del estatal, favoreciendo en última instancia a aquellas personas con posiciones económicas más fuertes. Una vez iniciado este proceso, la indexación aplicada sobre las tasas de crecimiento esperadas genera un sistema de retroalimentación progresiva difícil de parar. Algunos economistas sitúan el origen de esta espiral en los salarios y la actuación de los sindicatos, que, fortaleciendo su inflexibilidad a la baja hacen que los incrementos en los costes productivos se trasladen a los precios finales.

Tabla 3.2. Efectos de la inflación en el interior de un país.

Costes en suela de zapato	Hace referencia, de forma simbólica, al número de viajes que hace una persona a las instituciones financieras para obtener efectivo, ya que el coste de oportunidad de tener liquidez es muy alto y resulta más favorable mantener el dinero sujeto a activos remunerados, adscritos al tipo de interés nominal, que suben a la vez que la inflación.
Costes de cambio de menú	De nuevo de forma simbólica, se centra en los costes derivados de cambiar constantemente el precio de los productos ante la variación del valor de la moneda. Representado a través de los restaurantes, que tendrían que cambiar la carta de menú constantemente (con los costes, dinerarios y no, que supone), es un fenómeno que afecta sobre todo a minoristas.
Efectos sobre la redistribución de la renta	<p>La inflación supone un continuo desajuste del poder adquisitivo. Si esta ya es notoria para las personas que disponen de salarios indexados o sujetos a este tipo de alteraciones, se cierne aún más sobre aquellas que disponen de una deuda o una percepción fija. En este sentido:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Se producirá una redistribución de dinero de asalariados y pensionistas en favor del sector privado, dado que ambas remuneraciones se caracterizan por su tardío ajuste al nivel de precios. - Se producirá también una redistribución de los acreedores en favor de los deudores de una economía, ya que la pérdida de valor de la moneda hará que estos vean devaluada su deuda, mientras los acreedores salen damnificados. - También hay que destacar los procesos redistributivos desde el sector privado en favor del público. Esto es así debido a que la inflación actúa con una naturaleza similar a la de un impuesto sobre los saldos monetarios, que, sin ninguna duda, se verán incrementados ante la necesidad de afrontar la tensión inflacionista, y por ende, proporcionará una financiación adicional al Estado. Además, la existencia de un sistema impositivo progresivo en los países desarrollados, que carece de previsiones inflacionistas en sus tipos marginales, hace que la carga tributaria en estos procesos sea aún mayor, a pesar de que la renta real se haya mantenido estable o incluso haya disminuido.
Efectos sobre la eficiencia	La eficiencia de los mercados también se puede ver afectada ante el mantenimiento de una situación inflacionista. En concreto, a través del continuo desajuste en los precios relativos, que hará que las empresas tengan serias dificultades para adaptar sus factores productivos ante el vertiginoso cambio, impidiendo así una asignación eficiente de recursos.
Incertidumbre y confusión	La compleja variación en los precios relativos produce un acusado sentimiento de incertidumbre entre los agentes económicos, que además se ven sumidos en una profunda confusión ante la inexistencia de un claro patrón de medida en el que basar sus transacciones.
Efectos sobre el ahorro	La inflación también supone un efecto negativo sobre el ahorro de los agentes económicos. Tratados los intereses nominales obtenidos a través del ahorro como rentas adquiridas, los Estados obligan a tributar por su percepción independientemente de la tasa de inflación. Así, por ejemplo, si un agente económico percibe intereses nominales al 4% como consecuencia de su ahorro, pero la tasa de inflación se sitúa en el 5%, tiene que seguir tributando por el 4% percibido, a pesar de que el tipo de interés real de la economía se sitúe en el -1%.
Generalización de la especulación	Consecuencia de un mercado cada vez más errático y sin oportunidades claras de inversión, el empleo especulativo del dinero comenzará a generalizarse con el objetivo de generar, o al menos mantener, recursos a corto plazo, dado que la reserva de ahorro simplemente se traduciría en una pérdida de poder adquisitivo.

Efectos sobre el empleo	Aglutinante de todos los costes anteriormente descritos, las empresas ven irremediablemente incrementados sus costes productivos y, por ende, perderán competitividad. Esto será mucho más acusado en aquellos sectores donde la competencia es feroz, como los pertenecientes al sector industrial. De esta manera, se producirá una contracción de los beneficios y, ante la dificultad de trasladar el incremento de costes a los precios (dada su enorme variabilidad), los empresarios se verán obligados a recortar en empleo y, por tanto, en actividad productiva.
Burbujas inflacionistas y los ciclos económicos	Basado en la teoría del ciclo económico de la Escuela Austriaca (Huerta de Soto, 1980), una expansión económica artificial, generada a través de la reducción en los tipos de interés, trae consigo la creación de burbujas mediante la inversión en proyectos sobrevalorados no rentables (bajo la premisa de una economía no manipulada y no respaldada por el ahorro previo), que acaban haciendo estallar la burbuja, cortando el grifo del crédito y conduciendo a la economía a una situación recesiva marcada por los ciclos económicos.
Reduflación	Consiste en la reducción de la cantidad de contenido de producto o del tamaño de su envase, a la vez que el precio se mantiene estable o incluso aumenta. Contribuye a la inflación de forma silenciosa y es utilizada por las empresas para adaptar la oferta a las presiones inflacionistas.

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuadrado et al. (2019) y Miranda y Gómez (2021).

Tabla 3.3. Efectos de la inflación a nivel internacional.

Inflación diferencial y efectos sobre el tipo de cambio	<p>Término que hace referencia a las diferencias en las tasas de inflación de dos países distintos. En su momento, su incidencia fue corregida a través del establecimiento de los tipos de cambio. Sin embargo, hoy en día afecta de una manera diferente dentro de las zonas donde circula una misma unidad monetaria. Siguiendo a Guillermo de la Dehesa, sería el caso de la UE, donde, a pesar de que las bases teóricas de la Paridad del Poder de Compra garantizan fehacientemente la estabilidad de los tipos de cambio reales entre los países a largo plazo, lo cierto es que a medio y corto plazo no se puede afirmar tal cosa. Es más, en este intervalo de tiempo es habitual el desalineamiento de los tipos de cambio reales entre los países, como consecuencia de divergentes tasas de crecimiento económico encadenadas por diferenciales en la productividad de las naciones. Es decir, cuando un país incrementa su productividad por encima de sus países vecinos, su tipo de cambio real tenderá a la apreciación, y viceversa.</p> <p>Esto, dentro de un sistema de tipos de cambios flexibles, se traduce en la variación de los tipos de cambio nominales. Sin embargo, en la UE o en cualquier sistema de tipos de cambio fijos, esto no es posible (dado que no existen los tipos de cambio nominales), traduciéndose el aumento de productividad (y del tipo de cambio real) en variaciones en las tasas de inflación de unos países y otros. Así, en los países con un incremento de la productividad superior a largo plazo y con un ciclo expansivo de su economía, la tendencia de los precios será al alza, produciéndose la apreciación real de su tipo de cambio. Este fenómeno, que de intensificarse generaría problemas de credibilidad en la moneda común, obliga a las autoridades monetarias a desarrollar políticas tendentes a la homogeneidad y a la disciplina financiera de los Estados miembros.</p>
---	---

Fuente: Elaboración propia a partir del documento de Guillermo de la Dehesa titulado "El dilema de la inflación diferencial española". Disponible en:

https://guillermodeladehesa.com/files/el_dilema_de_la_inflacion_diferencial_espanola.pdf

4. LA INFLACIÓN: ANÁLISIS ACTUAL

4.1 Antecedentes

Asistimos a un período histórico convulso e inconcebible a partes iguales. En los últimos años, la población mundial se ha visto azotada por una pandemia, conflictos bélicos y demás acontecimientos que han provocado graves *shocks* en la economía y han alterado las balanzas de pagos de todas las grandes potencias a nivel mundial. Todo esto ha venido acompañado de una inflación exacerbada que, lejos de ser usual, podría referirse como un *rara avis* si se contemplan las estadísticas de su crecimiento en los últimos años.

Lo cierto es que, durante los años previos al estallido de la pandemia, la estabilidad en el nivel de precios era un elemento innegociable y, salvo ciertas alteraciones en zonas concretas (en su mayoría provocadas por procesos deflacionistas⁵), la esfera económica apenas tuvo que preocuparse por una inflación que parecía remitida gracias a las medidas internacionales impuestas para el mantenimiento de la seguridad en las monedas. Algunos de los ejemplos más representativos de este tipo de medidas se encuentran en la Eurozona a través del Banco Central Europeo y en Estados Unidos (EE.UU) con las actuaciones de la Reserva Federal.

A. La Eurozona. A través de una estrategia regida de forma independiente por el BCE, su política monetaria sigue un objetivo principal desde su reforma en 2003, recogido de forma explícita en el Artículo 127 del Tratado de

⁵ Por deflación se entiende a un período de tiempo marcado por un descenso generalizado y prolongado del nivel de precios. No debe confundirse con el término 'desinflación', consagrado durante la crisis del petróleo de 1973 para hacer referencia a la reducción de las altas tasas de inflación, pero nunca llegando a cero o a ser negativas. Los procesos deflacionistas son igual de perjudiciales o más que los inflacionistas y suelen producirse como consecuencia de fuertes caídas de la actividad económica o por políticas monetarias restrictivas tendentes a reducir el dinero en circulación. Ambas situaciones derivarían en un descenso de la demanda agregada, y por lo tanto, en una reducción del nivel de precios. Los principales damnificados de procesos de esta índole son:

- Las empresas, ya que actúan como los principales deudores netos de la economía.
- El sector bancario, consecuencia de un impulso de la carga financiera y, por lo tanto, de la tasa de morosidad, así como por una mayor preferencia por la liquidez, motivada por la reducción de los tipos de interés.
- El Estado, que vería cómo se reducen sus ingresos a la vez que su deuda pública se ve apreciada.

Funcionamiento de la UE (TFUE), en el que se dice textualmente:

“ 1. El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales, denominado en lo sucesivo «SEBC», será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión con el fin de contribuir a la realización de los objetivos de la Unión establecidos en el artículo 3 del Tratado de la Unión Europea. El SEBC actuará con arreglo al principio de una economía de mercado abierta y de libre competencia, fomentando una eficiente asignación de recursos de conformidad con los principios expuestos en el artículo 119. [...]”.

Con este fin, las políticas y las medidas emanadas del BCE desde 2003 han sido tendentes a conservar una relativa estabilidad en el nivel de precios. En este sentido, y utilizando el Índice Armonizado de Precios de Consumo⁶ (IAPC) como indicador oficial, el Consejo de Gobierno estipuló como objetivo una tasa de inflación a medio plazo del 2%⁷, proporcionando así un ancla a las expectativas inflacionistas, elemento fundamental en el proceso de conservación de la estabilidad monetaria.

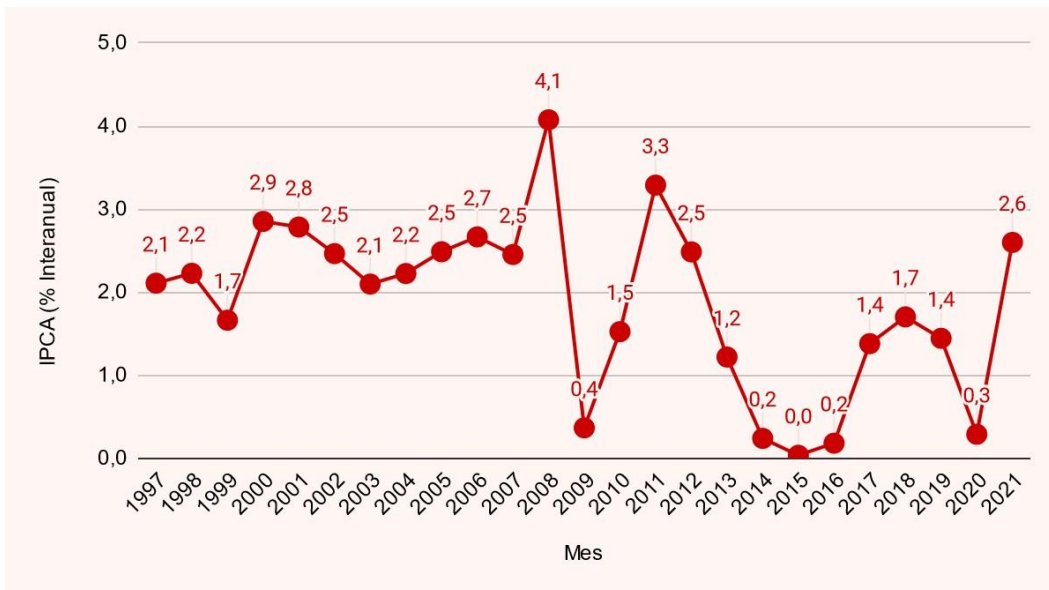
Tal y como se puede apreciar en el Gráfico 4.1, la tasa de inflación media de la zona del euro en los últimos 25 años se ha mantenido entre un 0% y un 4%, con una variabilidad acusada en los últimos años, consecuencia de la inestabilidad económica vivida a partir de la crisis financiera mundial de 2008, pero sin incurrir

⁶ Indicador estadístico de precios de consumo caracterizado por mantener una metodología uniforme en todos los Estados miembro de la UE, de manera que permita establecer comparaciones entre los mismos de una manera fiel y representativa, así como evaluar la estabilidad de precios bajo un baremo global.

⁷ El establecimiento de una tasa de inflación a medio plazo del 2% no se estableció de manera arbitraria, ni mucho menos. Nace como resultado de una serie de investigaciones que determinaron que la tentativa de situar un objetivo del 0% sería contraproducente como consecuencia de su tendencia a la derivación en tasas efectivas negativas y en procesos de deflación, ya que se estima la existencia de una inflación estructural alrededor de estas cifras. Ante este hecho, se concretó la necesidad de establecer un *'margen de seguridad'* que permitiera actuar a gobiernos y al banco central. Esta idea finalizó con la imposición del 2% como un objetivo de inflación común, concebido de forma simétrica, de modo que las desviaciones positivas y negativas de este objetivo sean igualmente indeseables (incluido tras la revisión de la estrategia en julio de 2021). De este modo, el Banco Central Europeo también se asegura poder facilitar ajustes macroeconómicos entre los Estados miembros del Eurosistema, así como el control de las rigideces a la baja de los salarios nominales y los sesgos de medición.

nunca en procesos inflacionistas graves, gracias a las estrictas medidas adoptadas desde el BCE.

Gráfico 4.1. Evolución anual del IPCA en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Banco Mundial.

Es más, no sólo no se encuentran períodos inflacionistas de relevancia, sino que la principal dolencia de la estabilidad monetaria europea en los últimos diez años se ha basado en la aparición de tensiones a la baja en los precios, sobre todo entre 2014 y 2016⁸.

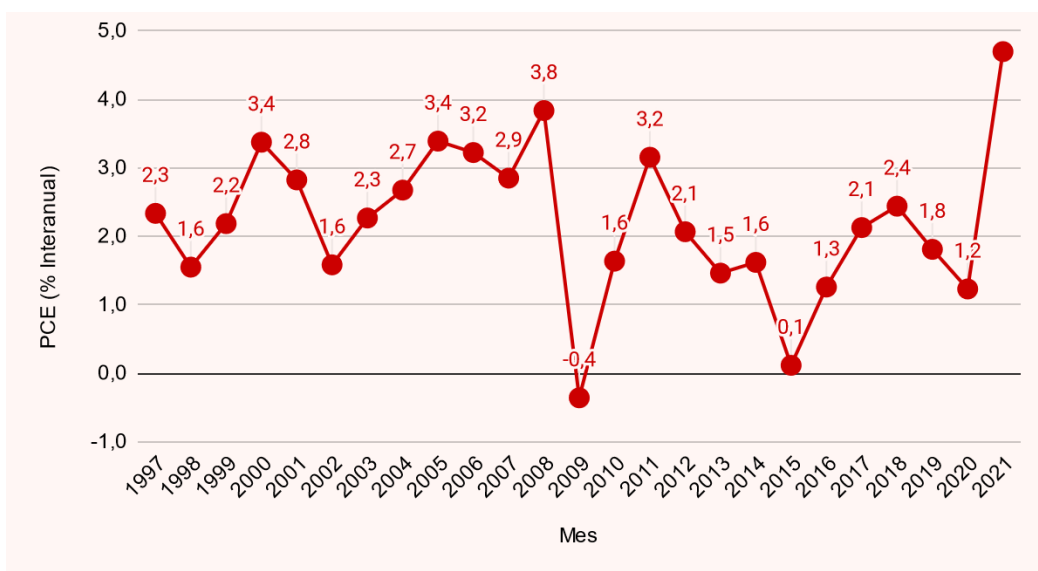
⁸ A pesar de ser calificado por algunos economistas como desinflación, argumentando que se estaban “*desandando los pasos dados*” desde la crisis financiera acaecida en 2008 (con la aplicación de fuertes políticas expansivas), lo cierto es que la situación vivida en países como España, entre 2014 y 2015, se ajusta íntegramente a la definición de los procesos deflacionarios. Las causas que llevaron a esta inestabilidad del nivel de precios aún no están claras; es más, probablemente fue provocada por una serie de fenómenos que generaron el caldo de cultivo perfecto para su estallido. Sin embargo, una de las razones mayoritariamente aceptadas centra el ojo del huracán en los antecedentes. En concreto, achaca su creación a las laxas políticas monetarias expansivas acometidas durante los períodos de baja inflación, que fueron gestando un excesivo crecimiento económico, sustentado por una demanda crediticia y de deuda, que no se tradujo en procesos inflacionistas por diversos factores, como la credibilidad antiinflacionaria, la presión a la baja de los precios de bienes de consumo o la canalización de la liquidez a los mercados de activos reales. Esto, que se vino encadenando durante los años precedentes a la crisis, generaría un sobreendeudamiento de los agentes económicos, acompañado de aumento de la capacidad productiva que, en 2014 y 2015, serían los responsables de presionar los precios a la baja.

B. Estados Unidos (EE.UU). En este caso, la responsabilidad de la política monetaria recae directamente sobre la Reserva Federal⁹, a la cual se le encomienda un triple objetivo: (i) la estabilidad de precios, (ii) el pleno empleo y (iii) tipos de interés moderados a largo plazo.

Medida a través del Índice de Precios del Gasto en Consumo Personal¹⁰ (PCE), la meta inflacionista estadounidense, tras un largo período en el que se mantuvo en secreto, se situó en el 2% a largo plazo en una de las Juntas de Gobernadores de la FED en 2012. Fue Ben Bernanke, expresidente de la Fed, quien haría oficial este objetivo el 25 de enero de 2012, en una rueda de prensa tras la celebración de la Junta de Gobernadores (Famiglietti et al., 2020). Tras una década en vigor y numerosas revisiones, hoy en día se sigue manteniendo el objetivo con ciertos matices¹¹.

El Gráfico 4.2 muestra cómo la inflación estadounidense ha seguido una trayectoria muy similar a la registrada en la Eurozona en los últimos veinticinco años, aunque con cierta variabilidad consecuencia de los ciclos económicos. Eso sí, sin superar en exceso el umbral del 2% marcado en 2012.

Gráfico 4.2. Evolución anual del PCE en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir del Banco Mundial

⁹ Que a su vez depende directamente del Congreso de EE.UU.

¹⁰ Medido, a su vez, como el deflactor del PIB.

¹¹ Tras la revisión de su estrategia en 2021, la FED resolvió a favor de la tolerancia temporal detasas de inflación superiores al 2%, con la finalidad de otorgar una visión más incisiva sobre el mercado laboral.

4.2 Escenario económico actual

Como se ha señalado anteriormente, el período prepandemia se caracterizó, principalmente, por la estabilidad de precios y las escasas alteraciones en las tasas de inflación a nivel mundial. Sin embargo, la expansión del SARS-CoV-2 trajo consigo un escenario inaudito y sin precedentes en la economía moderna. Para analizar lo sucedido en estos dos últimos años se distinguen dos períodos claramente definidos:

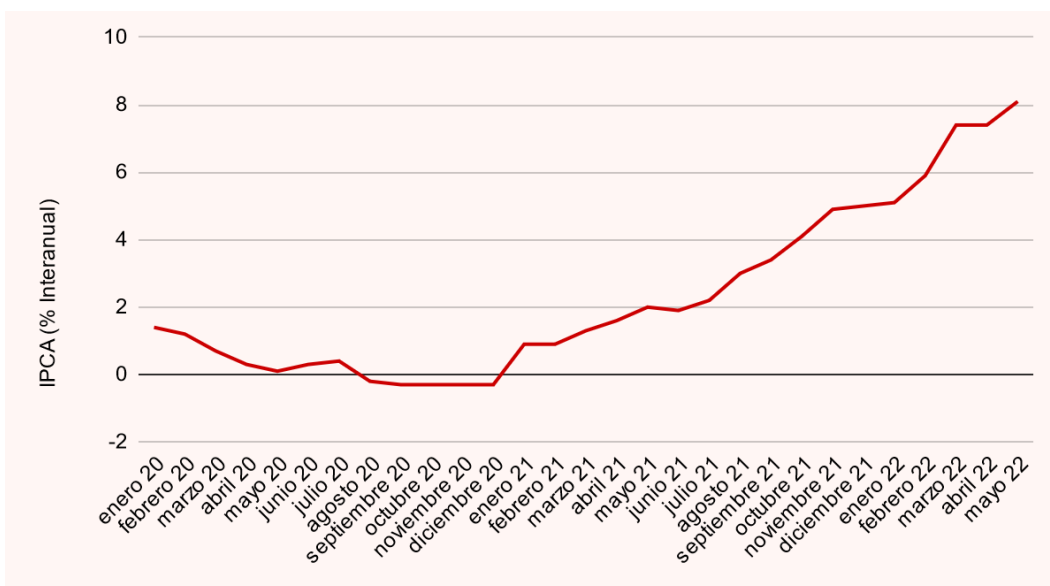
- el período de contención del virus o *shock* económico (febrero 2020-diciembre 2020); y
- el período postpandemia o de recuperación económica, desde enero de 2021 hasta la actualidad.

Es bien conocido que, a comienzos de 2020, el virus se extendió desde China hacia el resto del mundo, datando los primeros contagios en Europa a finales del mes de febrero. Ya en el mes de marzo, la gran mayoría de los países pertenecientes a la Eurozona habrían declarado el estado de alarma (o figuras similares, según sus correspondientes legislaciones), que sería precedente de un largo período de confinamiento en el que tan solo se mantendrían activos los sectores encargados de cubrir necesidades básicas (sanidad, transporte y energía, entre otros). Esto, sin duda, tuvo unas repercusiones catastróficas para una economía mundial, aún recuperándose de las largas crisis financieras sobrevenidas en la década anterior.

La influencia de estos sucesos sobre el nivel de precios (Gráfico 4.3) no sorprendieron a nadie. La paralización de la oferta en la mayoría de los sectores, dada la caída de la demanda como consecuencia del confinamiento y las restricciones a la movilidad, vino acompañada por una caída en las tasas de inflación que, sin embargo, no alcanzarían registros negativos continuados, por lo que no se puede hablar de la existencia de un proceso deflacionista durante el período pandémico¹², sino más bien de desinflación.

¹² Tan solo se registraron graves caídas en los precios en el sector energético y en algunas de las circunscripciones más afectadas del sector servicios.

Gráfico 4.3. Evolución mensual interanual del IPCA en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

Una vez finalizado el período más incisivo del *shock* económico, llegaría el momento de la recuperación a nivel mundial. Gracias a los laxos tipos de interés¹³ y al ahorro acumulado durante el confinamiento, este nuevo escenario sería contemplado por los agentes económicos como un período de oportunidades en la inversión. Este hecho, acompañado por la reactivación de los sectores más afectados por la pandemia, así como por el particular papel desempeñado por el sector energético, convertiría la recuperación económica en una plataforma de impulso del nivel de precios, cuyas consecuencias (tratadas en el epígrafe 3.2 de este *Trabajo*) se dejan sentir intensamente en la actualidad. De una situación prácticamente al borde de la deflación (diciembre de 2020) se pasó a un crecimiento veloz y sin freno del IAPC (Gráfico 4.3) que, lejos de situarse al nivel prepandémico, sigue escalando mes a mes, generando repercusiones visibles para la ciudadanía en general. La fugacidad e intensidad de este vaivén de precios no tiene precedentes en la historia, así como tampoco los tienen sus causas, lo que dificulta aún más el análisis del fenómeno.

¹³ Tanto la Fed como el BCE mantenían su tipo de interés al 0%, estimulando así la liquidez y el dinero en circulación.

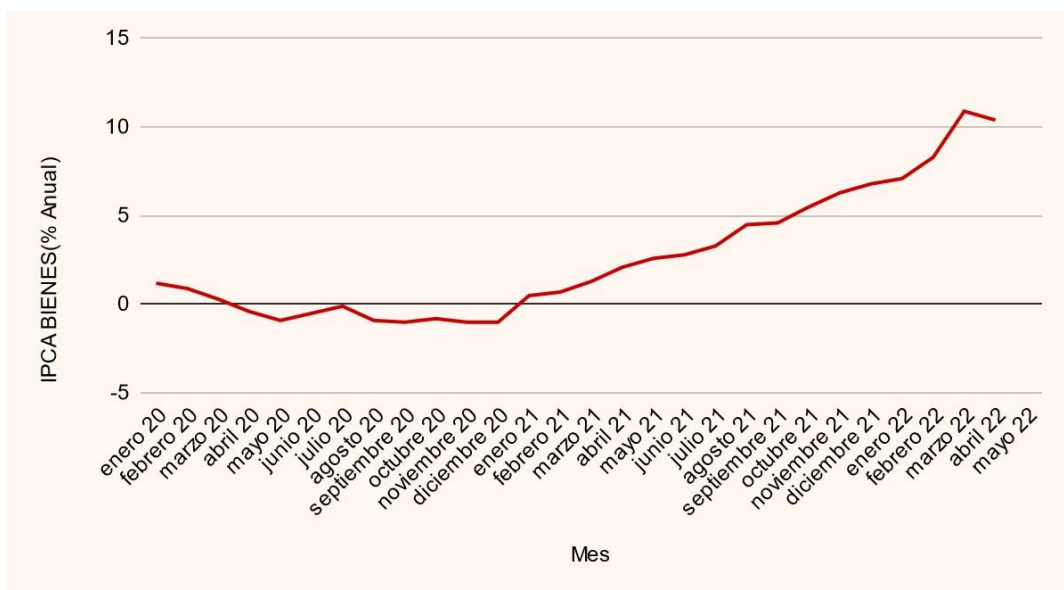
4.2.1. Análisis por grupos de consumo del IPCA en la Eurozona

Si se pone el foco en la evolución de los precios por grupos especiales de consumo, se debe analizar los registros en: bienes, servicios, energía, alimentos no procesados y la cesta de bienes y servicios integrantes de la inflación subyacente¹⁴. Este análisis es el que se recoge a continuación.

4.2.1.1. Bienes

La evolución del nivel de precios de los bienes durante el período de contención del virus fue continuada y estable con una tendencia a la baja, hasta su recuperación en los primeros meses del año 2021 (Gráfico 4.4). Destaca por encima del resto el comportamiento de los vegetales (con un pico a la baja de -2,8% en agosto de 2020) o el de la energía, con productos como el petróleo, que llegó a alcanzar una tasa de variación interanual del -19,4% en mayo de 2020.

Gráfico 4.4. Evolución mensual interanual del IPCA de bienes en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

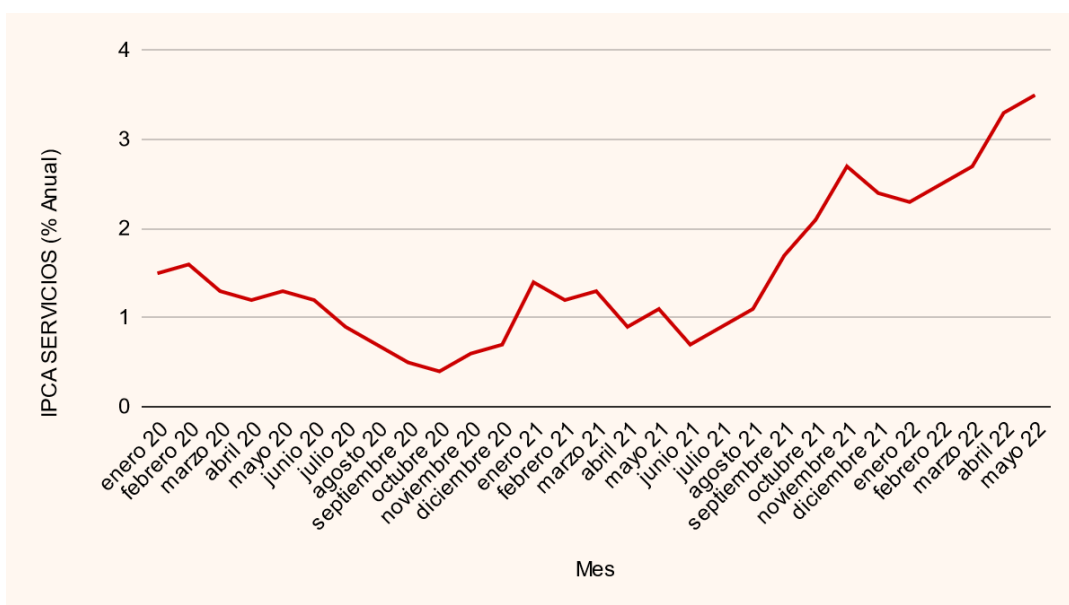
¹⁴ Es la medida más utilizada para interpretar la evolución de los precios en el largo plazo, siempre y cuando las condiciones de la economía se mantengan estables. Se mide a través del Índice de Precios de Consumo de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos (IPSEBENE), resultante de descontar del índice General el efecto de los alimentos frescos y de la energía, considerados los elementos con un nivel de precios más volátil, el primero consecuencia de su errática variabilidad y el segundo por sus precios administrados. Así, tras la eliminación de los factores más coyunturales e inestables, se obtiene como resultado un indicador muy adecuado para evaluar la tendencia inflacionista o la eficacia de las políticas económicas.

Si se traslada el período de análisis a la recuperación económica (desde enero de 2021 hasta la actualidad), se puede comprobar que su tendencia es muy similar a la obtenida para el conjunto de la economía, con una pronunciada escalada de precios desde comienzos de año y sin control aparente. Por grupos, cabe destacar el crecimiento por encima de la media en el precio de productos energéticos como el petróleo, que alcanzó una tasa de variación interanual del 34,7% en marzo de 2022, o los alimentos, principalmente aceites, con una tasa de variación interanual que llegó al 22% en abril de 2022.

4.2.1.2. Servicios

Con una evolución menos pronunciada que en el caso de los bienes (Gráfico 4.5), el *shock* económico afectó al sector servicios especialmente durante el período de confinamiento, durante el cual gran parte de las empresas se vieron obligadas a cerrar temporalmente. Alcanzaría el registro más bajo en octubre de 2020, con una tasa del 0,4% con respecto al mismo mes de 2019, que está motivado en parte por la incidencia de partidas como la de transporte, cuyo pico a la baja se registró en mayo de 2020 con -4,9%.

Gráfico 4.5. Evolución mensual interanual del IPCA de servicios en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

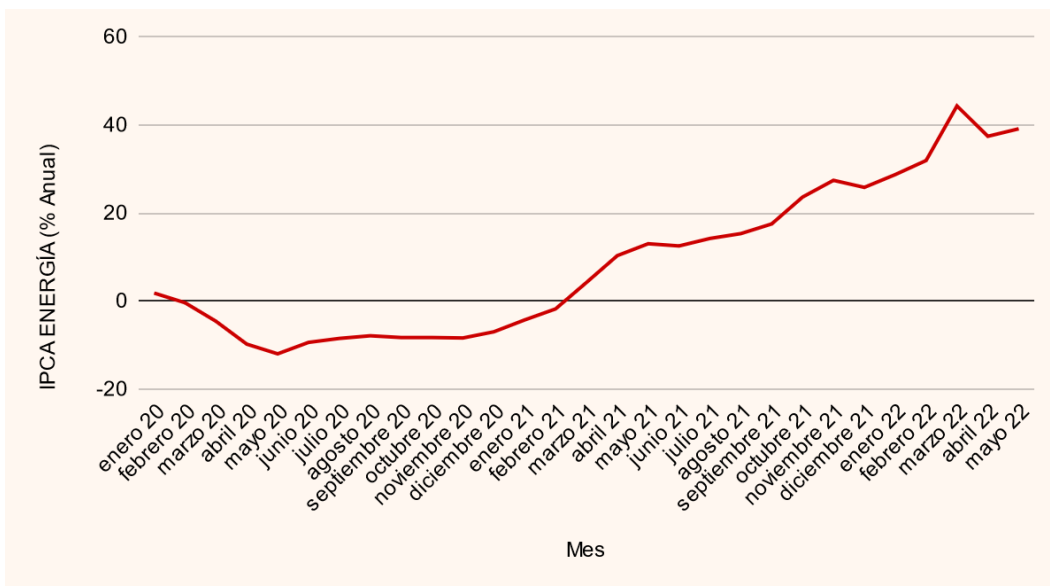
Durante el período de recuperación del *shock*, se puede evidenciar que la tendencia seguida por los servicios es menos predecible que en el caso de los bienes. Su repunte inflacionista comienza verdaderamente en julio de

2021, fecha a partir de la cual se registra una subida pronunciada de unos precios que, sin embargo, aún no se sitúan desproporcionadamente lejos de los datos prepandémicos, por lo que se puede concluir que su afectación no es tan significativa como en el caso de los bienes. El área más afectada, de nuevo, es la de transporte, con una tasa de variación interanual que alcanzó el 14,6% en marzo de 2022.

4.2.1.3. Energía

Tal y como se ha comentado, los niveles de precios en el sector energético se vieron muy afectados durante el período de contención del virus (Gráfico 4.6), con fuertes presiones a la baja como consecuencia del cese de actividad de gran parte del tejido industrial. El dato más bajo registrado tendría lugar en mayo de 2020, con una variación del -11,9% con respecto al año anterior, que deja entrever la gran variabilidad que caracteriza al sector. La partida más afectada durante este período fue la de los combustibles líquidos (por su estrecha relación con el petróleo) cuya tasa de variación interanual alcanzó el -28,5% en octubre de 2020.

Gráfico 4.6. Evolución mensual interanual del IPCA de energía en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

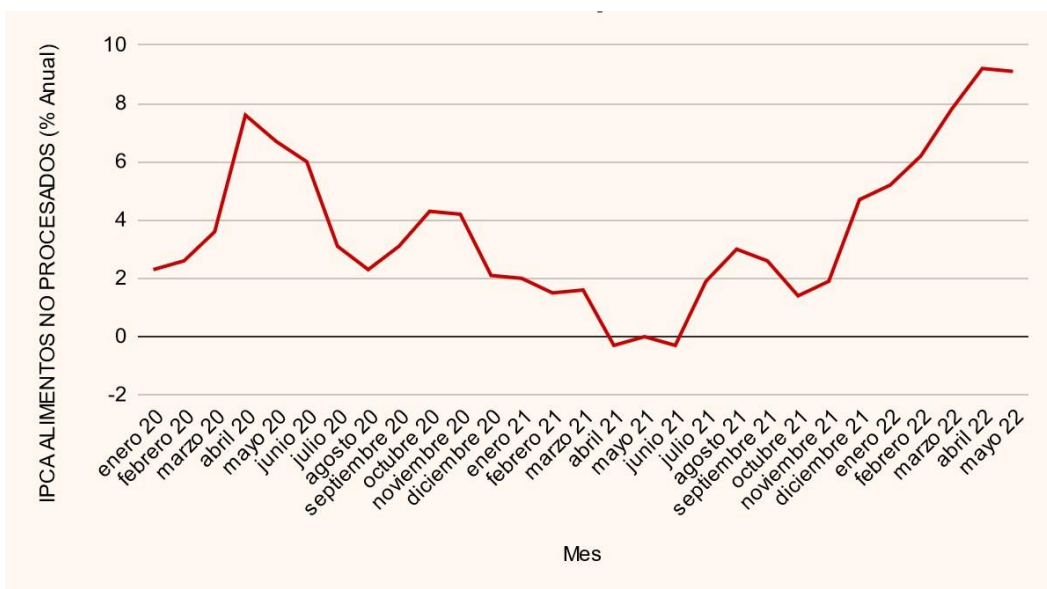
En enero de 2021 se produciría un punto de inflexión en el sector energético del que pocas personas fueron conscientes. Y es que, como ya se ha podido evidenciar en el análisis de los dos grupos de consumo anteriores, la energía ha jugado un claro papel de protagonista en esta coyuntura, al ser el elemento

de unión entre algunas de las partidas más afectadas tanto de bienes como de servicios (petróleo y transportes, respectivamente). Más aún, también es el sector donde se registra una mayor alteración de precios en el período analizado, pudiéndose distinguir un crecimiento explosivo en el último año, que, inequívocamente, acabaría afectando al resto de sectores de la economía. El último dato registrado es de un 37,5% de variación interanual en abril de 2022. Son destacables los casos del gas (51,6%) o de los combustibles líquidos (77,7%).

4.2.1.4. Alimentos no procesados

Con respecto a los alimentos no procesados (Gráfico 4.7), se puede apreciar una errática variación en el nivel de precios durante el período de *shock* económico, con claros altibajos, pero manteniendo un nivel de variación en sus precios considerablemente alto. Alcanza su pico en el mes de marzo con el inicio del confinamiento y a partir de ese mes, y con ciertos rebotes, comenzaría a desacelerar su fugaz subida de precios, equiparándose a los registros prepandémicos. En este contexto, destacan las subidas registradas en frutas (un 11,5% superior en mayo de 2020 con respecto al mismo mes del año precedente) o en carnes (un 5,5% mayor durante el mismo período).

Gráfico 4.7. Evolución mensual interanual del IPCA de los alimentos no procesados en la Eurozona.



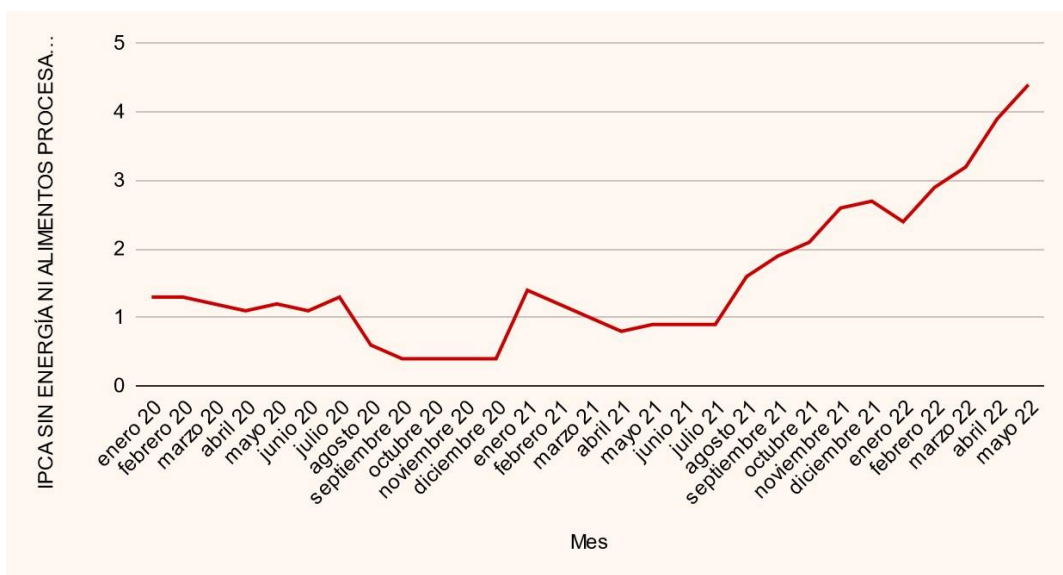
Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

Tras este complejo proceso de escalada vivido durante el período de contención del virus, provocado, en gran parte, por el desabastecimiento y el aumento de la demanda, los alimentos no procesados experimentarían una relativa estabilidad en sus precios al comienzo del año 2021. Sin embargo, las expectativas inflacionistas han tirado de nuevo del precio de estos productos, que crece, ya no tanto por problemas de desabastecimiento, sino por características propias de procesos inflacionistas que resultan aún más perjudiciales que simples trastornos temporales entre oferta y demanda. Conviene mencionar al respecto el caso del aceite de oliva (16,8% de variación en abril de 2022), del café (8,8% de variación en abril de 2022) o de los vegetales (9,3% de variación en abril de 2022). Esta evolución sería aún peor en los dos meses siguientes (mayo y junio de 2022).

4.2.1.5. Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos

Medido a través del Índice de Precios de Consumo de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos (IPSEBENE), y caracterizado por su gran estabilidad (al eliminar los elementos con mayor volatilidad en precios), también ha sufrido las consecuencias del *shock* económico vivido durante la pandemia (Gráfico 4.8). Su desaceleración comienza en agosto de 2020 y alcanza sus registros más bajos en los últimos meses de ese mismo año, pasando de un 1,3% al comienzo de la pandemia a un 0,4% en diciembre con respecto al mismo mes de 2019. Sin embargo, con la entrada en 2021 (inicio de la recuperación económica) la inflación subyacente no solo recuperaría valores previos a la pandemia, sino que comenzaría a despuntar a mitad de año, alcanzando valores históricos como el registrado en mayo de 2022, con una variación interanual del 4,4%.

Gráfico 4.8. Evolución mensual interanual del IPSEBENE en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

Además, a través de los servicios y bienes elaborados no energéticos se puede comprobar la verdadera tendencia de los precios de una economía, ya que se erradican factores temporales e inestables, a menudo provocados por los elementos que son objeto de exclusión. Por este motivo, a partir de su evolución se puede averiguar si la economía se encuentra realmente en un proceso inflacionista o no (ya que uno de los requisitos exigidos para ello es que la subida de precios afecte a todos los productos de manera generalizada). Se confirma, de este modo, una realidad anticipada en los epígrafes anteriores: la inflación subyacente crece a un ritmo preocupante desde agosto de 2021, mostrando las filtraciones producidas desde los sectores anteriormente analizados y elevando las alarmas ante la sombra del fantasma inflacionario.

Como se ha podido comprobar, el período de contención del virus afectó de manera muy diferente a cada uno de los bienes y servicios incluidos en la cesta de la compra de los ciudadanos de la Eurozona. Estos movimientos de los precios de los bienes y servicios son una muestra real de cómo se materializan algunas de las explicaciones teóricas que se han abordado en el epígrafe 3 de este *Trabajo*. Y es que las variaciones selectivas ilustran a la perfección las fuerzas ejercidas por la demanda y la oferta sobre el nivel de precios. Así, por ejemplo, la caída de precios en el sector servicios (especialmente acusada durante el período de confinamiento), se asocia a una contracción de la

demanda mucho mayor que la experimentada por la oferta¹⁵. Por otra parte, la subida en el nivel de precios registrada para los alimentos no procesados (donde destacan frutas y verduras) sugiere la incapacidad productiva de cubrir una sostenida demanda de este tipo de productos, que incluso llegó a aumentar como consecuencia del cambio en los hábitos de compra y la adopción de medidas de almacenamiento por parte de las familias. Por último, pero no menos importante, el precio de los productos energéticos se vio claramente afectado por la contracción en su demanda, debido a la suspensión temporal de gran parte de la actividad industrial y las restricciones a la movilidad de las personas.

Este período tuvo una duración de alrededor de un año, hasta el inicio de 2021, cuando la actividad económica comenzaría a relanzarse, con las consecuencias directas que esto tendría sobre el nivel de precios.

4.3. Causas de la inflación actual

Una vez representado el escenario económico actual, se puede comprender la delicada situación en la que se halla la economía mundial, en general, y la Eurozona, en particular. Si bien se ha utilizado la pandemia para marcar los tiempos en el epígrafe anterior, lo cierto es que las causas de la inflación actual van mucho más allá de la crisis ocasionada por la COVID-19. Relacionadas o no, a continuación se analizan algunas de las causas que han desatado el crecimiento continuo del nivel de precios en los últimos meses, entre las que se encuentran: (i) la rápida reapertura económica, (ii) el problema de la energía, (iii) los efectos estadísticos y (iv) la incidencia acumulada.

4.3.1. La rápida reapertura económica

Durante el período de confinamiento, algunos de los sectores económicos más importantes se vieron obligados a echar el cierre y, las familias, en un contexto inaudito, cambiaron sus hábitos de compra para comenzar a destinar un gran porcentaje de sus fondos al ahorro (en parte debido a las pocas alternativas de gasto). Sin embargo, el período de *shock* no sería eterno. La reapertura

¹⁵ Otro de los factores más importantes que responden al descenso del nivel de precios en los servicios tiene que ver con la dificultad de medida y la ausencia de mercado en muchos de ellos. Y es que, ante la imposibilidad de evaluar unos precios técnicamente inexistentes debido al cese de la actividad y la falta de respuestas en las encuestas, hicieron que gran parte de los datos se tuvieran que estimar por los Institutos de Estadística y Eurostat ante la falta de información.

económica posterior sería rápida y muy intensa, sobre todo debido a la tipología de crisis acaecida, que, si bien tuvo unas grandes repercusiones económicas, era eminentemente sanitaria, lo que hizo que la reactivación fuera prácticamente instantánea. Esto, a su vez, estuvo motivado por el caudal de dinero ahorrado por las familias, así como por los mecanismos de regulación temporal de empleo impulsados desde los gobiernos nacionales de los Estados miembro, que redujeron la presión sometida a las empresas y, por lo tanto, el número de quiebras. Ahora bien, esta apresurada reactivación de la demanda estaría propiciando, ineludiblemente, tensiones inflacionistas a través de dos vías (BCE, 2021):

- Desabastecimientos sectoriales. Como se ha señalado en numerosas ocasiones, la COVID-19 ha traído consigo un profundo cambio en el modo de vida de las personas y, por lo tanto, también, en sus hábitos de compra. Uno de los sectores en los que se observa fielmente este hecho es en el de aparatos electrónicos que, con un crecimiento anual mantenido del 7,9% con respecto a 2019, refleja un claro aumento de su necesidad, ante las necesidades impuestas por el teletrabajo y la independencia social. Esto no solo ha contribuido a mermar la elasticidad de la demanda, sino que también ha traído consigo problemas de desabastecimiento de componentes, como es el caso de los semiconductores, generando inestabilidad en la oferta de bienes tecnológicos de consumo y en otros mercados dependientes de piezas de esta índole. Otro de los mercados más afectados es el de los contenedores de transporte que, ante las urgentes necesidades del comercio, se han visto obligados a racionar los productos. De este modo, los aumentos de la demanda por encima de las posibilidades de la oferta se han traducido en un incremento de los precios en estos mercados.
- Demandas más inelásticas. El impulso de la demanda, promovido por el acceso a bienes y servicios difíciles de obtener durante el período de confinamiento, también ha alterado temporalmente la elasticidad de los productos en muchos sectores, como son los casos del ocio y la restauración, entre otros, haciendo su demanda más rígida y permitiendo a los oferentes subir los precios sin ver mermadas sus ventas.

Para finalizar, se debe señalar que, aunque la reapertura económica es una de las razones principales para explicar el proceso inflacionista actual, queda muy lejos de ser un problema serio para los gobiernos, dado que la economía, de no

haber otros factores distorsionantes, tendería a equilibrar oferta y demanda, asociando este fenómeno a una perturbación meramente temporal. Sin embargo, también hay que tener en cuenta que, cuanto mayor sea esa temporalidad mayor será la dificultad de reversión, pues los agentes económicos comenzarán a variar sus expectativas inflacionistas, desatando nuevas rondas de subida de precios de manera progresiva.

4.3.2. El problema de la energía

El incremento del nivel de precios en el sector energético es, si no el origen, uno de los mayores responsables de la situación actual. Para analizar las vicisitudes que entraña su inestabilidad y entender cómo repercuten en las facturas energéticas, es necesario diseccionar cada uno de los factores causales, así como las interrelaciones en los costes de cada uno de los mercados. Así, el problema inflacionista energético se ha desatado a través de tres vías: (i) el gas, (ii) la electricidad y (iii) el petróleo.

4.3.2.1. El gas

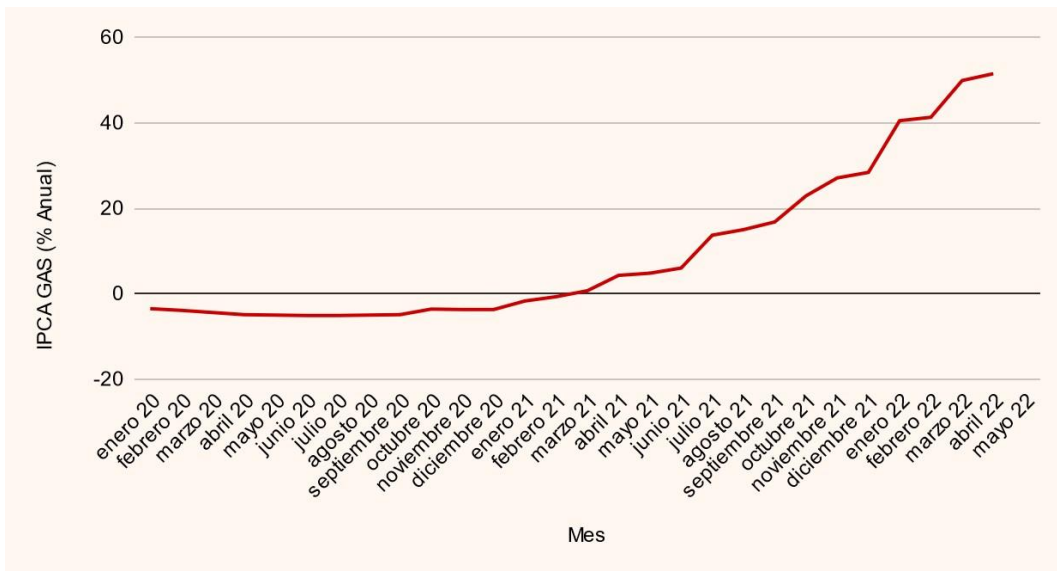
El verdadero problema de los precios energéticos tiene sus raíces en el sector del gas. El crecimiento exacerbado en el coste de esta materia prima ha tenido repercusiones visibles en el resto de productos energéticos, y ha abierto una brecha inflacionista difícil de cerrar (Gráfico 4.9).

Las principales causas de su alteración son (Cueto, 2021):

- Bajas reservas en la Unión Europea. De forma sistemática, el viejo continente se abastece de Gas Natural Licuado (GNL) durante el verano, con el fin de llenar sus reservas antes de llegar al período de máximo consumo, el invierno. Sin embargo, 2021 estuvo caracterizado por la especial rigurosidad de su invierno, con múltiples fenómenos que lo hicieron más frío de lo común y obligaron a un mayor consumo de GNL. Hoy en día, las reservas de gas en la UE están muy por debajo de sus niveles habituales, haciendo así que se estimule la demanda de esta materia prima en un contexto de necesidad global. Si bien esta situación es prácticamente impredecible a largo plazo a la hora de planificar las compras de GNL, muchos autores señalan a la UE como principal agravante de la situación,

demorando demasiado la adquisición de un abastecimiento de gas cuyo precio ya estaba disparado con la ilusa creencia de una bajada.

Gráfico 4.9. Evolución mensual interanual del IPCA del gas en la Eurozona.



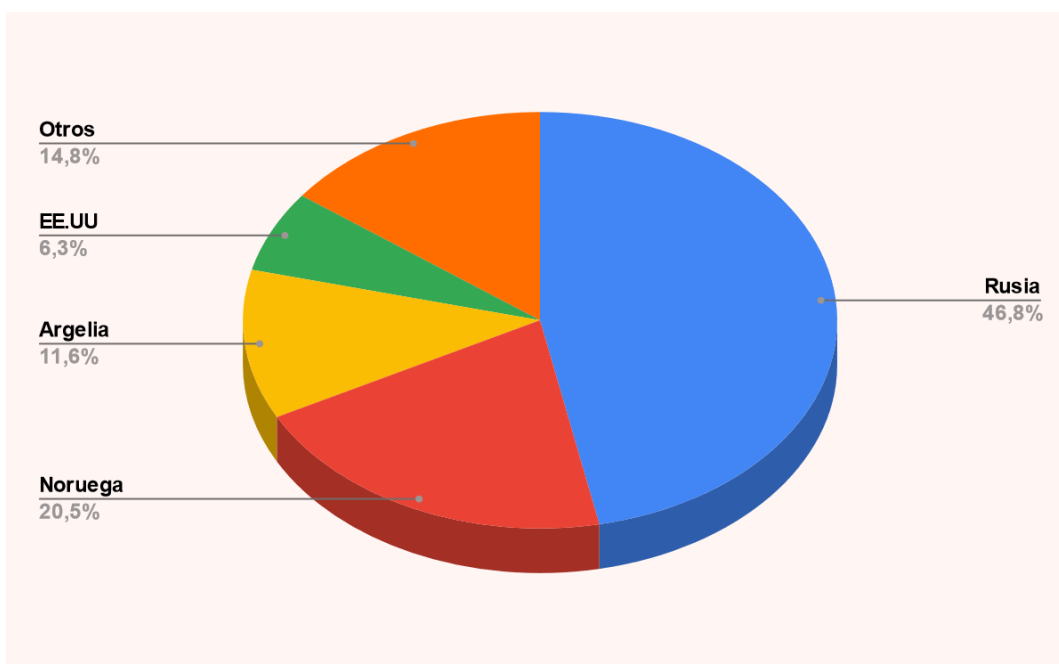
Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

- Competencia internacional. El incremento de la demanda europea generada por las escasas reservas ha coincidido temporalmente con unas ingentes necesidades asiáticas de la misma materia prima, especialmente en países como China, Japón y Corea, que recurren a la utilización de barcos metaneros para la conservación del preciado material ante la incapacidad en sus depósitos. Esta “guerra por el aprovisionamiento” está ahogando a una oferta de GNL [principalmente proveniente de Rusia, Noruega y Argelia (Gráfico 4.10.)] que, tras una muy limitada demanda durante el período de confinamiento y, por ende, el cierre de una gran cantidad de plantas productoras, es incapaz de seguir el ritmo de la explosiva necesidad actual, viéndose así obligada a subir los precios¹⁶. Sin embargo, esta subida de precios no solo tiene causas naturalmente económicas (provocadas por el libre juego de oferta y demanda), sino que las empresas productoras de gas también han aprovechado para subir precios intencionadamente. Y es que, tras un período de contención del virus marcado por la paralización en la

¹⁶ Este hecho es tremendamente perjudicial para Europa. Mientras los países asiáticos pueden permitirse la compra de la materia prima a este nivel de precios, el viejo continente cada vez se sitúa en una posición más desfavorable, no solo por perder un abastecimiento que toma rutas orientales, sino también por estar obligado a atenerse a unos costes continuamente escalables.

actividad económica (Gráfico 4.3), los productores de GNL han visto en la recuperación del *shock* una oportunidad para subsanar pérdidas.

Gráfico 4.10. Principales países proveedores de GNL a la UE (2021).



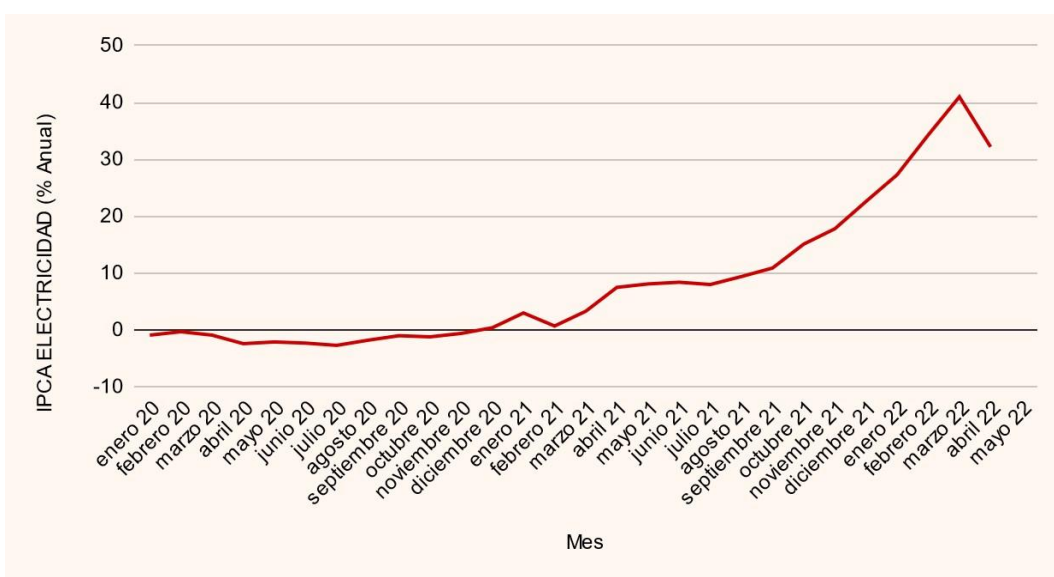
Fuente: Elaboración propia a partir de Statista. Disponible en: <https://es.statista.com/estadisticas/1288313/principales-paises-suministradores-de-gas-natural-a-la-union-europea/>

- Insuficiencia de las renovables. A pesar de que la Unión Europea, y gran parte del planeta, se encuentra en pleno proceso de transición energética para alcanzar un mundo libre de emisiones, lo cierto es que hoy día se sigue dependiendo ineludiblemente de energías como el GNL, el petróleo o el carbón. Y es que, a pesar de su presencia cada vez más notoria, las energías renovables son muy dependientes de las condiciones climatológicas. Por ello, períodos en los que predomine la ausencia de sol afectan a la energía fotovoltaica, u otros, como el actual, caracterizados por la falta de viento, hacen que la energía eólica pierda casi la totalidad de su capacidad productiva, teniendo que recurrir así a fuentes de energía tradicionales.
- Fuertes tensiones geopolíticas. El conflicto abierto entre Rusia y Ucrania, así como las fuertes tensiones vividas entre Marruecos y Argelia, afectan seriamente al suministro de gas licuado en Europa (dado que involucra a algunos de sus mayores proveedores). La notoriedad de sus repercusiones, así como los potenciales escenarios, serán analizados posteriormente de manera individualizada a fin de incidir más en estos aspectos.

4.3.2.2. La electricidad

El aumento en la factura de la luz ha sido el elemento más visible de la inflación para los particulares que mes a mes se han visto obligados a modificar sus hábitos con las denominadas *horas valle*¹⁷ y con la limitación de una electricidad cada vez más incisiva sobre sus gastos (Gráfico 4.11). El proceso vivido por este servicio tiene dos causas principalmente (Martín, 2021):

Gráfico 4.11. Evolución mensual interanual del IPCA de la electricidad en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

- Costes de emisión de CO₂. Para tratar de fomentar la transición energética, la UE “sanciona” a aquellas empresas que utilizan energías emisoras de gases de efecto invernadero (GEI) a través de un mecanismo cuya función es similar a la de un impuesto, de manera que cuanto más CO₂ se utiliza para producir energía, mayor es la sanción. La forma que tienen las empresas de liberarse de estas trabas y quedar impunes es a través de la adquisición de los llamados derechos de emisiones, caracterizados por su cantidad limitada y para los cuáles se ha constituido un mercado. Así, a

¹⁷ Se denomina “*horas valle*” a los períodos diarios en los que se consume menos electricidad. España, que es el único país del mundo con una regulación de los Precios Voluntarios para el Pequeño Consumidor (PVPC), hace que los precios de la energía del mercado diario se trasladen al consumidor directamente. Esto permite que una reducción de la demanda de electricidad se traduzca en un menor coste, al reducirse también el precio de subasta de la luz en los mercados mayoristas, y viceversa. De ahí, la importancia de las horas valle, reconocidas como aquellas en las que se paga menos por la electricidad.

medida que pasa el tiempo, estos derechos son más inaccesibles y valorados, aumentando el coste para unas empresas que, a su vez, se lo repercuten a las familias a través del funcionamiento de un sistema marginalista¹⁸.

- Relación directa con el gas. Como se ha hecho referencia en el apartado anterior, a pesar de que la transición energética es visible y cada vez hay una menor dependencia de energías contaminantes, aún queda mucho camino por recorrer, y hasta entonces, los períodos de mayor demanda o de inclemencia temporal deben ser compensados con la utilización de gases licuados, carbón o petróleo. Este hecho hace que las subidas de precio de estas materias primas también se vean reflejadas en las facturas eléctricas.

4.3.2.3 El petróleo

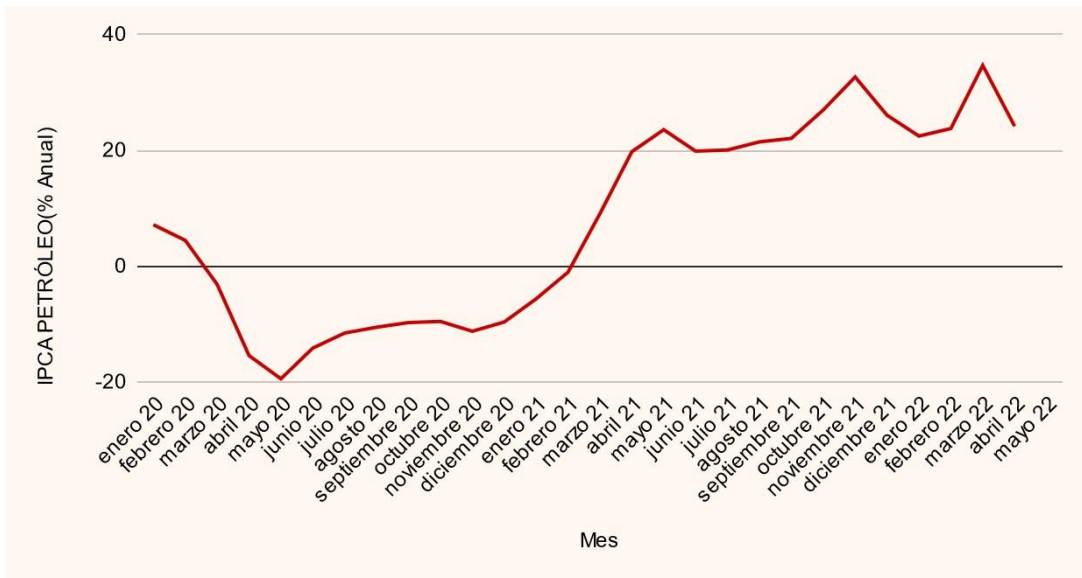
El “oro negro” también se ha visto claramente afectado por la crisis de la COVID-19 y, sin duda, ha sido uno de los máximos responsables de las tensiones inflacionistas. Además, el petróleo es materia prima de una gran cantidad de bienes, lo que hace que pequeñas variaciones en su precio puedan alterar también el coste de otros muchos productos, siendo la gasolina y los combustibles fósiles los más afectados y también más perceptibles por el público en general. A pesar de que comparte algunas de las causas con el precio del gas, es necesario tratar cada mercado de forma aislada, dado que ambos tienen particularidades relevantes que no pueden dejarse escapar. Siguiendo a Bermúdez (2021), las principales causas del crecimiento de los precios del petróleo en la Eurozona (Gráfico 4.12) son:

- Producto sustitutivo del gas. El GLP es considerado la fuente alternativa menos contaminante al petróleo, lo que significa que sus precios tendrán una relación directa a la vez que sus demandas se relacionarán de forma inversa. Así, ante la subida de los precios en el mercado de GLP por todas las causas analizadas anteriormente, los productores energéticos, en busca de fuentes

¹⁸ Método utilizado por la UE para gestionar el mercado energético, que, a pesar de ser beneficioso para fomentar la transición energética y asegurar la inversión en tecnologías eficientes, es realmente sensible a las fluctuaciones de precio en la energía. A través de este sistema, todos los productores energéticos establecen un determinado precio por una cantidad ofrecida. La demanda se irá cubriendo, empezando por aquellas productoras más baratas. Sin embargo, la cuota a la que se pagará finalmente toda la energía será aquella ofrecida por el último productor que ha abastecido, es decir, el más caro entre los seleccionados.

de energía más baratas y en grandes cantidades (lo que excluye a las renovables), recurrirán al petróleo, haciendo aumentar su demanda y, análogamente, también su precio.

Gráfico 4.12. Evolución mensual interanual del IPCA del petróleo en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

- Inelasticidad de la oferta. La razón principal que ha llevado al repunte del precio del crudo tras el período de contención del virus, al igual que en el caso del gas, se ha debido a un radical desajuste entre oferta y demanda de la materia prima. Sin embargo, las razones intrínsecas que han impulsado su crecimiento son dispares de las del mercado gaseoso. Y es que, en el caso del petróleo, la subida de precios no solo la ha provocado un desmesurado repunte de la demanda energética en la reactivación económica, sino que la intencionada limitación de la oferta ha desempeñado el papel más importante. Esta limitación proviene directamente desde la OPEP+¹⁹, cártel formado por países productores que controlan un 55% del petróleo a nivel mundial. Estos países, junto con otros no pertenecientes a la OPEP como Rusia, decidieron prolongar una producción moderada de crudo para así incrementar

¹⁹ La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) nace en 1960 como consecuencia de la presión a la baja de los precios de crudo, cuyas consecuencias eran devastadoras para los principales países exportadores. Estos países fueron los mismos que crearían la OPEP con el fin de controlar los precios, la producción, y así, los beneficios para los países extractores de petróleo. Hoy en día la OPEP se ha convertido en un cártel capaz de alterar los costes del barril con facilidad, bien a través de la modificación directa del precio, bien mediante el control de la oferta de sus integrantes.

artificialmente los precios y recuperar parte de los márgenes perdidos durante el período de *shock* económico (recuérdese que este fue uno de los productos más afectados). Esto, que además se ha producido en un momento de freno generalizado a las inversiones petroleras, está generando un caudal de beneficios insólito para empresas extractoras como Shell, Chevron o BP.

De esta forma, se podría concluir que, a diferencia del mercado gaseoso, cuya inestabilidad se debe fundamentalmente a la ineficiencia temporal del juego oferta-demanda, en el mercado petrolero los países productores propiciaron un desfase oferta-demanda que, debido a la conjunción del resto de factores, ha acabado presionando excesivamente el mercado, generando cuellos de botella y escaladas de precio imparables.

- Falta de inversión/reducción de la oferta. Tal como se ha señalado anteriormente, uno de los factores que se han sumado a las incapacidades de la oferta petrolera ha consistido en una ausencia de inversión, sobre todo en EE.UU. Si bien es cierto que las empresas norteamericanas tienen capacidad para aumentar de forma voluminosa la cantidad de petróleo en circulación, y así contribuir a la reducción del precio del barril, no lo hicieron por dos motivos esenciales. El primero de ellos tiene que ver con la estructura de propiedad de las empresas, formada por inversores y accionistas que, tras un período de contención del virus protagonizado por las deudas y las pérdidas, se han vuelto más cautos, priorizando la obtención de liquidez a la reinversión de beneficios en nuevos pozos. El segundo motivo deriva de la inversión en energías renovables, una tendencia prolongada desde hace varios años que ha mermado el volumen de recursos destinado a la extracción de crudo. Así, las empresas petroleras líderes se preparan para una transición energética inminente, aunque aún con una dependencia de combustibles fósiles global del 85%, los períodos de alteración temporal de la demanda se traducen en intensos desajustes de precio, consecuencia de su mayor sensibilidad al cambio.

4.3.3. Los efectos estadísticos

A pesar de que el proceso inflacionista actual es incuestionable, tanto por su idiosincrasia como por sus repercusiones, lo cierto es que los números tienden a magnificar la realidad, haciendo saltar las alarmas ante variaciones mínimas. Esto se debe a la metodología utilizada para extraer las estadísticas, que, al

comparar los precios entre un año y su precedente incurre en el denominado efecto base²⁰, ya que estaría equiparando el nivel de precios actual con valores pertenecientes al *shock* económico, período en el que casi se alcanzaron niveles deflacionistas. Esto en ningún caso quiere decir que la inflación sea una ilusión; sin embargo, es necesario tener en cuenta este matiz para evitar una precoz actuación que agrave aún más la situación (BCE, 2021).

4.3.4. La incidencia acumulada

Otro de los aspectos notables que se debe señalar con respecto al origen del brote inflacionista no tiene que ver con tensiones geopolíticas, efectos estadísticos, ni tan siquiera con la COVID-19, sino que procede de factores de incidencia acumulada en la economía mundial durante los últimos diez años. Y es que, si se hace un repaso de la última década, se puede avistar el mantenimiento de un patrón de actuación basado en la puesta en marcha de políticas ultra expansivas sin precedentes, tanto en términos monetarios como fiscales²¹, cuyo principal fin pasaba por curar las heridas de las profundas crisis acaecidas en 2008 y 2012. Este hecho, que ha pasado por encima de la gran mayoría de los economistas durante los últimos años (no por su falta de detección, sino por la creencia de una firmeza monetaria derivada de la alta demanda de liquidez en términos generales), fue gestando una inflación contenida y latente, pero cuya manifestación no sería tan virulenta de no ser por los acontecimientos complementarios que le acompañan, y que han sido analizados en los epígrafes anteriores.

En resumen, tras el análisis de las causas principales de la inflación actual, queda claro que el origen de la inestabilidad es dual: con un nacimiento vía costes, pero con una fuerte retroalimentación de la demanda, ante su abrupto crecimiento tras el período de contención del virus. Y es que, al igual que ocurrió en los años 70, el impulso de la inflación viene provocado por el encarecimiento de las materias primas en el sector energético, cuyos efectos se trasladan

²⁰ Término acuñado para referirse a la distorsión producida en una cifra estadística de la tasa de inflación, convirtiéndola en anormalmente alta o baja como consecuencia de la unidad de base, es decir, el mes del año anterior. El efecto base remite automáticamente en el largo plazo si los niveles de precio se mantienen relativamente constantes, sin embargo, durante el período de su existencia puede dificultar gravemente la interpretación de los datos.

²¹ Justificación de esta afirmación son los sistemáticos déficits registrados en las balanzas de pagos de gran parte de los países del globo, así como el ingente incremento de las deudas públicas acumuladas en los últimos tiempos.

incisivamente sobre el resto de sectores económicos, generalizando un problema de nacimiento aislado.

4.4 Tensiones geopolíticas y su influencia sobre la situación económica

El período que continúa a la contención del virus no estaría marcado únicamente por el desencadenamiento de un exacerbado crecimiento en el nivel de precios, sino que vendría acompañado de otros factores de influencia económica a nivel global, como extremos fenómenos meteorológicos o fuertes tensiones geopolíticas que continúan lastrando la recuperación económica. Las repercusiones, sobre todo de los conflictos geopolíticos, ya se hacen notar, y una mala gestión de ellos podría agravar aún más la estabilidad de precios, sumiendo a la economía mundial en una recesión de grandes dimensiones.

Entre los conflictos abiertos actualmente, destacan por sus consecuencias económicas: la vuelta de los talibanes a Afganistán, el conflicto en Irán, la guerra entre Israel y Palestina, el conflicto del Sáhara Occidental o la guerra de poder entre China y EE.UU. Pero sobre todo conviene pararse a analizar uno de los conflictos abiertos con más repercusión en la actualidad, como es la guerra entre Rusia y Ucrania, no solo por sus consecuencias sobre la disposición económica mundial, sino también por su afectación directa a la Eurozona. Entre sus efectos económicos más pronunciados, destacan los siguientes (Borrell, 2022; Domenech, 2022):

1. El incremento considerable del nivel de precios en la energía, consecuencia de una dependencia directa de las fuentes de energía rusa, que obligan a los países más dependientes de la Eurozona (sobre todo Alemania y los países del Este) a pagar un mayor precio por su abastecimiento o bien a modificar sus pautas de consumo con el coste que ello conlleva.
2. La necesidad de incrementar el gasto en defensa para garantizar la seguridad nacional.
3. El acogimiento masivo de refugiados de guerra.
4. Los impagos o reestructuraciones de deuda de empresas rusas ante las duras sanciones económicas.

5. La reducción de la confianza y el retraso de las decisiones de consumo e inversión de los hogares.

Todas y cada una de las consecuencias recogidas en la anterior enumeración suponen un incremento del gasto presupuestario que obligan al BCE a prorrogar una facilidad de acceso a la liquidez que incide aún más sobre las tasas de inflación, pero también generan una proliferación de impagos y ralentizaciones de la inversión, consecuencia de mermas en la confianza. Así, la guerra de Ucrania no solo estaría contribuyendo al freno del crecimiento económico europeo, sino que también estaría presionando al alza el nivel de precios, avivando las especulaciones de un posible regreso de la estanflación.

4.4.1 ¿Vuelta a la estanflación?

Si bien su fantasma siempre ha estado presente desde su surgimiento en la crisis del petróleo del siglo pasado, parecía que los tiempos de estanflación ya habían pasado y tan solo se podían ver de forma aislada y en situaciones excepcionales. Gran parte de esta tranquilidad fue traída por los grandes esfuerzos políticos en materia de estabilidad de precios, el gran repertorio de instrumentos creados para evitar el alcance de este tipo de situaciones y, sobre todo, por una flexibilidad económica mucho más acuciada que hace 50 años, orquestada principalmente a través de la independencia de los bancos centrales.

Ya durante los meses que daban fin a 2021, afamados economistas como Larry Summers (Barry, 2021) o Nouriel Roubini (2021) advertían del posible riesgo de encaminarnos hacia una situación generalizada de estanflación. Sin embargo, el vigoroso crecimiento que acompañaba la subida de precios permitía a las economías gozar de un cierto margen antes de preocuparse por una posible recesión. Sin embargo, más allá de apagarse la llama de la estanflación, fue avivada durante el inicio del año 2022, a raíz de la guerra entre Rusia y Ucrania, cuyas consecuencias podrían no solo generar unas mayores presiones al alza sobre los precios de la energía, sino que podrían acabar minando el crecimiento económico de la zona Euro.

Reconocido ya el impacto seguro sobre las expectativas de crecimiento de la Eurozona, la mayor o menor probabilidad de convertirse en estanflación dependerá de la duración del conflicto. Así, una extensa duración del conflicto

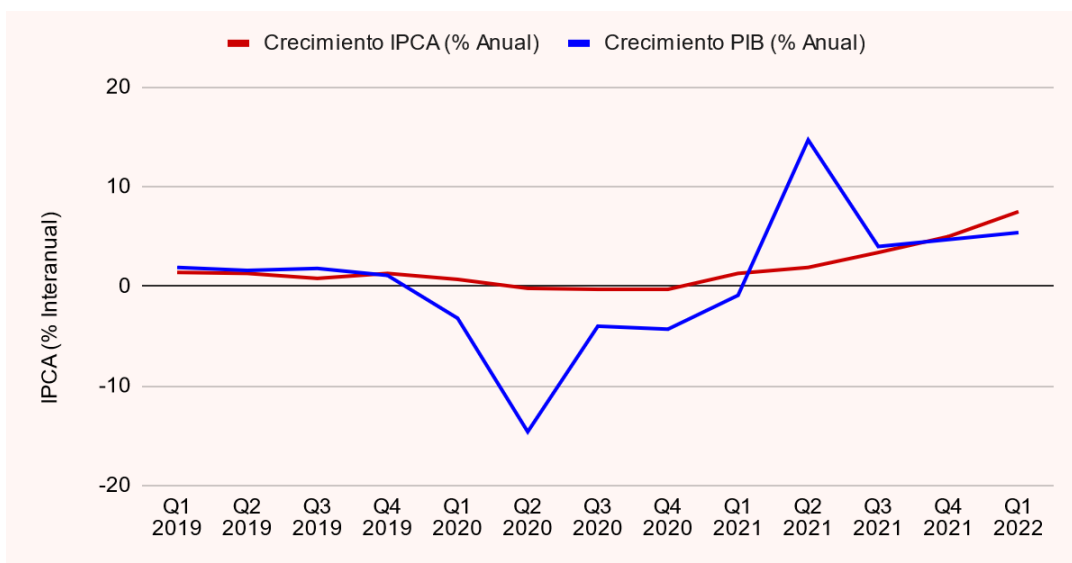
bélico generaría una creciente incertidumbre en los mercados de inversión, una mayor tensión económica y bélica a nivel global, una pérdida parcial de relaciones comerciales con Rusia y unas sanciones económicas que no solo ahogarían el crecimiento del país dirigido por Vladimir Putin, sino también el de la totalidad de los Estados miembro de la UE.

Además, la aparición de estanflación es aún más posible si se tiene en cuenta la procedencia de las tensiones inflacionistas. Y es que, ante una hipotética situación de estancamiento económico por complicaciones en la guerra, los niveles de precios no se verían realmente afectados por una reducción del consumo, es más, podrían mantenerse ajenos, consecuencia del mercado oligopolista energético del que proviene la subida de precios.

A pesar de que, en palabras de Christine Lagarde (Blanco, 2022a), presidenta del BCE, *"incluso en el escenario más oscuro, en el que habría efectos de segunda ronda, boicot en el mercado del petróleo y en el del gas, y un empeoramiento de la guerra que se prolongase durante largo tiempo, incluso en ese escenario tendríamos un crecimiento del 2,3%"* negando así la posibilidad de estanflación, en ningún caso se debe perder la pista a este fenómeno, dado que el 58% de los analistas ya contemplan escenarios de este tipo para la Eurozona (Blanco, 2022b). En cualquier caso, las probabilidades de aparición de la estanflación dependerán del nivel de precios de la energía, mantenidos al alza o no en función de la temporalidad de la guerra.

Tal y como se puede observar en el Gráfico 4.13, aún es pronto para hablar de procesos de estanflación, ya que, a pesar de corroborarse una inflación muy elevada y consistente, el crecimiento económico aún es notorio. Sin embargo, la reducción de expectativas y la ralentización evitan un precoz descarte de escenarios de este tipo.

Gráfico 4.13. Evolución trimestral interanual del IPCA y del PIB en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

5. POLÍTICA MONETARIA EN TIEMPOS INFLACIONISTAS

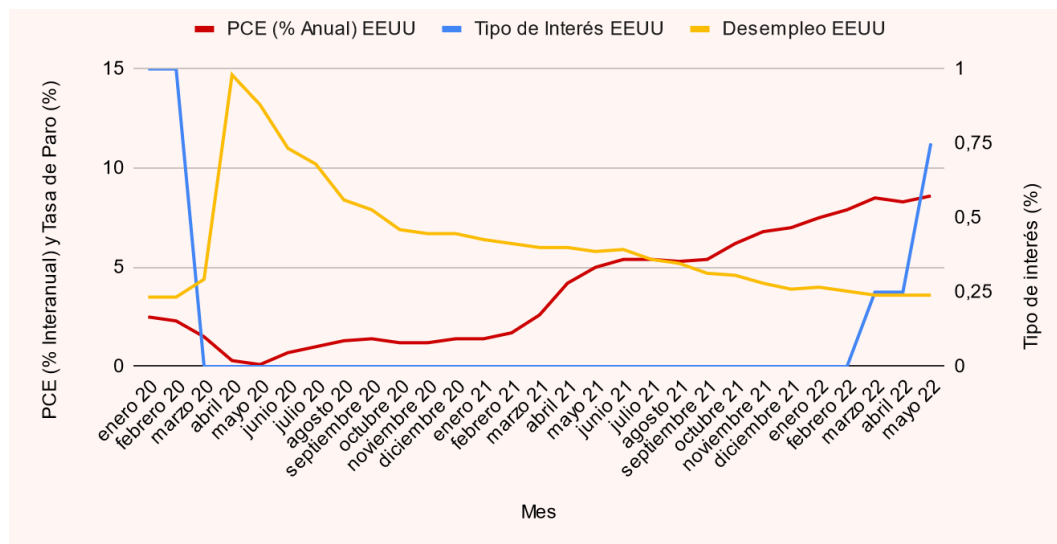
Tras el análisis realizado para clarificar el problema que envuelve al paradigma económico, es necesario contemplar vías de solución. La inflación ha reabierto debates y ha devuelto a la mente de los máximos dirigentes y economistas las inusitadas teorías de *trade-off*, que parecían olvidadas tras años de estabilidad monetaria. Y es que la gran mayoría de bancos centrales se encuentran en una encrucijada en la que tienen que decidir sobre el futuro próximo de la sociedad: (i) seguir estimulando la circulación de liquidez con laxos tipos de interés para garantizar la reactivación económica y, por tanto, la inflación, (ii) o subir los tipos para garantizar la estabilidad de precios pero, en contrapartida, generar una recesión económica significativa.

De manera representativa, se analizarán algunas de las medidas más importantes llevadas a cabo por la Fed en EE.UU y el BCE en el marco del Eurosistema desde el inicio de la pandemia, a la vez que se contrastará el efecto de éstas sobre la inflación para ofrecer un relato consistente que permita entender el punto de partida y el camino tomado por cada uno de los bancos centrales, con las características que diferencian a cada área geográfica.

5.1 EE.UU. y la Fed

En Estados Unidos, las decisiones de política monetaria y, por tanto, influir con ellas sobre la estabilidad de precios dependen directamente de la Reserva Federal, institución que ha trabajado sin descanso y cuya importancia ha sido vital a la hora de paliar la crisis generada por la COVID-19. Sus decisiones, emanadas de las periódicas reuniones fijadas en su calendario, han estado orientadas a adaptarse a los continuos sucesos acaecidos en los últimos tiempos y han tenido un efecto notable, positiva o negativamente, sobre el nivel de precios y la tasa de desempleo (Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1. Evolución mensual interanual del PCE y evolución mensual del tipo de interés y de la tasa de paro en EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos macro.

Así, la aparición de las tensiones inflacionistas de la actualidad, si bien adquieren su forma gracias a factores externos derivados del comercio internacional, también han sido propiciadas por las políticas monetarias del momento. Con respecto a la Fed y a la política monetaria de EE.UU, se pueden destacar tres momentos clave a lo largo de estos últimos dos años, que sientan la base para la articulación de políticas expansivas o restrictivas. Estos momentos clave se materializan en tres reuniones verdaderamente importantes: (i) la de marzo de 2020, (ii) noviembre 2021 y (iii) marzo 2022.

Reunión de marzo 2020. En el mes de marzo y, antes de lo previsto, la Fed se reunió de urgencia para abordar las estremecedoras noticias acerca de la expansión del SARS-CoV-2, que amenazaban con tener serias repercusiones sobre la economía, no solo del país norteamericano, sino mundial. En esta reunión, se materializarían una serie de decisiones que servirían de precedente para las estrategias promulgadas durante los meses siguientes:

- Encabezando los titulares, una significativa disminución del tipo de interés, que pasaría del 1% al 0%, con intenciones de mantenerse en el intervalo de 0-0,25% en el corto y medio plazo (Fed, 15-03-2020). El principal objetivo de esta medida se centraba en mantener el dinamismo, al menos parcial, de una actividad económica completamente mermada por los reveses de la COVID-19. Además, se emprendería una estrategia de *forward guidance*²² u orientación futura, anunciando el mantenimiento de los bajos tipos de interés hasta la solución total de los problemas avistados, que se alcanzaría cuando la economía recuperara la senda del pleno empleo y los niveles de inflación en torno al 2% y la cual se estimó para no antes de 2024.
- Medidas de relajación financiera, que se articularon a través de la bajada del tipo de interés del *discount window*²³ en 150 puntos básicos (Fed, 15-03-2020), tratando de fomentar el acceso a vías de financiación alternativa a los bancos, y así hacer llegar una mayor liquidez a hogares y empresas, prorrogando a su vez el vencimiento de los préstamos de una semana a 90 días.
- Inyecciones de liquidez, concretadas en la compra de 500.000 millones de

²² También conocido como efecto anuncio (instrumento monetario cualitativo), hace referencia a una estrategia empleada por los bancos centrales basada en la publicación de opiniones o previsiones para anticipar los efectos de futuros escenarios, influir en el comportamiento de inversores y estimular las expectativas empresariales. Se articula a través de ruedas de prensa, declaraciones, publicación de informes, etc. Con ello se busca incrementar la eficacia de la política monetaria, reduciendo los retardos externos y agilizando los mecanismos de transmisión.

²³ En su traducción al español, ventana de descuento. Se trata de un instrumento utilizado por las autoridades monetarias y bancos centrales para facilitar la circulación de liquidez hacia los bancos comerciales, garantizando a su vez el cierre diario por encima de la reserva legal ante posibles desavenencias. Se articulan a través de la concesión de préstamos, generalmente a corto plazo. En el marco del Eurosistema, el instrumento es conocido como facilidad marginal de crédito y entra dentro del catálogo de facilidades permanentes ofrecidas por el BCE en su batería de medidas convencionales.

dólares en *Treasuries*²⁴ y 200.000 millones de dólares en *Mortgage-Back Securities (MBS)*²⁵ (que serían adquiridas a razón de 80.000 y 40.000 millones de dólares cada mes, respectivamente), con el objetivo de reducir tensiones en el mercado de deuda soberana y tranquilizar a los inversores (Fed, 15-03-2020).

Tal y como se ha podido comprobar, las medidas más importantes gestadas en la reunión de la Fed, en marzo de 2020, venían a promover una política monetaria expansiva al uso, que prometía mantenerse en el largo plazo. Como señaló Jerome Powell (Haro, 2020) (Presidente de la Fed), se mantendrían *"hasta que la Fed estuviera segura de que la economía ha resistido los últimos acontecimientos y está en camino de lograr sus metas, el máximo empleo y la estabilidad de los precios"*. Más relacionado con factores inherentes a la estabilidad de precios, la Reserva Federal se vería obligada a modificar sus pretensiones meses más tarde (Murillo, 2020a)

Reunión de noviembre 2021. Tras más de año y medio de funcionamiento de la política monetaria expansiva aplicada en marzo de 2020 y tras varias reuniones entre medias de los dirigentes de la Fed en las que se reafirmaba la importancia de mantener el ritmo de circulación de liquidez, las repercusiones económicas se hicieron notar. Ya una inflación disparada del 6,8% (Gráfico 5.1), junto con la orientación del paro a niveles prepandémicos (4,2%) haría que la Reserva Federal se replanteara su política de actuación y comenzara la desescalada en el suministro de liquidez, ante los posibles efectos perversos de una inflación hasta ese momento considerada transitoria. Los principales cambios de orientación de la política monetaria pueden resumirse en los siguientes:

- En materia de tipos de interés, se mantuvo el *fed funds target rate*²⁶ en el intervalo de referencia de 0%-0,25%, ya que, a pesar de contar con una

²⁴ Bono a 10 años emitido por el Estado.

²⁵ Se trata de garantías respaldadas por préstamos hipotecarios y sujetas a su cobro. De esta manera, un conjunto de hipotecas se agrega bajo la denominación de un mismo tipo de activo, y se comercializan a un precio razonable para los inversores.

²⁶ En su traducción al español, tasa de interés de fondos federales, indica el tipo de interés al que las instituciones financieras privadas prestan dinero a otras instituciones en su mismo régimen. Es realmente importante a la hora de enfocar cualquier tipo de política económica ya que su variación afecta directamente a la oferta monetaria en circulación. Solo puede ser modificada por la Fed y suele moverse entre intervalos de conveniencia.

elevada inflación, se seguía confiando en su relajamiento progresivo, mientras se trabajaba por garantizar el pleno empleo antes de pensar en subidas de tipos.

- Con respecto a las inyecciones de liquidez, la Fed daría comienzo al proceso de *tapering*²⁷, reduciendo el ritmo de compras de *Treasuries* y *MBS* a razón de 10.000 y 5.000 millones de dólares mensuales, respectivamente, a partir de los niveles iniciales de compra descritos en marzo de 2020 (Fed, 15-11-2021).
- A pesar del relajamiento progresivo de las medidas expansivas, esta reunión destacaría por la ferviente creencia de los integrantes de la Fed de la transitoriedad de la inflación, aunque ya con una rebaja en las expectativas del mantenimiento de los tipos bajos (hasta diciembre de 2022). Esto no solo se percibe como una decisión arriesgada, sino también como una posible infravaloración del problema económico que se presentaba, teniendo en cuenta que una actuación tardía podría tener efectos irreversibles sobre la economía nacional.

Tras la modificación del paquete de medidas, y después de una ligera estabilización del índice de precios y de la tasa de paro, entre los meses de noviembre y diciembre, la economía viviría otro golpe. Las tensiones y el posterior estallido de la guerra en Ucrania generarían de nuevo fuertes presiones al alza sobre el nivel de precios. Este hecho, acompañado por una tasa de paro que permitía la consideración de pleno empleo, llevaría a la Fed a reevaluar la situación antes de lo planeado una vez más (Murillo, 2021a).

Reunión de marzo 2022. Dos años, una economía en serio peligro de sobrecalentamiento y un estallido de guerra en Europa Oriental fueron necesarios para que la Fed evaluara la posibilidad de adelantar la subida de tipos de interés, y diera inicio a una progresiva política restrictiva. Con un nivel de inflación situado en el 8,5% y una exigua tasa de desempleo del 3,6% (Gráfico 5.1), las medidas

²⁷ Ilustrativa a través de su significado basado en el “estrechamiento”, se utiliza el término “*tapering*” en finanzas para hacer referencia a la progresiva relajación de medidas monetarias expansivas cuyo origen proviene de circunstancias o eventos excepcionales. Tuvo su origen tras la crisis financiera de 2008 y se ha utilizado de nuevo para aliviar las políticas excepcionales puestas en marcha para aplacar la crisis del coronavirus. Su duración es muy variable y depende de las reacciones de los mercados y de las estimaciones de los bancos centrales.

programadas por la Fed sentarían las bases para un proceso de largo plazo y vital importancia económica.

- Por primera vez desde el inicio de la pandemia, se subirían los tipos de interés en un escaso 0,25%, hasta el *fed funds target rate* de 0,25%-0,5%, pero con una previsión de subida continuada durante todo el año hasta alcanzar un tipo de interés del 1,75% al finalizar 2022. Así, no solo se trataría de reducir el problema de la inflación, sino también se orientaría la economía hacia el establecimiento de tipos de interés restrictivos, situándolos en torno al 2,4%, en 2024. La justificación de la medida fue, en palabras de Powell, por "*un mercado laboral fuerte y tensionado*²⁸" y una economía sostenida, que se percibían resistentes ante políticas restrictivas destinadas a reducir la ya elevada inflación (Fed, 16-03-2022).
- Los procesos de *tapering* finalizaron, habiendo reducido así el nivel de compras mensuales de *Treasuries* y *MBS* y estabilizando el suministro de liquidez en el mercado.
- Las estimaciones de la Fed y, por lo tanto, las aspiraciones de la política articulada auguraban el mantenimiento de altos niveles de inflación durante 2022, con una progresiva moderación a partir de junio como consecuencia de la corrección de cuellos de botella y el efecto base. Además, se hizo especial énfasis en la descoordinación entre política monetaria e inflación, en el sentido en el que el efecto de las políticas restrictivas no se vería reflejado en el nivel de precios hasta principios de 2023 (Murillo, 2022b).

En definitiva, la política monetaria llevada a cabo por la Fed desde el período pandémico se ha visto marcada por numerosos condicionantes, variaciones y sucesos inesperados que han hecho de la adaptación y la resiliencia una forma de trabajo. Sin embargo, las opiniones acerca de su actuación o de las capacidades de anticipación de la Reserva Federal han diferido notablemente en los últimos meses. Así, algunos economistas, como Robert Heller (Lynch,

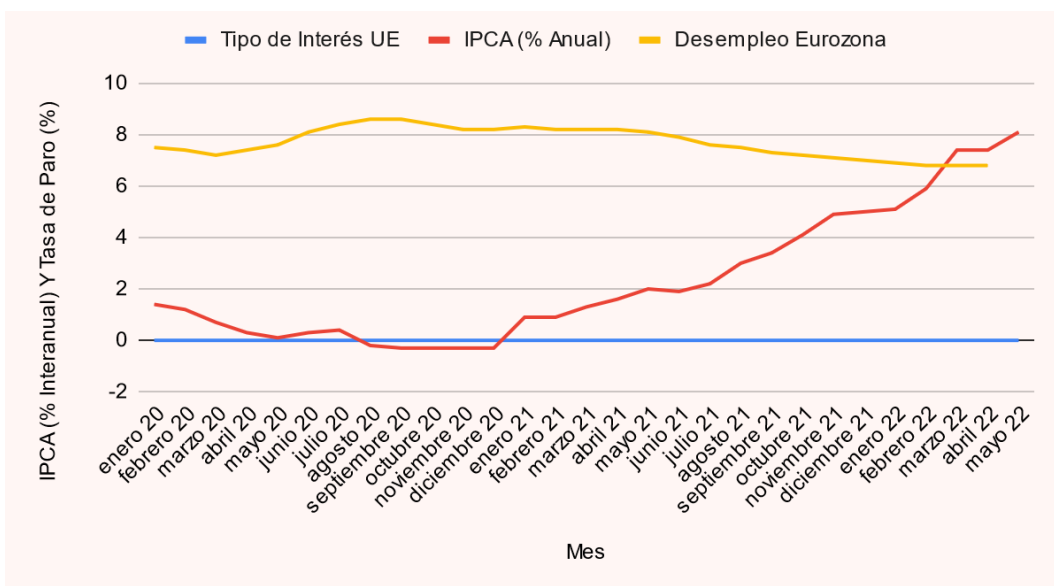
²⁸ Con el mercado laboral tensionado se quiere reflejar la situación de un mercado de trabajo estadounidense en el que los aumentos salariales escalan a la vez que los precios, mostrando indicios de posibles efectos de segunda ronda. Esto es provocado por una oferta laboral incapaz de cubrir un alto nivel de demanda, que hace que los puestos de trabajo sean más competidos y, por tanto, los salarios suban con el fin de estimular la aparición de mano de obra.

2022) son contrarios a la actuación de la Fed y critican su tardanza en la subida de los tipos de interés, en lo que, a su juicio, podría provocar “la entrada de EE.UU. en terrenos inflacionistas peligrosos, similares a los de hace 50 años”. Joseph Stiglitz (2022) reclama la utilización de políticas específicas del lado de la oferta para evitar las maliciosas repercusiones de las subidas de tipos sobre la parte más baja en la pirámide de ingresos, y otros, como Jeffrey Frankel (2022), critican lo que interpreta como una subestimación de la inflación y una visión cortoplacista de la Fed.

5.2 La Eurozona y el BCE

De forma similar a la actuación estadounidense de la Fed se ha comportado el Eurosistema a través del BCE. Las periódicas reuniones mantenidas en el seno de la UE se han convertido en cruciales, teniendo en cuenta la enorme variabilidad económica, que urge de medidas adaptativas a una situación tan volátil como incierta. De nuevo, todas las políticas llevadas a cabo han sido propiciadas por la coyuntura del momento y han tenido una serie de consecuencias directas sobre la tasa de inflación y el desempleo (Gráfico 5.2). Dicho esto, los datos mostrados deben ser tratados con cautela, al tratarse de un número medio aglutinante de 19 países (los 19 Estados miembro que comparten la moneda común y una política monetaria única) con particularidades únicas que requerirían de un exhaustivo análisis aislado.

Gráfico 5.2. Evolución mensual interanual del IPCA y evolución mensual del tipo de interés y de la tasa de paro en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

A diferencia del caso estadounidense, la estrategia llevada a cabo por el BCE ha sido menos estricta y ha estado sujeta a múltiples modificaciones para adaptarse a las condiciones de cada momento. En este sentido, la fijación de fechas o reuniones concretas que sirvan de hoja de ruta se torna ciertamente complicado. Por ello, se analizará la actuación del BCE en tres períodos diferenciados (aglutinantes de una o múltiples reuniones), los cuáles han servido de guía para la articulación de la política monetaria en un contexto pandémico y, posteriormente, a la vuelta a un escenario inflacionista. Estos períodos se han denominado del siguiente modo: (i) período de garantía de liquidez, (ii) período de modificación de criterios y (iii) período de incertidumbre inflacionista.

Período de garantía de liquidez. El inicio de la crisis pandémica trajo consigo la urgente necesidad de realizar un análisis interpretativo de la situación. La paralización de la economía era segura, pero un desconocimiento total de la temporalidad o de la profundidad de sus efectos llevó al BCE a moverse en escenarios de completa incertidumbre y, en consecuencia, su respuesta monetaria sería prorrogada en múltiples reuniones a lo largo de 2020, que irían definiendo los instrumentos y orientaciones adecuadas para afrontar el reto económico que supondría la crisis sanitaria provocada por la COVID-19. Múltiples reuniones y el transcurso de más de medio año fueron necesarios para la definición de instrumentos y medidas monetarias de carácter permanente.

En este sentido, conviene destacar la importancia de las siguientes:

- **Primera reunión de marzo 2020.** La primera intervención sobre la política monetaria no se hizo esperar y, ya en la primera reunión celebrada el 12 de marzo de 2020, el BCE se enfrentaba a la ardua tarea de: asegurar el acceso a crédito, reducir la volatilidad manifestada en las cotizaciones financieras y evitar riesgos de falta de liquidez. Con la vista puesta en estos objetivos, se puso en marcha un conglomerado de mecanismos, aún insuficiente, de carácter eminentemente expansivo, para garantizar la circulación de dinero en los mercados, donde destaca la articulación de operaciones de liquidez temporales (LTRO)²⁹ o la ampliación de las compras netas de activos (APP) en 120.000 millones de euros. Además,

²⁹ Acrónimo de *Long-term Refinancing Operation*, consiste en la concesión de préstamos a largo plazo (generalmente 3 años) a un tipo del 1% con el objetivo de parchear la posible escasez de liquidez bancaria y evitar un fatídico colapso del sistema financiero.

estas medidas fueron acompañadas de un discurso escéptico que delegaba responsabilidades en la política fiscal y presupuestaria (BCE, 03-2020). Con respecto a los tipos de interés, se mantuvieron intactos debido a que, en palabras de Adriá Morrón (2020a), “*tardan tiempo en transmitirse sobre el conjunto de la economía y no son una herramienta precisa (son una medida generalista que no permite enfocar el estímulo a los sectores o regiones más penalizadas)*”.

- **Reunión de urgencia en marzo 2020.** La excesiva cautela profesada por el BCE en la primera reunión fue interpretada de forma negativa por los inversores, lo que disparó las primas de riesgo y obligó al desarrollo de un contundente abanico de mecanismos. Es aquí donde se da a conocer el *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*³⁰, a través del cual se planeaba una compra de activos por valor de 750.000 millones de euros, implementado, en principio, hasta diciembre de ese mismo año. Así, el importe total de reparto tras los cambios realizados se situaba en 890.000³¹ millones de euros. (BCE, 03-2020)
- **Reunión de abril 2020.** Tras las intensas reuniones mantenidas durante el mes de marzo, el BCE abordaría la situación el 30 de abril tras la reunión del Consejo de Gobierno, con una perspectiva más meditada y menos apresurada. Destacó, por encima del resto de medidas, la puesta en marcha de siete operaciones de financiación a plazo más largo sin objetivo específico de emergencia frente a la pandemia (PELTRO), hasta final de año, con el fin de proporcionar apoyo de liquidez al sistema financiero de la zona del euro y garantizar el buen funcionamiento del mercado monetario durante la pandemia. En definitiva, se trataba de un instrumento extraordinario de inyección de liquidez (BCE, 04-2020).
- **Reuniones de junio y diciembre 2020.** En ambas reuniones se reafirmaron las medidas diseñadas los meses anteriores y, además, se

³⁰ Instrumento monetario puesto en marcha por el BCE para aplacar los efectos económicos producidos por la crisis de la COVID-19. Extrae sus siglas de *Pandemic Emergency Purchase Programme* y consiste en la compra de activos en mercados, tratando de garantizar la circulación de liquidez y el sostenimiento de la actividad económica.

³¹ Formado por los 750.000 millones de euros en compras del PEPP y los 120.000 millones adicionales dedicados al APP, que se agregan a los 20.000 millones de euros iniciales en su estructura.

amplió el límite de compras netas máximo del PEPP en 600.000 y 500.000 millones de euros, llevando el total de la dotación del programa hasta 1,85 billones de euros. Asimismo, se alargó el período de funcionamiento de los instrumentos hasta marzo de 2022 (BCE, 06-2020:12-2020).

De este modo, se puede reflejar la complejidad del período vivido durante el año 2020, en el que fueron necesarias cinco revisiones de las medidas aplicadas para garantizar el funcionamiento eficiente y flexible de los mercados. Además, resulta trascendente resaltar que, durante todo este período, el discurso del BCE defendía firmemente el mantenimiento estable (o en su defecto, la reducción) del tipo de interés de la facilidad de depósito en el $-0,50\%$, el tipo refi en el $0,00\%$ y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en el $0,25\%$ y posponía cualquier tipo de modificación al alza de los mismos para cuando la inflación diera señales de converger con el objetivo del 2% , cuya fecha se estimaba alrededor de 2024 (Morrón, 2020d).

Período de modificación de criterios. Tras unos meses de aplicación de las medidas diseñadas durante el año anterior, 2021 sería concebido como un año de transición y reactivación económica, marcado por el mantenimiento de todas las políticas previas, pero ya con una incipiente inflación que debía ser objeto de análisis. Así, se puede calificar este período como un año de modificación de criterios, en el que destacaron las siguientes reuniones:

- **Reunión de marzo 2021.** El BCE instaría al aumento significativo de compras de bonos a través del PEPP y del APP, que pasaría a situarse entre los 80.000 y 20.000 millones de euros mensuales, respectivamente, con el objetivo de reducir las tensiones financieras producidas por un aumento en los tipos de interés de deuda soberana (BCE, 03-2021).
- **Reunión de julio 2021.** Cambio de rumbo en la *Forward Guidance* del BCE que retrasaría aún más la subida de tipos, al considerar como nuevo criterio la convergencia en el corto plazo de la inflación con el objetivo del 2% (BCE, 06-2021).
- **Reunión de septiembre 2021.** Con un nivel de precios ya pronunciado, el BCE restaría importancia a la inflación catalogándola de transitoria y achacando su naturaleza a los cuellos de botella y al efecto base

generados por la pandemia. Así, siguiendo con su plan inicial, se comenzaría la desescalada en la compra de bonos a través del PEPP, reduciendo el nivel de compras a 60.000 millones de euros mensuales e iniciando una especie de *tapering* que tendría su final en marzo de 2022. Además, se volvió a recalcar la previsión de subida de tipos para 2023 o 2024, avalando así su creencia de una inflación temporal (BCE, 09-2021).

Este período deja entrever la solidez de los instrumentos diseñados por el BCE para afrontar la pandemia en 2020. Calificados como exitosos en la recapitulación de diciembre por haber cumplido con sus dos objetivos: “*por un lado, limitar la fragmentación de la transmisión de la política monetaria y, por otro, conducir la inflación en el medio plazo hacia la senda previa a la pandemia*” (Murillo, 2021f). Pero los dirigentes de la institución europea aún se tendrían que enfrentar a un nivel de precios que, lejos de acercarse a la senda previa a la pandemia, se dispararía al comienzo de 2022, alcanzando niveles similares a los de los años 70. Quizá por subestimación de la peligrosa variable, quizá por las posteriores desavenencias que la impulsaron, la economía europea entraría en el período de incertidumbre inflacionista.

Período de incertidumbre inflacionista. El año 2022 comenzaría con un hecho histórico que haría saltar las alarmas en todo el mundo: la guerra de Ucrania. Como ya se ha analizado en el subepígrafe sobre las *causas de la inflación actual*, el conflicto bélico tendría una serie de efectos nocivos sobre unas economías que ya estaban tocadas. Así, lo que parecía ser transitorio pasaría a ser permanente, y lo que parecía inofensivo se convertiría en un problema particularmente grave. Dos reuniones importantes deben ser destacadas en este período reciente:

- **Reunión de febrero 2022.** Tras los acontecimientos producidos en el Este de Europa, y a pesar de que las tasas de inflación vivieron un incremento más moderado, los miembros del Consejo de Gobierno del BCE se mostrarían realmente preocupados ante la fuerte traslación de la subida de precios a la inflación subyacente. Lejos de sus valores estimados, Christine Lagarde (Presidenta del BCE) cambiaría su discurso para no descartar una posible subida de tipos a finales de año (BCE, 02-2022).

- **Reunión de abril 2022.** Al igual que para el ciudadano, la inflación iría adquiriendo una importancia vital para un BCE, que, tras cerrar las compras del PEPP en marzo y acelerar la finalización de la APP (prevista para el tercer trimestre del año), pasaría a centrar sus esfuerzos en la estabilidad de precios, aumentando así las probabilidades de una posible subida a final de año y rebajando sus expectativas de crecimiento económico. Aun así, las decisiones fueron tomadas en un contexto de incertidumbre económica y monetaria sin precedentes, tanto por el escenario presentado como por estar sujeta a unas variables (guerras, cuellos de botella, etc.) de duración temporal e incidencia incalculables (Murillo, 2022e).

A la luz de las últimas reuniones celebradas en el seno del BCE, parece no haber una denominación que ilustre mejor el momento en el que se encuentra la economía de la Unión Europea que la incertidumbre inflacionista. Con respecto a la valoración de la actuación de la institución europea, algunos economistas, como Juan Ramón Rallo (Benítez, 2022) critican al BCE, argumentando que su *“política de ‘esperar y ver’ no parece la más apropiada”*. Otros, como Fernando Fernández (2022), han sido más duros, achacando al BCE que *“se ha equivocado, ha tardado mucho en reconocer que el proceso inflacionista es duradero y persistente y los tipos de interés actuales son insostenibles”*.

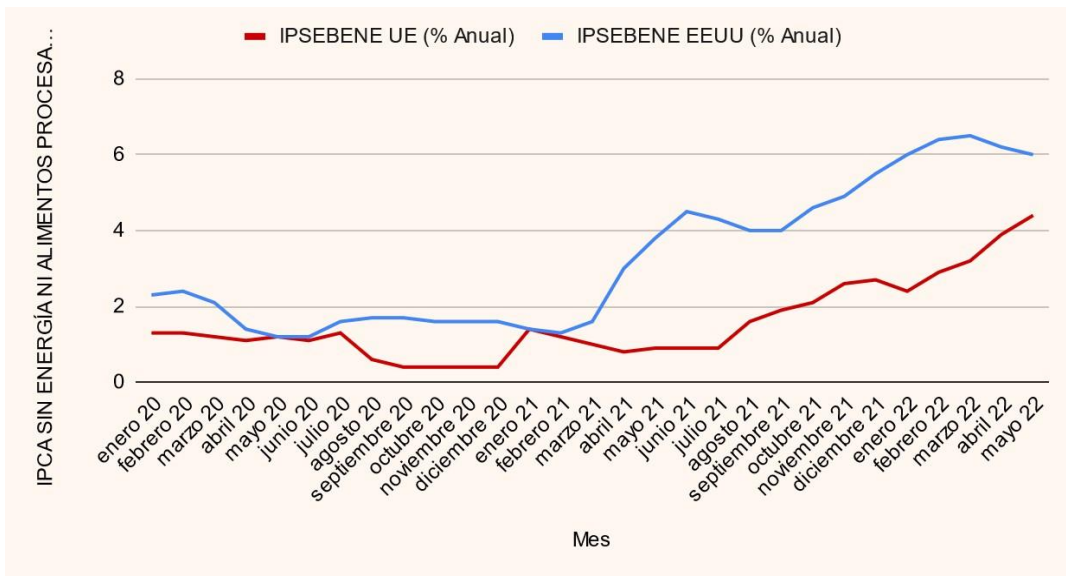
5.3 BCE vs Fed: Tan similares como diferentes

Tal y como se ha podido comprobar, las medidas aplicadas por cada uno de los bancos centrales han sido relativamente similares, sobre todo en materia de instrumentos, diseño y ejecución, aunque es necesario destacar una clara diferencia en el proceso de normalización económica. Mientras EE.UU. ya ha comenzado con la progresiva subida de tipos, el BCE prevé comenzar con la escalada a finales de año. Esta diferencia temporal en la implementación de políticas restrictivas no se debe a interpretaciones dispares, sino a contextos económicos que, a pesar de compartir causas, nada tienen que ver entre las dos áreas geográficas objeto de estudio.

Murillo (2022f) encuentra la principal causa de esta disparidad de estrategia en el distinto ritmo inflacionario de ambas áreas. Si bien es cierto que las tasas de inflación alcanzan valores similares en términos generales, la inflación subyacente de EE.UU. se disparó mucho antes, alcanzando el 6,5% en marzo

de 2022 frente al 3,2% que registraba la Eurozona (Gráfico 5.3). Esto se debe, principalmente, a la puesta en marcha de una política fiscal más holgada que los países de la UE para afrontar los cuellos de botella y a un mercado laboral altamente tensionado, que avivaría más la posibilidad de efectos de segunda ronda en el país americano.

Gráfico 5.3. Evolución mensual interanual del IPSEBENE Eurozona y del IPSEBENE EE.UU.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

Pero no es este el único motivo que podría justificar la discrepancia. La distinta afectación del conflicto ucraniano también puede estar detrás de las diferencias observadas. La lejanía y, por tanto, la mayor independencia de EE.UU frente a Rusia, hace que el conflicto armado, a pesar de resultar perjudicial para ambos, no comprometa el suministro energético ni la economía estadounidense. En este sentido, la modificación del tipo de interés es más viable, a diferencia del caso de la Eurozona, donde una subida de los tipos precoz podría traducirse en una recesión de grandes dimensiones.

Así se explican las notorias diferencias de contexto, que hacen que la situación actual de ambos y sus preocupaciones sean completamente diferentes. Siguiendo a Murillo (2022f), *“el BCE, preocupado por las presiones inflacionistas pero convencido de que no llega tarde para evitar que la inflación se encarama a medio plazo por encima de su objetivo. La Fed, que seguramente va tarde, preocupada por atajar una dinámica de precios alejada de sus objetivos”*.

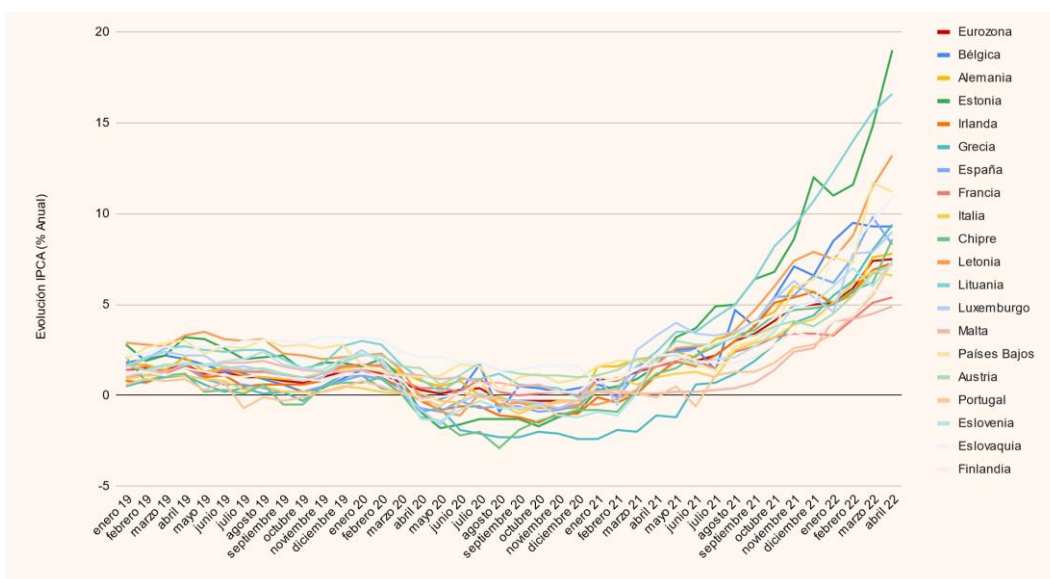
6. LA INFLACIÓN EN ESPAÑA: ESTUDIO DEL CASO DE ACTUACIÓN Y AFECTACIÓN

6.1. La inflación diferencial en la Eurozona

Como se ha podido comprobar, nos hallamos ante un fenómeno complejo que, debido a su naturaleza, se cierne con mayor o menor intensidad en función de la idiosincrasia de cada área geográfica. Esto hace que las economías nacionales, en función de sus necesidades productivas, se vean más o menos azotadas por un problema que no solo no presenta tregua, sino que ahoga y tensiona economías a diferentes ritmos. Este hecho también es posible que se vea en el seno de organizaciones monetarias integradas (inflación diferencial), como en la Eurozona, perjudicando seriamente la fortaleza de la moneda, al verse sometida a notorias desvirtuaciones consecuencia de las disparidades de los países que la integran. Además, cualquier estrategia de actuación unilateral contribuiría a la pérdida de credibilidad externa, por la necesidad de afrontar problemas específicos de cada país, pero que tienen repercusiones directas sobre el conjunto de la zona.

Durante los primeros meses del año 2022 y sobre todo con el inicio de la guerra en Ucrania (Gráfico 6.1), se ha puesto de manifiesto una evolución diferencial en los precios entre los Estados miembro. Así, es posible encontrarse países como Estonia con tasas de inflación que alcanzan el 19% en abril u otros como Malta o Finlandia, con valores que rondan el 5% y con una inflación que, si bien existe, se aleja mucho de la situación en la que se halla el resto de la Eurozona.

Gráfico 6.1. Evolución de la inflación interanual por países y por mes. Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

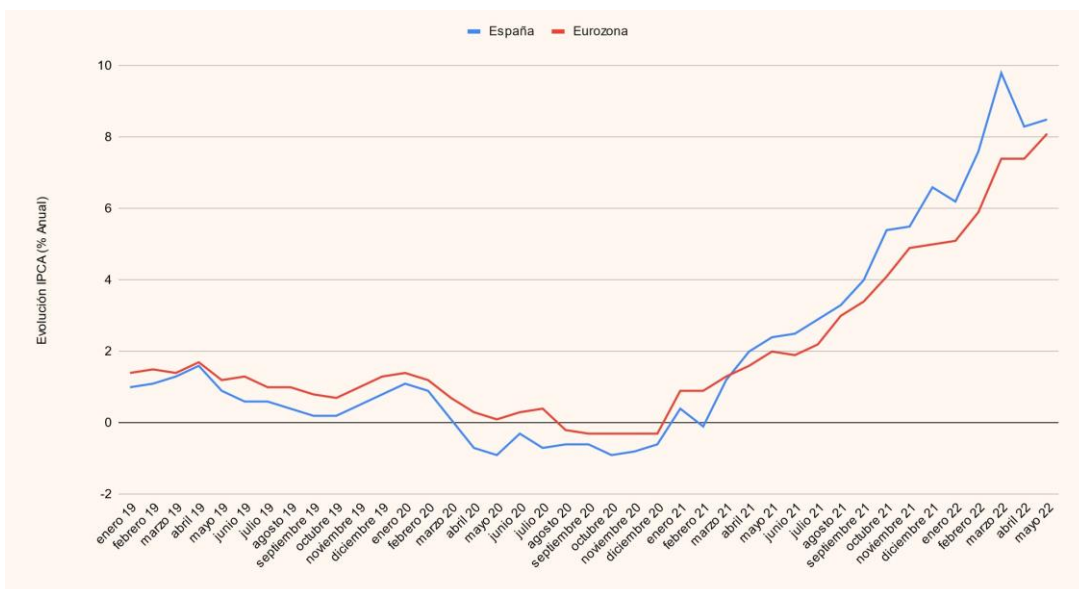
Estos datos reflejan la existencia de un nuevo problema al que se debe hacer frente y cuyas consecuencias son igual o más devastadoras que un proceso de inflación aislado: la amplitud de la inflación diferencial. Aunque en un principio este agravio es producido por la particular exposición a los problemas de suministro energético (por ejemplo, mucho más incisivos en Estonia, dada su dependencia de Rusia, y más laxos en Finlandia por su capacidad de autoabastecimiento), resulta necesario arbitrar medidas que eviten una progresiva descoordinación del resto de productos, ya que se traduciría en un *shock* difícil de aplacar y generaría serias dificultades para el mantenimiento del Euro.

En este sentido, se torna realmente necesaria la coordinación de políticas gubernamentales (fiscales, sectoriales, de reformas, etc.) desde cada uno de los Estados miembro, que complementen la política monetaria que emana del BCE y sean tendentes a una relajación progresiva de las tensiones en los precios. Estas políticas deberían ser analizadas y supervisadas por la UE con el fin de garantizar una estabilización escalonada que evite el mantenimiento de estas distorsiones entre países porque podrían tener efectos nocivos sobre la credibilidad de la moneda común.

6.2. El caso de España

Como sucediera en los precedentes históricos en materia macroeconómica, se ha demostrado de nuevo que la española es una de las economías de la Eurozona más espasmódicas ante una coyuntura adversa. Con crecimientos por encima de la media durante los períodos de expansión y con contracciones económicas más intensas durante los períodos recesivos, su caso es digno de estudio una vez más. Siguiendo esta tendencia, y a pesar de su relativa cercanía con respecto a la media de la Eurozona (Gráfico 6.2), es necesario poner de manifiesto la mayor afectación en el nivel de precios, tanto durante el período de *shock* económico (con tensiones a la baja) como en el de reapertura (con tensiones al alza).

Gráfico 6.2. Evolución de la inflación interanual España vs Eurozona.



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat.

6.2.1. El porqué de la evolución de la inflación en España

A la luz de los datos resulta preciso realizar un análisis introspectivo que responda a los motivos de esta distorsión. Según Cuartas (2022) pueden distinguirse cinco grandes hechos que contribuyen a la situación actual, diferenciándose en dos grupos, dependiendo de su carácter coyuntural o estructural dentro del país (Tabla 6.1).

Tabla 6.1. Causas de la inflación exacerbada en España

Problemas coyunturales	Guerra entre Rusia y Ucrania
	Pérdida de productividad laboral
Problemas estructurales	Tejido empresarial español
	Metodología de obtención de datos
	Impuestos energéticos

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuartas (2022).

A continuación, se analiza brevemente cada uno de ellos.

- La guerra entre Rusia y Ucrania. En primer lugar, es necesario señalar la alta dependencia de España con el exterior en materia energética que, con una importación que supone alrededor del 70% total del consumo (Eurostat), convierte a la economía española en altamente sensible ante las variaciones en las condiciones de mercado. Así, y a pesar de la escasa dependencia directa de España con respecto a Rusia, el estallido del conflicto ha generado unas fuertes tensiones inflacionistas en el mercado del gas, fácilmente visibles (Gráficos 6.2 y 4.9) en el repunte producido a principios de 2022. Además, el conflicto en Ucrania no solo ha generado una subida del nivel de precios en el mercado energético español, sino que ha tenido consecuencias directas en productos cuyas materias primas son importadas íntegramente desde la economía rusa, como la harina y otros cereales (un 25,5% más caros respecto al mes de mayo de 2021). Estos datos, a pesar de resultar desincentivadores para el crecimiento, no son excesivamente preocupantes, dado que el desajuste se equilibrará, previsiblemente, una vez finalizada la guerra, siendo más o menos grave el alcance de los efectos en función de la duración del conflicto. A pesar de ello, es necesaria la vigilancia en corto de la evolución de estas variables, ante la producción de posibles filtraciones al resto de bienes de la cesta de consumo o la generación de problemas estructurales difíciles de revertir.
- La pérdida de productividad laboral. Problema mucho más incisivo para la economía española por su particularidad y fácil camuflaje. Esta característica, que ya estaba presente en España desde hace décadas,

ha sido estimulada por una recuperación post pandémica mucho más intensa en el empleo que en el PIB, siendo el diferimiento entre ambas variables un claro indicativo de la pérdida de productividad en el país. Así, y aunque la tasa de desempleo (13,3% en abril de 2022) se encuentre en valores récord (no registrados desde antes de la crisis de 2008), el PIB ni siquiera ha recuperado los valores prepandémicos. Según Cuartas (2022), este hecho estimula la inflación por tres vías: (i) el aumento de la cantidad de empleados/capital humano necesarios para conseguir un incremento del 1% del PIB, (ii) el aumento de la demanda agregada producido por un mayor nivel de rentas, y (iii) la latente presencia del *trade-off* identificado por Phillips y, posteriormente, aplicado por Solow y Samuelson (1960), que explica la relación directa entre desempleo e inflación y sus efectos sobre la productividad. Así, y más aun atendiendo a sus sistemáticas caídas año tras año, se hace necesaria la vigilancia de este fenómeno para evitar su excesiva permanencia o una relajación que supusiera su conversión en factor estructural de la economía española, como así parece que es.

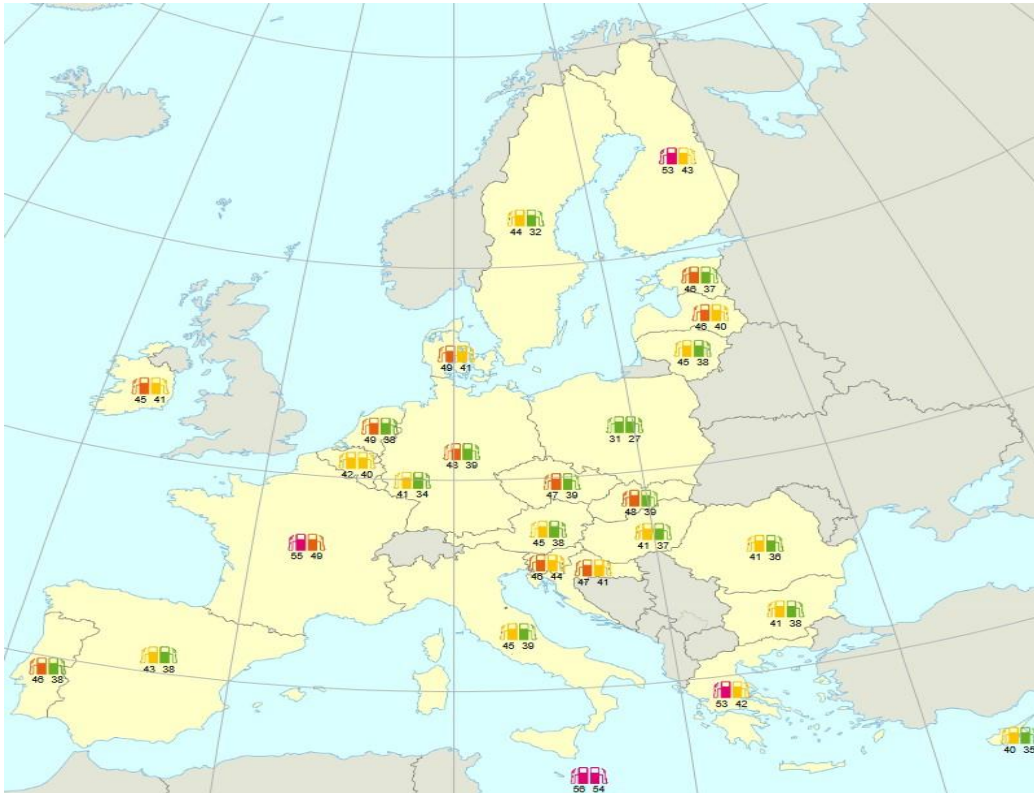
- El tejido empresarial español. Actualmente, en torno al 99% de las empresas españolas son pymes o micropymes, que representan cerca del 62% del PIB nacional y el 66% del empleo. Esta atomización del tejido empresarial también ayuda a explicar la notoria sensibilidad de la economía española ante las perturbaciones externas, dado que las pequeñas empresas son mucho más dependientes del presente económico que las compañías de grandes dimensiones, que se pueden permitir mayores variaciones en su estructura productiva gracias a las reservas acumuladas con el paso de los años. La forma que tiene este hecho de contribuir a la inflación es precisamente a través de unas pymes que, incapaces de soportar el aumento de costes en materias primas o energía (debido a su escasa capacidad financiera), se ven obligadas a trasladar las tensiones a los precios finales.
- La metodología de obtención de datos. Otro de los problemas estructurales (en este caso más bien disparidad) de la economía española consiste en la elaboración de sus estadísticas. La primera de sus diferencias con respecto a la Eurozona es la ponderación otorgada en el IPC a la energía y a los alimentos no elaborados (ítems más estocásticos

de la cesta) que, con un 19%, se aleja del 15% dedicado por la Eurozona, convirtiendo al dato español en más sensible ante las perturbaciones de estos sectores. El segundo, y quizá más relevante elemento para entender la disparidad española, es el funcionamiento del mercado eléctrico y el traslado de sus precios a la estadística nacional. En primer lugar, el mercado *pool*³² existente de forma aislada en la Península Ibérica hace que la variación en los precios sea mucho más dependiente de las contingencias, frente a un mercado europeo caracterizado por la negociación bilateral y la utilización de contratos “*forward*” a largo plazo, cuyo traslado de las variantes externas es mucho más gradual. Esta disparidad hace que España se beneficie de aquellos períodos en los que el precio de la energía está más bajo, pero también que adolezca un fugaz aumento de sus costes cuando suben. La segunda de las incoherencias tiene que ver con la propia medición del componente eléctrico dentro del IPC español. Y es que su indexación total a la tarifa regulada (PVPC), predominante en el mercado mayorista de la electricidad (caracterizado por su alta volatilidad), hace que España sea mucho más vulnerable ante sus variaciones, al menos estadísticamente, que el resto de Estados miembro de la Eurozona.

- Los impuestos energéticos. Si bien España se ha mostrado como uno de los países más afectados por la subida de precios de combustibles fósiles en términos porcentuales, es necesario hacer un análisis con perspectiva. Y es que nuestro país es, a su vez, uno de los que cuenta con unos impuestos fijos más reducidos sobre los carburantes (Gráfico 6.3), haciendo que su precio final sea bastante más bajo que la media de la Eurozona y, por tanto, que su variación porcentual sea más significativa (52% en febrero con respecto al año anterior) que en el resto de países, que han optado por la reducción del impuesto (42% de media en febrero con respecto al año anterior). De esta manera, y a pesar del indudable crecimiento en el nivel de precios, se debe señalar la existencia de una ilusoria magnificación en las estadísticas (Nieves, 2022).

³² Tipología de mercado caracterizada por el método utilizado para la fijación e imposición de cuotas. Gestionado por el Operador del Mercado Ibérico de Energía (OMIE), a través de él, productores, comercializadores y consumidores cualificados de la Península Ibérica acuerdan el precio de la energía para cada hora concreta del día, en función de la oferta y demanda del mercado mayorista.

Gráfico 6.3. Impuesto total en el precio al consumidor final de Gasolina-95 y Gasóleo en la Eurozona.



Fuente: Comisión Europea. Disponible en:

https://ec.europa.eu/energy/maps/maps_weekly_oil_bulletin/latest_taxation_oil_prices.pdf

Como se ha podido comprobar, existen algunos factores que es necesario atender con urgencia y cautela, debido a la complejidad de su idiosincrasia (los problemas en la productividad y las características del tejido empresarial español), mientras que otros, si bien merecedores de importancia, responden a factores más coyunturales o estadísticos, cuya tendencia es la de equilibrarse multilateralmente junto con el resto de países de la Eurozona. Además, teniendo en cuenta que la totalidad de discrepancias estadísticas corresponden a la partida de energía del IPC, el análisis de la inflación subyacente, situada en el 4,4% en abril de 2022 y en el 5,5% en el mes de junio, otorga una visión mucho más fiable y representativa de la situación inflacionista española. Si se compara este dato con la subyacente media de los países de la zona Euro, situada en el 3,9% en abril de 2022, se evidencia la entidad de las variables anteriormente definidas como agravantes del *shock* en España.

6.2.2. Políticas gubernamentales a emprender

Con una inflación exacerbada que alcanza niveles históricos, una productividad laboral a la baja, sindicatos presionando para fijar subidas salariales indexadas a la inflación y una titubeante (y quizás insuficiente) política monetaria por parte del BCE, se hace imprescindible la actuación complementaria desde los Gobiernos nacionales, entre ellos el español, para aplacar los repuntes inflacionistas y anticipar la posible aparición de efectos de segunda ronda o espirales inflacionistas difíciles de confrontar.

En este sentido, y dado que buena parte de la subida de precios tiene un origen energético, algunas de las medidas adoptadas han sido concebidas con la intención de rebajar las presiones al consumidor final (como la reducción de impuestos al consumo de carburantes y de electricidad o el establecimiento de precios máximos). Sin embargo, y anticipando unas duraderas tensiones al alza en el precio de hidrocarburos y gas, estas políticas tan sólo servirían de parcheo y contención a corto plazo. Es necesario el planteamiento de una actuación generalista sobre la economía, que permita un reparto equitativo de los costes en la sociedad y sostenga la coyuntura durante los próximos años.

Algunos economistas (Torres et al., 2022) defienden la idea de abordar la coyuntura a través de tres frentes o políticas diferenciadas:

1. Una *“política fiscal quirúrgica, que compense a los sectores más afectados por el encarecimiento de la energía para así mantenerlos en el mercado”*, acompañada de la elaboración de sendas de ajuste del déficit para los próximos años.
2. Una política monetaria activa, con subidas progresivas en los tipos de interés, que ha sido tratada en epígrafes anteriores.
3. El logro de un pacto de rentas, algo en lo que la mayoría de economistas está de acuerdo y que ha sido avalado incluso por el Banco de España. Este pacto debe ser capaz de limitar subidas de precios, salarios y otras rentas, contribuyendo a la reducción de la alta volatilidad existente en los últimos meses.

Dado lo trascendental de este pacto de rentas en España para evitar que la espiral inflacionista se recrudezca, merece ser analizado independientemente, desgranando así sus posibles aplicaciones.

6.2.2.1. Política de rentas para aplacar la inflación

Un pacto de rentas, hoy día, es igual de necesario como lejano en alcance. A pesar de su más que justificada relevancia, lo cierto es que el contexto social y político, marcado por la crispación y el egoísmo, llevan a cuestionar la imperiosa necesidad de alcanzar un pacto que, de realizarse, requeriría de un consenso total y un reparto equitativo de costes por parte de la sociedad, así como de un esfuerzo político explícito para que saliera adelante. A su vez, este pacto de rentas debería tener un contenido expresamente dirigido a la contención de la inflación, dado que la formulación de caminos alternativos o de objetivos dispares a este podrían agravar aún más la situación.

Según Hernández de Cos (2022) (Gobernador del Banco de España), este pacto debería contar con los siguientes puntos básicos para garantizar su buen funcionamiento:

1. Un reparto total de costes entre los agentes implicados. El reparto equitativo y compensado es imprescindible. Por un lado, si se optara por la conservación del poder adquisitivo actual de las familias únicamente, se acabarían tensionando aún más los canales de comercio internacional y se limitaría la generación de beneficios para las empresas. Esto derivaría en pérdidas de competitividad, cierre de empresas, incremento del paro y, al fin y al cabo, un estancamiento económico que, junto con una inflación disparada, tendría efectos perversos sobre el país. Por otro lado, una política de rentas que mantuviera los márgenes actuales de las empresas, reduciendo tan sólo el poder adquisitivo de los hogares, terminaría por afectar a los propios productores mediante una reducción de la demanda privada.
2. A pesar de su equidad, debe reflejar los impactos asimétricos sobre los distintos estratos sociales y sectores de trabajo. El acuerdo debe pasar por un consenso social justificado, a través del cual se relajen las presiones (sobre todo en materia de costes energéticos) de los sectores y colectivos más vulnerables ante su volatilidad. Esto, que si bien

importante, debe acompañarse de una política fiscal quirúrgica, como ya se ha señalado, y del establecimiento de mecanismos de reparto orientados a la productividad, que reflejen la diferencia entre sectores y empresas.

3. Evitar una posible indexación de salarios y pensiones a la subida de precios, ya que, de no ser así, retroalimentaría la inflación, minando la economía a través de efectos de segunda ronda que harían inservible el pacto de rentas acordado.
4. Alcanzar un compromiso explícito con las empresas de moderación de sus márgenes de beneficios, que justifiquen la actuación sobre los salarios y permitan aumentar la competitividad global.

A su vez, cabe proferir comentarios acerca de una serie de factores que han de cumplirse íntegramente para garantizar la eficacia de esta política de rentas:

- El pacto de rentas debe realizarse en el momento idóneo, es decir, cuando se perciba una estabilización o moderación del nivel de precios y expectativas, dado que la elaboración de un acuerdo precipitado podría desembocar en acuerdos sobrevalorados que mermen la competitividad del país.
- El pacto debe contemplar la vinculación de las rentas a la productividad. En este sentido, debe promulgarse un pacto de rentas de contención, que evite indexaciones en los salarios, ya que su efecto directo sería la alimentación de la inflación y su consecuencia final la generación de un círculo vicioso que dirigiría el nivel de precios al alza de forma perpetua. Para evitar esto, se debe facilitar una progresiva desindexación de la economía tanto del SMI como de las pensiones, así como la vinculación directa de estas últimas, junto con los salarios públicos, a la productividad laboral. Iniciado el proceso desde las “remuneraciones públicas”, el efecto derivado lógico es el ajuste automático de los salarios del sector privado. Solo a través de esta vinculación, la subida de los salarios vendría determinada por un aumento real de la productividad y, por tanto, de la competitividad del país.

- De forma complementaria al pacto de rentas, sería imprescindible la orientación de expectativas o la utilización de políticas de *forward guidance* desde el Gobierno español, con el fin de concienciar al electorado sobre lo perjudicial que supondría la aparición de efectos de segunda ronda o la estructuralización de la inflación, poniendo énfasis además en una pérdida de renta inevitable cuyos costes deben repartirse.
- Por último, una medida que, si bien no entra dentro del pacto de rentas pero que resultaría imprescindible en aras de reducir las presiones sufridas por los consumidores finales en materia energética, sería la progresiva desvinculación del precio de la energía del pequeño consumidor (el más vulnerable) al mercado mayorista (el más volátil). Esta medida ayudaría a estabilizar las rentas de consumo y a reducir su dependencia directa a la coyuntura energética.

En conclusión, y vistas cada una de las características que permiten hablar de un pacto de rentas exitoso, hoy en día resulta más utópico que probable, debido a la necesidad de aglutinar un consenso social y político en todos sus aspectos. Aun así, la clase política tiene la responsabilidad de visualizar las consecuencias futuras de su inactividad en la actualidad y tiene la obligación de, al menos, esforzarse y negociar por una política de rentas general que, en palabras de Fernando Fernández (2022) *“sacrifique falso crecimiento hoy para garantizar una expansión contenida a medio plazo”*

7. ¿QUÉ PUEDE SUCEDER?: POSIBLES ESCENARIOS CON ESPECIAL REFERENCIA PARA ESPAÑA

Una vez analizados los principales causantes de la inflación, su controvertida situación en el momento actual, así como la hoja de ruta a seguir tanto en materia de política monetaria (desde los bancos centrales más representativos), como en materia de política gubernamental (para el caso concreto de España), resta el tratamiento de un último punto, consistente en el análisis de los escenarios futuros más probables y sus factores de afectación no solo para el caso de la inflación, sino para la economía en general. Este análisis se basará en el estudio de un conjunto de variables que, si bien contaminadas por altas cotas de incertidumbre, son de indiscutible trascendencia en el paradigma económico, por lo que su consideración se antoja imprescindible para cualquier

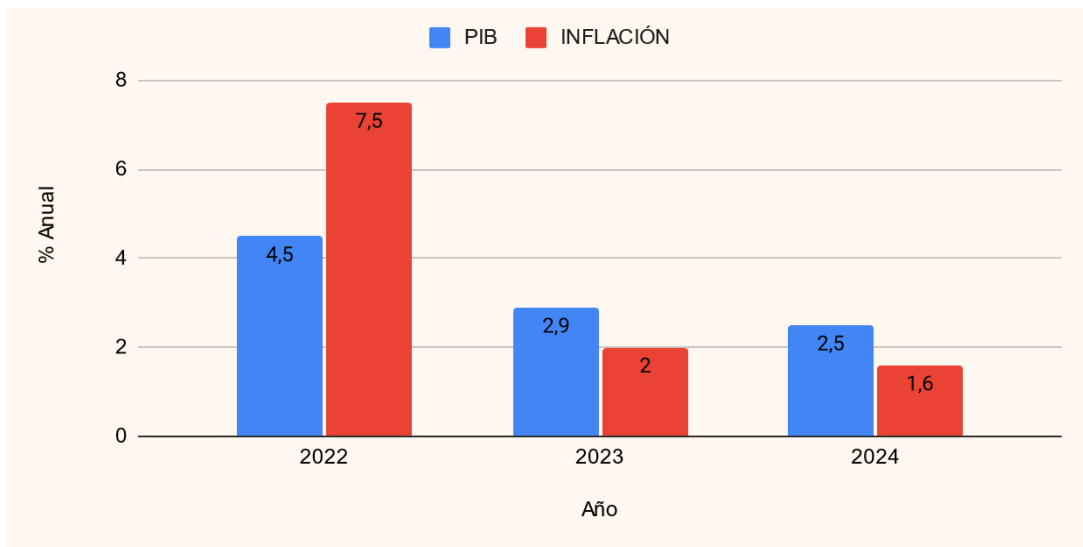
entidad u organismo, ya sea público, privado, nacional o internacional, y para cualquier Estado adscrito a los mercados globalizados actuales.

7.1. Variables a tener en cuenta

Como se ha podido comprobar en las últimas crisis generalizadas, uno de los factores condicionantes de su especie ha resultado ser, sin duda, la fugacidad en el contagio de los problemas macroeconómicos, un hecho brindado por la globalización y la alta dependencia de las economías del exterior. De esta manera, las entidades ya no solo han de poner el foco en el entorno político, social y económico más próximo a su actividad, sino que los mercados interconectados han hecho que su radio de influencia pase a ser global. A partir de estas premisas, se tratará de representar una serie de variables condicionantes de los escenarios futuros que, si bien podrían valer para analizar el contexto de cualquier país, se utilizarán para colocar el foco de atención en la economía española y sus posibles derroteros.

En primer lugar, es necesario establecer unas previsiones medias de crecimiento e inflación para los próximos años, proporcionados por la evaluación de la coyuntura realizada por el Banco de España (Gráfico 7.1). Estos valores, sin embargo, pueden verse sujetos a múltiples revisiones o modificaciones (como ha sucedido recientemente con las previsiones de la Comisión Europea, que elevan la tasa de inflación media para España en 2022 hasta el 8,1% y mantiene la tasa de crecimiento del PIB en el 4%), consecuencia de la evolución de las siguientes variables: (i) las tensiones geopolíticas, las sanciones internacionales y la organización económica mundial; (ii) la COVID-19 y los confinamientos en China; (iii) la política monetaria; (iv) las políticas gubernamentales; (v) la energía y (vi) la inflación.

Gráfico 7.1. Evolución del PIB e IPC en la economía española (Escenario medio).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

▪ **Evolución de tensiones geopolíticas, sanciones internacionales y organización económica mundial.**

Como ya se analizó en el epígrafe dedicado exclusivamente al conflicto bélico iniciado en Ucrania, de su duración, más o menos longeva, se pueden derivar una serie de consecuencias preocupantes para el panorama económico. Así, y dejando claro que cualquiera de los escenarios que no implique un cese inmediato de las hostilidades es negativo, cuanto mayor sea el tiempo que se prolongue la guerra, mayores serán las tensiones en los mercados internacionales, que se verán incrementadas por tres vías:

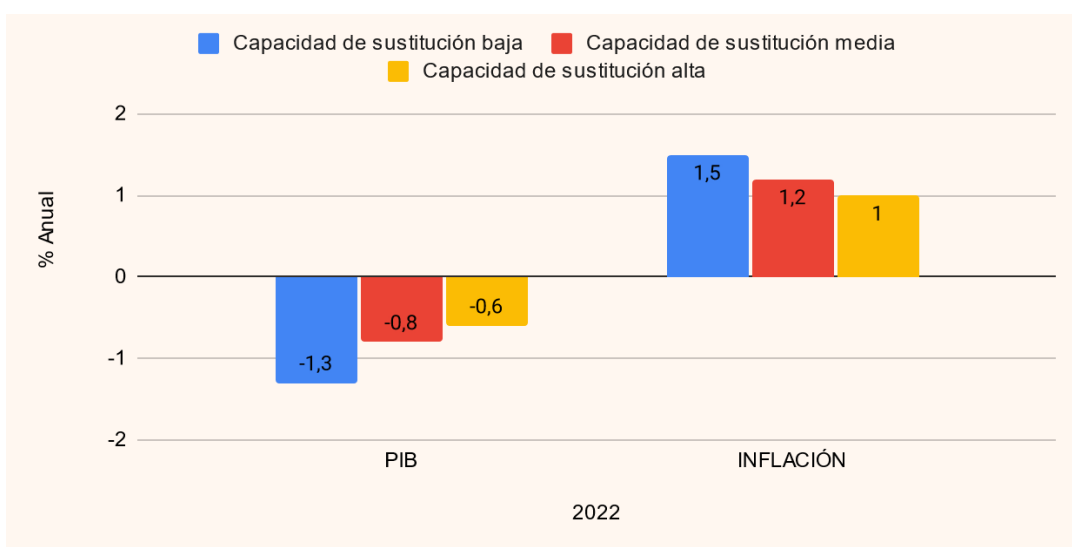
- Encarecimiento de materias primas (energéticas y alimentarias) de las que Rusia controla gran parte de la producción y, por lo tanto, sostenimiento de altas tasas de inflación general que podrían derivar en filtraciones a la subyacente.
- Endurecimiento de las sanciones internacionales, que pueden hundir aún más la economía rusa y afectar gravemente al desarrollo ordinario del comercio internacional, reduciendo así las expectativas de crecimiento para los países más dependientes de su producción, pero también para el resto de forma indirecta.

- Generación de nuevos paradigmas económicos tras la guerra. La idea general imperante es que las relaciones económicas internacionales van a ser diferentes a las concebidas hasta ahora, y la formación de dos ejes, uno liderado por los países de la OTAN, y otro por Rusia y China, hace tambalear las estructuras internas de las organizaciones económicas internacionales, conduciendo a los países a plantearse nuevas formas de desarrollo ante la dificultad para soslayar la dependencia económica de las grandes potencias.

Las repercusiones concretas de este posible problema para España, fijando el escenario más desfavorable en el cierre del comercio con Rusia, obligarían a revisar las previsiones del escenario medio (Gráfico 7.2). A partir del estudio del Banco de España (Gavilán, 2022), el crecimiento del PIB y de la inflación en 2022 podrían verse corrompidos por alteraciones del comercio con Rusia en la siguiente medida:

- Crecimiento del 3,9% e inflación de 8,5% si el cierre del comercio se produce con bienes o servicios de alta sustitución.
- Crecimiento del 3,7% e inflación de 8,7% si el cierre del comercio se produce con bienes o servicios de media sustitución.
- Crecimiento del 3,2% e inflación de 9% si el cierre del comercio se produce con bienes o servicios de baja sustitución.

Gráfico 7.2. Revisión de las previsiones de PIB e IPC en la economía española por el cierre de comercio con Rusia en 2022.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Sin embargo, y a pesar de continuar incidiendo en el conflicto ucraniano como el más perjudicial para los países occidentales, existen otras tensiones geopolíticas que pueden marcar el futuro y presionar aún más los canales comerciales. Entre ellas destaca el conflicto en el Sáhara Occidental entre Marruecos y Argelia, que ya está generando consecuencias en España por su intromisión indirecta. De hecho, en el mes de junio de 2022, Argelia anunció la ruptura del *Acuerdo de Amistad, Buena Vecindad y Cooperación*, como consecuencia de la política exterior profesada por el Gobierno español en los últimos meses, así como su progresivo acercamiento a Marruecos. Esto comporta una noticia claramente perjudicial para los intereses de la economía nacional, y es que no solo supone la merma de los vínculos comerciales con uno de los principales socios del país en el Norte de África (Gráfico 7.3), sino que podría tener una incidencia directa (al alza) sobre el precio de la energía, dado que el gas importado en España proviene, en un 30%, de este país (Charte, 2022). Si bien el suministro de la materia prima no pelagra en exceso debido a las cuantiosas sanciones que supondría el incumplimiento contractual para Argelia, esta crisis diplomática podría afectar gravemente en la renegociación de los precios del gas, cuya subida está garantizada.

Gráfico 7.3. Resumen de las relaciones bilaterales existentes entre Argelia y España en materia comercial.



Fuente: Eleconomista. Disponible en: [El contrato de Naturgy impide cortar a Argelia el gas a España hasta 2032 \(eleconomista.es\)](https://www.eleconomista.es)

De nuevo, el tratamiento de este conflicto geopolítico queda a expensas de la gestión bilateral entre ambos gobiernos y la debida intermediación de las organizaciones económicas internacionales. Sin embargo, el simple hecho de su generación ya está suponiendo una afectación sobre las expectativas de crecimiento (a la baja) e inflación (al alza) de España, retrasando más si cabe la posibilidad de aplicar un pacto de rentas en aguas tranquilas.

- **Evolución de la COVID-19 y los confinamientos en China**

A pesar de que el virus parece cada vez más disipado de la conciencia social, sobre todo en los países occidentales (incluso estando inmersos ya en una séptima ola), lo cierto es que hay que vigilar en corto su evolución y su posible afectación a otros países del mundo. Este es el caso actual de China, que, siguiendo de forma ferviente su campaña de “COVID cero”, se ha visto obligada a confinar, de nuevo, un gran número de ciudades (alrededor de un 40% del PIB inmovilizado). Esto es realmente preocupante si se tiene en cuenta que China es, con diferencia, el país con mayor volumen de exportaciones en el mundo y la economía emergente más importante en la actualidad. Mantener su economía en una situación de confinamiento implica la ralentización de gran parte de los puertos y centros de producción³³, haciendo además que las exportaciones salgan a destiempo y con mayores costes. Esta compleja situación se presenta como un nuevo *shock* inflacionista que hace peligrar las expectativas de estancamiento de las tasas del IPC y puede someter, sobre todo a los receptores más destacados de los productos chinos, a una inflación todavía más incisiva (Torres et al., 2022).

De nuevo, la mayor o menor importancia de este evento vendrá determinada por su duración. Así, la rápida disminución de los contagios augura, hoy día, una rápida reactivación de la economía china en los próximos meses, que restaría gravedad a su efecto.

- **Evolución de la política monetaria**

Otra de las variables que gozará de mayor importancia a la hora de plantear los escenarios futuros en términos económicos será la evolución de la política monetaria. Caracterizada hasta ahora por su carácter acomodaticio (profesado

³³ Las importaciones en China actualmente deben permanecer siete días en cuarentena antes de su tratamiento.

tanto por la Fed como por el BCE), como se ha podido contrastar en el epígrafe 5 de este *Trabajo* dedicado exclusivamente a su análisis, parece haber modificado su estrategia hacia la proactividad, emprendiendo planes de escalada de tipos que permitan la progresiva contracción de las expectativas inflacionistas sin alterar sobremanera la reactivación económica.

Si bien el planteamiento de la política resulta libre de fallas, la verdadera implicación de esta variable con respecto al escenario futuro depende más de los tiempos empleados por los bancos centrales. Y es que, incidiendo de nuevo en algunas de las críticas que estos han recibido, una excesiva relajación de índole expansiva, acompañada por la tardanza en la aplicación de medidas de contención (estimuladas a su vez por los retardos externos inherentes a su idiosincrasia) podrían haber supuesto un profundo recorte del crecimiento futuro o una prolongación indeseada de los problemas actuales. Si las políticas llegaron o no a tiempo es algo que se conocerá con el paso de los meses, a la vez que sus consecuencias se harán notar para la población.

- **Evolución de políticas gubernamentales**

Aunque la política monetaria es indispensable, enfocar la estabilización de precios únicamente a través de subidas en los tipos de interés podría resultar no solo insuficiente, sino también contraproducente, debido a la necesidad de políticas complementarias que relajen las presiones sobre los mercados y faciliten la transición hacia el encarecimiento de la deuda. No se olvide, en adición, que la estrategia de la política monetaria, tanto de la Fed como del BCE, otorga un papel relevante a otras políticas económicas para ayudar a lograr este cometido.

En este sentido, y si se pone el foco en España, gran parte del protagonismo de la expansión o contracción del crecimiento vendrá determinado por las acciones emprendidas desde el Gobierno. Así, deben citarse (y valorar sus posibles efectos) algunas de las políticas ya emprendidas, de las que aún no se han emprendido pero que lo harán y de aquellas otras potencialmente beneficiosas para el conjunto de la nación pero que presentan dificultades para su implantación:

- **Políticas ya emprendidas.** Destacan sobre el resto las medidas aprobadas en el Real Decreto Ley 6/2022, de 29 de marzo, con impacto directo sobre la inflación, como son:
 - Bonificación extraordinaria y temporal (entre el 1 de abril y el 30 de junio de 2022, prorrogada recientemente hasta el 31 de diciembre de 2022) en el precio de venta al público de los carburantes.
 - Reducción de los cargos del sistema eléctrico en un 36% respecto a marzo hasta el 31 de diciembre de 2022 (un 55% respecto a agosto de 2021).
 - Prórroga de las limitaciones en las revisiones del precio de la tarifa de último recurso de gas natural de abril y julio de 2022 (máximo incremento del 5% para el consumidor minorista).
 - Prórroga hasta el 30 de junio de 2022 de la suspensión del IVPEE y de tipos reducidos en el IVA de la factura eléctrica (10%) y del IEE (0,5%).
 - Límite máximo de la revisión de los contratos de alquiler en el 2% del 1 de abril al 30 de junio de 2022.

Estas medidas, si bien se prevén efectivas para aplacar temporalmente el ascenso de la inflación (el Banco de España estima una reducción de entre 0,5 puntos porcentuales (pp.) y 0,8 pp. en la tasa de inflación media de 2022 frente a un escenario sin medidas), no se pueden considerar como opción a largo plazo para la erradicación del problema, dado su carácter de contención, pero que no atiende al verdadero origen del desequilibrio macroeconómico. Además, algunos economistas las consideran inadecuadas e inservibles por su carácter generalizado (como es el caso de la primera medida) y reclaman la aplicación de políticas “quirúrgicas” que asistan sólo a los sectores más afectados.

- **Políticas por emprender.** Relacionado con esto último, y teniendo en cuenta que se está haciendo referencia a políticas que aún no están en vigor pero que, a corto plazo, se espera su activación, se encuentra, como no, la ya mencionada política fiscal y presupuestaria, crucial a la hora de contener la inflación y cuya mala ejecución (ya sea a través de medidas impositivas poco contundentes o mediante el despilfarro de gasto público) podría desembocar en escenarios muy desfavorables

para la economía española, con efectos de segunda ronda de consecuencias inusitadas. Otra de las medidas, en este caso ya aprobada, cuyo objetivo se centra en relajar las tensiones provocadas por la inflación, es la limitación del precio del gas hasta alcanzar un promedio de 48€/mW hora durante los próximos 12 meses (al menos hasta el final del invierno de 2023) (Real Decreto Ley 10/2022). Con partidarios y detractores, de nuevo se antoja una política de parcheo ante la subida de precios, sin atender a uno de los principales problemas de la economía: la vinculación directa de los precios del consumidor al mercado mayorista energético. Se espera que estas medidas calmen las aguas y permitan estabilizar los niveles de inflación para dar cabida a la posible aplicación de un pacto de rentas eficaz.

- **Políticas potencialmente beneficiosas para el conjunto de la nación.**

Se incluyen aquí aquellas políticas que, desde nuestro punto de vista, deberían ponerse en marcha, no sólo por su trascendencia en el momento actual, sino también por la necesidad de corregir dolencias estructurales en la economía española que han sido analizadas en diferentes epígrafes de este *Trabajo*, como son:

- Un pacto de rentas que reparta los costes de la inflación entre toda la población.
- La desvinculación del precio del consumidor del mercado de mayoristas en el sector eléctrico.
- El establecimiento de mecanismos que permitan vincular las subidas salariales a la productividad y no a la evolución del IPC.

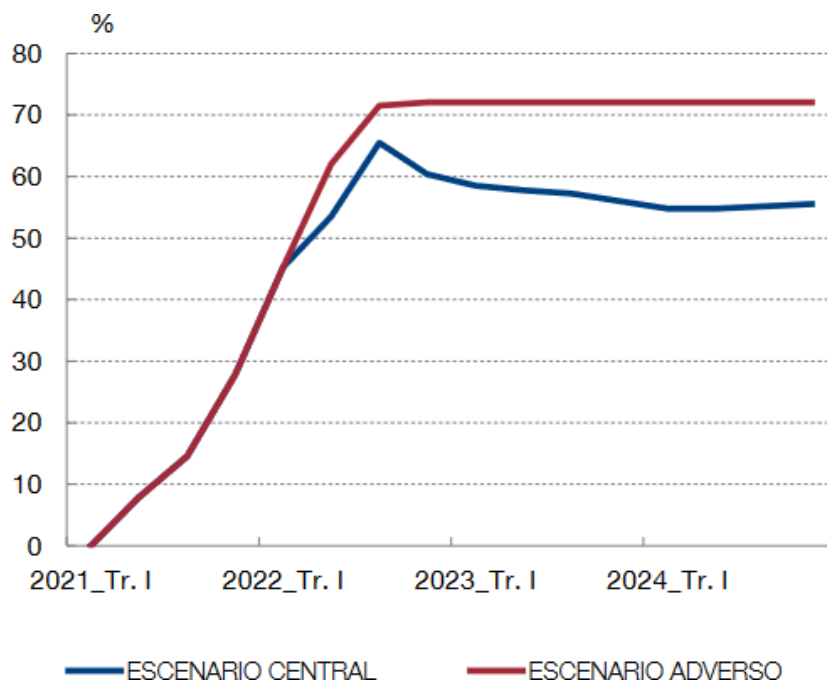
La aplicación de estas medidas contribuiría a solucionar los problemas del duro (pero obligatorio) reparto de los costes de la inflación, de la alta volatilidad de las facturas de la luz de los particulares y de la contención de los efectos de segunda ronda.

▪ **Evolución de la energía**

La evolución de la energía será, sin duda, uno de los principales condicionantes del escenario futuro para la economía mundial. Como ya se ha señalado en numerosas ocasiones, su mayor o menor incidencia está directamente vinculada a la duración del conflicto bélico en Ucrania, aunque el mantenimiento de altas tensiones en los precios es un hecho refutado que comporta uno de los mayores

retos para las economías modernas. En cuanto a la evolución de su precio y la afectación sobre la economía española, su volatilidad impide un tratamiento 100% fiable. No obstante, según el Banco de España, el escenario más probable contempla una progresiva desescalada del nivel de precios en los próximos dos años mientras que, en el escenario más desfavorable, los precios energéticos se mantendrían anclados en los niveles actuales como consecuencia de una hipotética prolongación del conflicto en Ucrania (Gráfico 7.4).

Gráfico 7.4. Previsión del shock del precio de la energía.

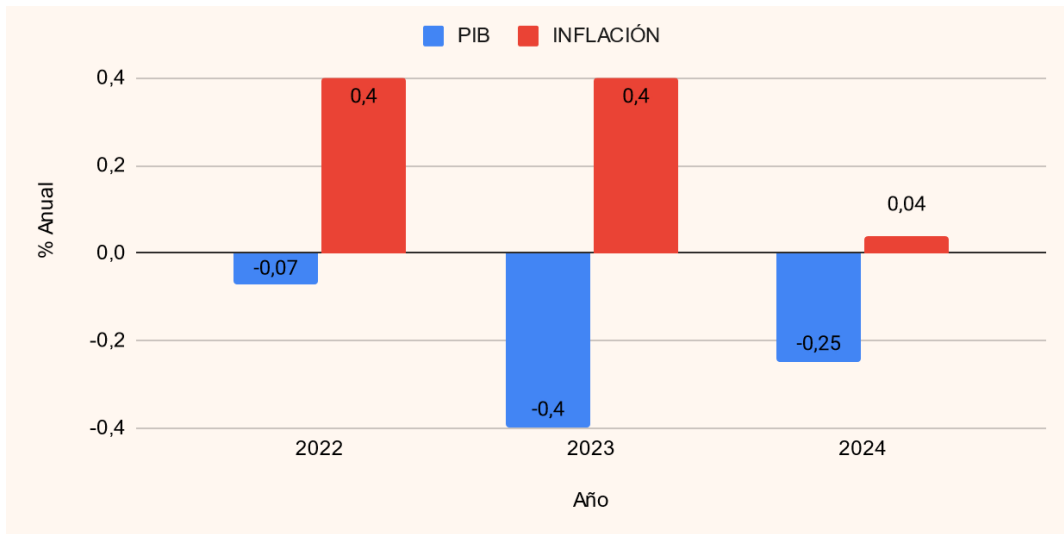


Fuente: Banco de España. Disponible en: [Proyecciones macroeconómicas de España \(2022-2024\) \(bde.es\)](https://www.bde.es/estadisticas/proyecciones-macroeconomicas-de-espana-2022-2024)

El alcance de esta última situación podría afectar a las previsiones de crecimiento para España. Según el Banco de España (Gavilán, 2022), el crecimiento del PIB y de la inflación en 2022 podrían verse corrompidos por el mantenimiento de elevados precios energéticos en la siguiente medida (Gráfico 7.5):

- Una tasa de crecimiento del PIB del 4,43% e inflación del 7,9% para 2022.
- Una tasa de crecimiento del PIB del 2,5% e inflación del 2,4% para 2023.
- Una tasa de crecimiento del PIB del 2,25% e inflación del 1,64% para 2024.

Gráfico 7.5. Revisión de las previsiones de PIB e IPC en la economía española por el mantenimiento de precios elevados en el sector energético.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

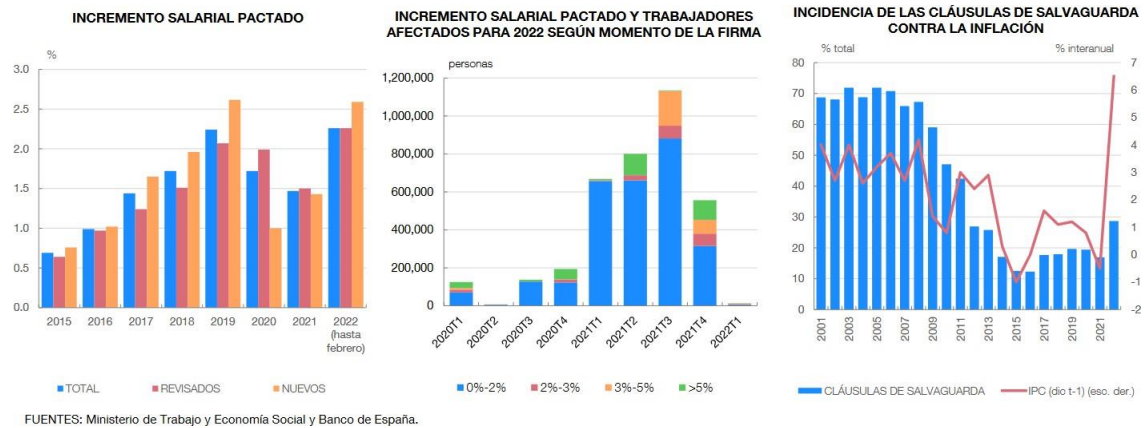
▪ Evolución de la inflación

Por último, la evolución de la variable macroeconómica que da origen a este *shock* (y a este *Trabajo*) vendrá determinada por la conjugación de todos los factores anteriores. La duración de la guerra, la efectividad o ausencia de las políticas gubernamentales, el papel de la autoridad monetaria, etc. vendrán a definir los siguientes pasos a dar por el nivel de precios. Para reflejar en datos su significado, se utilizarán de nuevo las previsiones realizadas por el Banco de España, que maneja toda esta información y tiene en cuenta además otros factores condicionantes del entorno económico. Así, la previsión actual (que ya ha sido revisada al alza en varias ocasiones) sitúa un nivel de inflación aún elevado para 2022 (Gráfico 7.1), alrededor del 7%, que espera minorar para 2023, situándose en el objetivo del 2%, para acabar 2024 con un dato cercano al 1,6%. Sin ir más lejos, como ya se ha comentado, el pasado 14 de julio de 2022, la Comisión Europea ha elevado la previsión de inflación para España en 2022 al 8,1% en 2022, frente a la anterior previsión del 6,3%.

Sin embargo, se debe abordar la posible aparición de los temidos efectos de segunda ronda, que vendrían generados por filtraciones de las subidas de precios a los salarios, generando un círculo vicioso de pérdida de credibilidad en la moneda. Lo cierto es que, según la infografía recogida por el Banco de España, hoy en día no se puede hablar de la existencia de severas filtraciones, dado que ni los salarios pactados han crecido a la par que los precios (los trabajadores están perdiendo poder adquisitivo) ni tampoco las empresas están

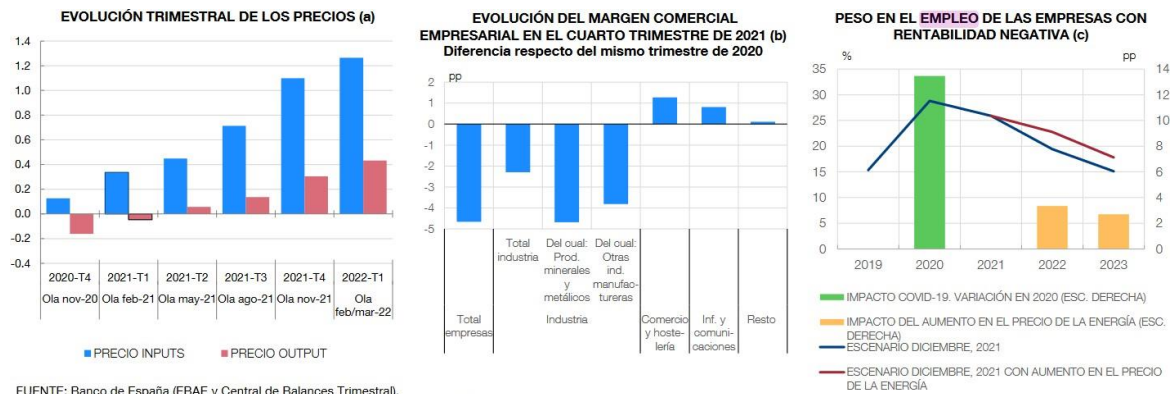
trasladando completamente el aumento de los costes de producción a sus precios (los márgenes se están reduciendo) (Gráficos 7.6 y 7.7).

Gráfico 7.6. Evaluación de filtraciones de las subidas de precios a los salarios.



Fuente: Banco de España. Disponible en: [Proyecciones macroeconómicas de España \(2022-2024\) \(bde.es\)](https://www.bde.es/estadisticas/proyecciones-macroeconomicas-de-espana-2022-2024)

Gráfico 7.7. Evaluación de filtraciones de las subidas de precios a los márgenes empresariales.

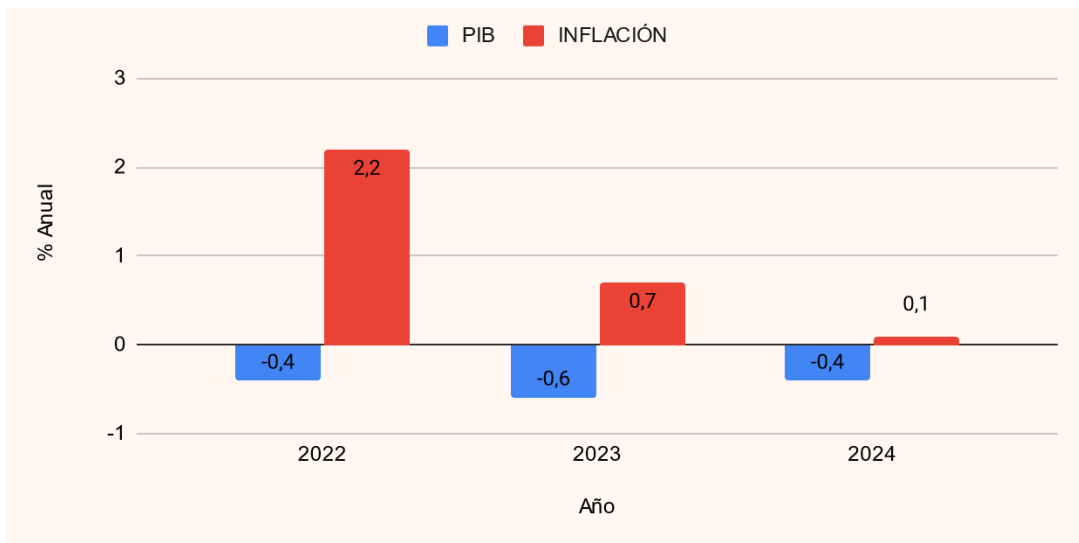


Fuente: Banco de España. Disponible en: [Proyecciones macroeconómicas de España \(2022-2024\) \(bde.es\)](https://www.bde.es/estadisticas/proyecciones-macroeconomicas-de-espana-2022-2024)

Ahora bien, si se supone un escenario contrario, en el que trabajadores y empresarios luchan por recuperar su pérdida de poder adquisitivo, se obtendrían las siguientes repercusiones para la economía española (Gráfico 7.8.) (Gavilán, 2022):

- Una tasa de crecimiento del PIB del 4,1% e inflación del 9,7% para 2022.
- Una tasa de crecimiento del PIB del 2,3% e inflación del 2,7% para 2023.
- Una tasa de crecimiento del PIB del 2,1% e inflación del 1,7% para 2024.

Gráfico 7.8. Revisión de las previsiones de PIB e IPC en la economía española por la aparición de efectos de segunda ronda.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

A su vez, de todas estas variables dependerá la evolución del crecimiento económico general y del nivel de desempleo, que reflejarán tanto la efectividad de las políticas aplicadas como la evolución del contexto económico. Así, la meta final se concreta en la persecución de una estabilidad de precios a medio plazo, que quizá merme ligeramente las expectativas de crecimiento económico por el carácter restrictivo de las medidas que se precisan para conseguirlo, pero que se torna imprescindible para renunciar a un crecimiento ilusorio hoy que asegure un crecimiento moderado en el futuro (Fernández, 2022) y para anticipar unos efectos de segunda ronda que, de producirse, dificultarían mucho la capacidad de recuperación.

8. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

8.1. Conclusiones

Las principales conclusiones que se pueden extraer de la investigación realizada en este *Trabajo de Fin de Grado* se resumen en las siguientes:

1. La complejidad que entraña el análisis de un problema macroeconómico como la inflación. Las grandes dificultades que han existido (y que existen) a lo largo de la historia del pensamiento económico para llegar a un consenso que explicara su procedencia se han trasladado cientos de años adelante, hasta la actualidad, en forma de un intrincado proceso por predecir las inusitadas y peligrosas variaciones en el nivel de precios. Esto demuestra que, a pesar de haber sido estudiada a lo largo de la historia en sus múltiples formas, la inflación sigue siendo una gran desconocida para los economistas, capaz de sorprender y romper con los pronósticos realizados por todos ellos. En honor a Paul Samuelson, uno de sus economistas más estudiosos se puede decir que la hipotética resolución de este problema merecería *“mucho más que un premio Nobel”*.
2. La dificultad de interiorizar la importancia de la estabilidad de precios por la población, cubriendo a la inflación de un *“velo de invisibilidad”* tan solo descubierto por la variación significativa en las facturas. Una vez saltan las primeras alarmas, los miedos, las precauciones y la generación de expectativas son mucho más palpables, consecuencia de unos efectos equiparables o incluso más perniciosos que otros fenómenos macroeconómicos.
3. La generación del proceso inflacionista actual ha venido a romper con un largo período de estabilidad monetaria, que tan solo se había visto corrompido por temporalidades deflacionistas. El origen de esta desestabilización en el nivel de precios ha sido dual: por la vía de la oferta, a través de subidas de precios en el sector de la energía, ya sea por razones económicas (incapacidad de afrontar la demanda) o extraeconómicas (mantenimiento de márgenes), pero con una retroalimentación directa en la demanda, cuya expansión a ultranza, tras el período de *shock* inflacionista, generó desabastecimiento y las

presiones al alza de los precios en gran parte de los sectores, destacando el energético, el tecnológico y el de la alimentación. Especial mención se debe hacer también a la incidencia acumulada de una década de esfuerzos expansivos en la economía mundial, que ha ido gestando de forma escalonada un problema detonado por la incidencia de una pandemia, acompañados todos ellos por efectos estadísticos que pueden llegar a magnificar las interpretaciones.

4. Una vez más, se ha evidenciado el lado negativo de la globalización. La totalidad o al menos la gran mayoría de las causas que han ocasionado el *shock* actual (energía, cuellos de botella, etc.) no se producirían si no existieran las estrechas relaciones de dependencia entre los países industrializados. Se podría decir que es el pequeño gran precio de vivir en la época más avanzada de la historia, pero, a la vez, la más frágil ante los cambios en su entorno.
5. Tal y como se podía esperar, más sabiendo sus causas, los sectores más afectados por la inflación fueron, en un principio, el de la energía y el alimenticio, pero su incidencia rápidamente sería identificable en otros también acostumbrados a la volatilidad, como el tecnológico (consecuencia sobre todo del desabastecimiento mencionado) o el de transportes (por los costes derivados del combustible). Sus efectos sobre la inflación subyacente fueron remitidos (más en la Eurozona que en EE.UU) sin embargo, los acontecimientos posteriores, acompañados de notorias filtraciones en los porcentajes han obligado a modificar expectativas y adelantar medidas correctoras.
6. La problemática energética en materia de precios emerge desde tres vías diferentes. En primer lugar, el gas, que se puede considerar como el pionero del desequilibrio, y cuya subida de precios se ha debido principalmente a un exceso de demanda a nivel global y un suministro, ya limitado, que se ha visto agravado por las tensiones geopolíticas y la insuficiente producción de las renovables. En segundo lugar, se encuentra la electricidad, cuya escalada de precios está intrínsecamente vinculada al mercado del gas y a los costes de emisión de CO₂, pero cuya percepción por parte del consumidor es más notoria debido a la repercusión directa sobre su factura. Por último, la subida de precios

del petróleo está más vinculada con factores de oferta, como las limitaciones de producción consensuadas en el seno de la OPEP o la falta de inversión estadounidense en la extracción de crudo.

7. La guerra acaecida en Ucrania no solo ha supuesto una nueva crisis social, sino que también ha intensificado, sobre todo en el interior del continente europeo, el *shock* económico iniciado con la pandemia. Los bloqueos, sanciones y rupturas comerciales han provocado una merma en las expectativas de crecimiento que, acompañadas por unas tasas de inflación récord y una política monetaria aún expansiva, hace que los intelectuales en la materia alerten sobre un posible regreso de la estanflación.
8. La urgencia de la situación y la necesidad inmediata de liquidez obligó a los bancos centrales más importantes (BCE y Fed, entre otros) al mantenimiento de una política ultra expansiva (basada en el mantenimiento de tipos bajos y cuantiosas inyecciones de liquidez) que, evidenció, por otra parte, una excesiva permisividad con respecto a la subida de precios. Primero considerada irrelevante, después temporal y, posteriormente, permanentemente temporal, la inflación demostró su carácter permanente y obligó a las dos instituciones, una a cada lado del Atlántico, a actuar de urgencia para anticipar los dañinos efectos de segunda ronda a través de la elaboración de planes para una progresiva subida de tipos en 2022.
9. La inflación diferencial se ha convertido en un tema muy controvertido dentro de la Eurozona. La actual disparidad en el valor de la moneda por países evidencia la diversidad de dependencias y factores estructurales que caracterizan a cada Estado miembro y, sin políticas expresas que orienten estas variables hacia una relativa homogeneidad a medio plazo, la moneda comunitaria se podría desestabilizar gravemente. La solución de este problema no solo pasa por la articulación de una política monetaria estricta, unánime y sin concesiones, sino que se debe complementar con políticas gubernamentales coordinadas, orientadas a equilibrar los niveles de precios.

10. La economía española ha demostrado, una vez más, su identidad espasmódica, a través de unas expectativas de crecimiento extremadamente volubles, que van de la mano de las alteraciones producidas en su entorno. La inflación ha sido especialmente incisiva en España como consecuencia de factores inherentes al sistema económico del país, como un tejido empresarial basado en pymes o unos cada vez más intensos problemas de productividad laboral. Su solución pasa por el planteamiento de una actuación basada en tres pilares: una política monetaria restrictiva y rígida emanada desde el BCE, una política fiscal quirúrgica que cubra los daños de los sectores más afectados y un pacto de rentas que permita un reparto equitativo de los inevitables costes de la inflación entre toda la sociedad.

11. Los escenarios futuros planteados para España con mayor probabilidad no son del todo alarmantes, sin embargo, su fácil alteración por variables externas, tales como el confinamiento parcial en China, la evolución de la guerra o de las políticas económicas emprendidas hacen del escenario futuro una total incertidumbre y obliga más que nunca a los gobiernos a emprender políticas basadas en la resiliencia y en la adaptación de las economías a su particular contexto.

8.2. Recomendaciones

Las recomendaciones que se proponen tras la realización de este *Trabajo* se presentan a continuación:

1. Sería deseable que el *shock* económico acontecido sirva como precedente para practicar una mayor cautela a la hora de emprender políticas correctoras susceptibles de afectar a uno de los pilares fundamentales de la política monetaria: la estabilidad de precios.

2. Deben contemplarse medidas que atiendan a problemas estructurales inherentes a la economía nacional, como la progresiva desvinculación del precio de la energía para el pequeño consumidor (PVPC) al mercado mayorista, caracterizado por su gran volatilidad. Esta medida no vendría a corregir la amplia variedad de rigideces presentes en el sector energético, pero sí ayudaría a evitar un fugaz trasvase de sus

alteraciones a las facturas de las familias y empresas más vulnerables, diluyendo los perjuicios de *shocks* puntuales en las temporalidades subsecuentes.

3. Existe una necesidad demostrada de diseñar políticas resilientes, evitando así, en la medida de lo posible, la aplicación de políticas rígidas que impidan la realización de modificaciones tendentes a la asimilación de los múltiples escenarios que pueden plantearse. Por este motivo, es más importante que nunca presentar previsiones con escenarios de probabilidad, que permitan evaluar las diferentes situaciones a las que se puede enfrentar una economía en función de su entorno.
4. La importancia de retrotraer el punto de mira hasta escenarios macroeconómicos pasados para entender las causas y las características de los desequilibrios, pero con la concienciación de que cada crisis, sobre todo actualmente, proviene de factores muy diversos y completamente variantes, cuya atención requiere de un análisis aislado y exhaustivo que puede tener poco que ver con épocas pasadas. Además, y en este sentido, es preciso evitar la aplicación de políticas recicladas, basadas en ideologías o erróneamente refutadas por su efectividad en otros contextos temporales o geográficos.
5. Tras un período traumático a nivel social, caracterizado por la actualización constante de las portadas, se forja una oportunidad irremplazable de concienciar a la población sobre la importancia de la estabilidad de precios, acabando por fin con el “*velo de invisibilidad*” que cubre a la inflación y confiriendo a este problema una importancia igual o superior que al resto de variables macroeconómicas, más comúnmente apegadas a la colectividad social.
6. Enlazando con la recomendación precedente, la aplicación efectiva del pacto de rentas en España pasa por una preventiva política de concienciación social, que transmita la necesidad de aplacar la inflación lo antes posible y así anticipar unos efectos de segunda ronda que, de producirse, agravarían aún más la ya compleja situación. Este escenario tan solo es viable a través de un reparto equitativo de los costes (ya irreversibles) entre toda la sociedad.

7. Se torna necesaria una continua revisión de las previsiones de crecimiento económico, ante el posible hallazgo de indicios de estanflación, lo que supondría la articulación de estrategias y políticas de urgencia que evitaran, por todos los medios, la incidencia de un fenómeno que, de producirse, acabaría por minar unas economías ya más que tocadas.
8. Se recomienda, más si cabe, la priorización de una rápida transformación energética multilateral, que acabe, al menos parcialmente, con la dependencia ineludible de las energías fósiles no renovables, sector causante de las generalizadas rigideces en los mercados y origen de los dos últimos brotes inflacionistas en la economía mundial (1973 y 2022). Además, en el corto plazo, se aboga por la evasión de ciertas relaciones de dependencia (sobre todo en materia energética) con países cuyo comercio albergue incertidumbre, tales como Argelia o Rusia, a través de la diversificación de la cartera de proveedores o del impulso de estrategias de autoabastecimiento.
9. Vistas las acusadas disparidades de precios en el seno de la Eurozona, se recomienda la coordinación de políticas gubernamentales que, bajo la estricta vigilancia de las distintas instituciones europeas, atiendan a los asimétricos desajustes de inflación de los países, con el objetivo de equilibrar a medio plazo el valor del Euro. Solo así se reducirá la desconfianza de los agentes y se fortalecerá la moneda en los mercados financieros internacionales.

9. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

9.1. Libros, artículos y revistas científicas

- Cuadrado, J.R.; Mancha, T.; Villena J.E; Casares J.; González, M.; Marín, J.M.; Peinado, M.L. (2019): *Política Económica. Elaboración, objetivos e instrumentos*. Sexta Edición. Editorial McGrawHill, Madrid, España.
- Dunlop (1938): *The Movement of Real and Money Wage Rates*. Oxford University Press, Oxford.
- Fisher, I. (1911): *The purchasing power of money*. Editorial Reprints of Economic Classics, New York, New York, U.S.A.
- Fisher, I (1926): "A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes". *Journal of political economy*. University of Chicago, Chicago.
- Friedman, M. (1956): *The Quantity Theory of Money*. University of Chicago, Chicago.
- Friedman, M. (1968): "The role of monetary policy", *American Economic Review*, Nashville, U.S.A.
- Huerta de Soto, J. (1980): "*La teoría austriaca del ciclo económico*". Repositorio UAM, Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.
- Keynes, J.M. (1978): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. The Collected Writings of John Maynard Keynes. Cambridge: Cambridge University Press.
- Phelps, E. (1968): "Money-wage dynamics and labor-market equilibrium". *Journal of political economy*. University of Chicago, Chicago.
- Phillips, W (1958): "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957". *Economica*, 25(100), 283–299.
- Pigou, A. (1917): *The Value of Money*. Oxford University Press, Oxford.
- Miranda, B.; Gómez, J.M. (2021): Material Docente de Política Económica. Universidad de Valladolid, Valladolid.
- Solow, R (1957): "A Contribution to the Theory of Economic Growth", Oxford University Press, Oxford.
- Tarshis (1939): *Changes in Real and Money Wages*. Oxford University Press, Oxford.

9.2. Normativa consultada

Real Decreto-ley 6/2022, de 29 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en el marco del Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania. Boletín Oficial del Estado núm. 76, de 30/03/2022.

Real Decreto-ley 10/2022, de 13 de mayo, por el que se establece con carácter temporal un mecanismo de ajuste de costes de producción para la reducción del precio de la electricidad en el mercado mayorista. Boletín Oficial del Estado núm. 115, de 14/05/2022.

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, firmado en Lisboa el 13 de diciembre de 2007. Diario Oficial de la Unión Europea, de 30 de marzo de 2010 (C 83/47).

9.3. Webs consultadas

Acosta, I. (2022): "*España sufre el mayor IPC y el menor poder adquisitivo de los grandes países del euro*". Disponible en: <https://theobjective.com/economia/2022-03-31/espana-inflacion-euro/> [Consulta: 07/05/2022]

Acosta, S.; Pérez, A.; Gómez, L. (2022): “*El contrato de Naturgy impide cortar a Argelia el gas a España hasta 2032*”. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/energia/noticias/11809514/06/22/EI-contrato-de-Naturgy-impide-cortar-a-Argelia-el-gas-a-Espana-hasta-2032.html> [Consulta: 10/06/2022]

Agustina, L. (2022a) : “*¿Por qué en España suben ahora los precios mucho más que en Alemania, Francia e Italia?*”. Disponible en: <https://www.lavanguardia.com/economia/20220330/8161012/espana-suben-precios-encima-eurozona.html> [Consulta: 07/05/2022]

Agustina, L. (2022b) : “*¿Qué es el pool eléctrico y cómo funciona en España?*”. Disponible en: <https://www.segurorenovables.com/mercado-electrico/que-es-el-pool-electrico-y-co-mo-funciona/> [Consulta: 07/05/2022]

Banco de España: “*Declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE*”. Disponible en: https://www.bde.es/bde/es/areas/polimone/estrategia/La_estrategia_del_BCE.html [Consulta: 12/04/2022]

Baron, S. (2022) : “*Qué es el tapering*”. Disponible en: <https://www.finect.com/usuario/santiagobaron/articulos/que-tapering> [Consulta: 18/04/2022]

Barry, A. (2021): “*Famed economist Larry Summers warns United States economy is overheating*”. Disponible en: <https://www.abc.net.au/news/2021-10-15/economist-larry-summers-warns-inflation-us-economy-overheating/100539642> [Consulta: 18/04/2022]

BCE (2021): “*¿Por qué la inflación es tan elevada actualmente?*”. Disponible en: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/high_inflation.es.html [Consulta: 12/04/2022]

Benítez, J. (2022) : “*Juan Ramón Rallo: «La política de 'esperar y ver' del Gobierno y el BCE no parece la más apropiada»*”. Disponible en: https://www.eldebate.com/economia/20220306/juan-ramon-rallo-politica-esperar-ver-gobierno-banco-central-europeo-no-parece-mas-apropiada-este-momento.html#utm_source=rss-comp&utm_medium=tw&utm_campaign=fixed-btn [Consulta: 22/04/2022]

Bermúdez, A. (2021): “*Por qué se ha disparado el precio del petróleo en el mundo (y qué tiene que ver la inusual estrategia de algunos productores)*”. Disponible en: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-58920072> [Consulta: 12/04/2022]

Blanco, V. (2022a): “*Lagarde descarta la estanflación incluso en el peor escenario*”. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11678315/03/22/Lagarde-descarta-la-estanflacion-incluso-en-el-peor-escenario.html> [Consulta: 18/04/2022]

Blanco, V. (2022b): “*El 58% de los analistas ya contempla el escenario de estanflación en 2022*”. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/11654029/03/22/EI-58-de-los-analistas-ya-contempla-el-escenario-de-estanflacion-en-2022.html> [Consulta: 18/04/2022]

Borrell, J. (2022): “*The war in Ukraine and its implications for the EU*”. Disponible en: https://www.eeas.europa.eu/eeas/war-ukraine-and-its-implications-eu_en [Consulta: 18/04/2022]

Cerna, E.: “*Efecto base*”. Disponible en: <https://enorcerna.com/que-es/efecto-base> [Consulta: 12/04/2022]

Charte, M. (2022): “*El precio del gas y la cooperación en inmigración, en riesgo: claves de la ruptura de Argelia con España*”. Disponible en: <https://www.rtve.es/noticias/20220609/crisis-argelia-espana-gas-inmigracion-exportaciones/2370762.shtml> [Consulta: 10/06/2022]

Coll, F. (2020): “*Consecuencias de la inflación*”. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/consecuencias-de-la-inflacion.html> [Consulta: 12/04/2022]

Cuartas, J. (2022): “*Por qué la inflación española supera a la media europea*”. Disponible en: <https://www.lne.es/economia/2022/04/01/inflacion-espanola-supera-media-europea-64520106.html> [Consulta: 07/05/2022]

Cueto, J.C. (2021): “*3 claves que explican por qué el precio de la electricidad en Europa está batiendo récords*”. Disponible en: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-58544901> [Consulta: 12/04/2022]

Colaboradores de Wikipedia (2022): “*Inflación*”. Disponible en: https://es.wikipedia.org/wiki/Inflaci%C3%B3n#Efectos_de_la_inflaci%C3%B3n [Consulta: 12/04/2022]

de la Dehesa, G., “*El dilema de la inflación diferencial española*”. Disponible en: https://guillermodeladehesa.com/files/el_dilema_de_la_inflacion_diferencial_espanola.pdf [Consulta: 12/04/2022]

Delamaide, D. (2022): “*Controversia sobre política monetaria a medida que inflación sube*”. Disponible en: <https://es.investing.com/analysis/fed-watch-controversia-sobre-politica-monetaria-a-medida-que-inflacion-sube-200451874> [Consulta: 18/04/2022]

Díez, J.R. (2021): “*¿Vientos de estanflación?*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/analisis-coyuntura/vientos-estanflacion> [Consulta: 18/04/2022]

Doménech, R. (2022): “*Consecuencias económicas de la guerra en Ucrania*”. Disponible en: https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2022/03/Rafael_Domenech_Consecuencias_economicas_de_la_guerra_en_Ucrania_EIDebate_WB.pdf [Consulta: 18/04/2022]

Drake, R. (2022): “*Qué es la estanflación y por qué Europa puede llegar a ese temido escenario por la crisis de Ucrania*”. Disponible en: <https://www.rtve.es/noticias/20220310/estanflacion-europa-guerra-ucrania/2306519.shtml> [Consulta: 18/04/2022]

elEconomista (2021): “*Las ventas de aparatos tecnológicos crecen un 7,9% respecto a 2019*”. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/retail/noticias/11462677/11/21/Las-ventas-de-aparatos-tecnologicos-crecen-un-79-respecto-a-2019.html> [Consulta: 12/04/2022]

elEstímulo (2021): “¿Por qué está subiendo el precio del petróleo este 2021?”. Disponible en: <https://elestimulo.com/elinteres/por-que-esta-subiendo-el-precio-del-petroleo-este-2021/> [Consulta: 12/04/2022]

Endesa (2022): “Las claves para entender por qué se dispara el precio de la energía”. Disponible en: <https://www.endesa.com/es/te-ayudamos/subidas-precio-luz/> [Consulta: 12/04/2022]

Famiglietti, M. et. al. (2020): “From inflation targeting to average inflation targeting”. Disponible en: <https://fredblog.stlouisfed.org/2020/11/from-inflation-targeting-to-average-inflation-targeting/> [Consulta: 20/06/2022]

Fernández, M.J. (2021): “El impacto de la COVID-19 en la inflación”. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/el-impacto-de-la-covid-19-en-la-inflacion/> [Consulta: 12/04/2022]

ForoNuclear: “¿Qué es la OPEP?”. Disponible en: <https://www.foronuclear.org/descubre-la-energia-nuclear/preguntas-y-respuestas/sobre-distintas-fuentes-de-energia/que-es-la-opep/> [Consulta: 12/04/2022]

Frankel, J. (2022): “Fighting the Last Inflation War”. Disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-fighting-last-inflation-war-by-jeffrey-frankel-2022-02?barrier=accesspaylog> [Consulta: 18/04/2022]

Friedman, M. (1978), “Milton Friedman Speaks: Money and Inflation”. University of San Diego, San Diego. Disponible en: https://www.youtube.com/watch?v=B_nGEj8wIPO [Consulta: 12/04/2022]

Gavilán, A. (2022): “Proyecciones macroeconómicas de España 2022-2024” Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/Arc/Fic/IIPP-2022-04-05-gavilan.pdf> [Consulta: 30/05/2022]

Gil, P. (2022): ““La inflación en España es muy grave por los errores de diagnóstico”, sostiene un experto”. Disponible en: <https://cnnespanol.cnn.com/radio/2022/04/04/la-inflacion-en-espana-es-muy-grave-por-los-errores-de-diagnostico-sostiene-un-experto/> [Consulta: 22/04/2022]

Gual, J. (2015): “Deflación, inflación y el dilema de la política monetaria”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/inflacion/deflacion-inflacion-y-dilema-politica-monetaria> [Consulta: 12/04/2022]

Haro, J.L. (2020): “La Fed baja los tipos al 0% de una tacada y lanza un programa de compras de 700.000 millones de dólares”. Disponible en: <https://www.economista.es/mercados-cotizaciones/noticias/10417783/03/20/La-Fed-recorta-los-tipos-de-interes-hasta-el-025-y-lanza-programa-de-compras-por-700000-millones-de-dolares.html> [Consulta: 18/04/2022]

Hernández de Cos, P. (2022): “Un pacto de rentas en España: por qué y para qué” Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/IIPP-2022-04-26-hdc-1.pdf> [Consulta: 20/05/2022]

Junta de Andalucía: “La economía keynesiana”. Disponible en: https://www.juntadeandalucia.es/averroes/centros-tic/14002996/helvia/aula/archivos/repositorio/250/271/html/economia/11/la_economia_keynesiana.htm [Consulta: 12/04/2022]

Leandro, A.; Llorens i Jimeno, E. (2020): “*El impacto de la COVID-19 en la inflación europea*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/inflacion/impacto-covid-19-inflacion-europea> [Consulta: 12/04/2022]

Lynch, D. (2022): “*Inflation has Fed critics pointing to spike in money supply*”. Disponible en: <https://www.washingtonpost.com/business/2022/02/06/federal-reserve-inflation-money-supply/> [Consulta: 18/04/2022]

Martín, A. (2021): “*¿Por qué sigue cara la luz? Los derechos de emisión del CO2 y el alto precio del gas, claves de la subida*”. Disponible en: <https://www.newtral.es/precio-luz-subida-factura-historicos-verano/20210706/> [Consulta: 12/04/2022]

Morrón, A. (2020a) : “*El BCE bombea liquidez contra el coronavirus*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales-15> [Consulta: 18/04/2022]

Morrón, A. (2020b) : “*El BCE actúa de urgencia contra el COVID-19*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-5> [Consulta: 18/04/2022]

Morrón, A. (2020c) : “*El BCE refuerza la liquidez y pide una acción fiscal ambiciosa y coordinada ante la COVID-19*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-3> [Consulta: 18/04/2022]

Morrón, A. (2020d) : “*El BCE se refuerza para hacer frente a la COVID-19*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-se> [Consulta: 18/04/2022]

Morrón, A.; Murillo, R (2020): “*El BCE y Fed: Dos mandatos, un objetivo*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/bce-y-fed-dos-mandatos-objetivo> [Consulta: 12/04/2022]

Murillo, R ; Ventura, M.; Llorens, E. (2020): “*La nueva estrategia de la Fed*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/node/8892/printable/print> [Consulta: 12/04/2022]

Murillo, R. (2020a): “*La Fed bombea liquidez y lleva los tipos al 0%*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/fed> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2020b): “*La Fed comunica que no subirá tipos antes de 2024*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/fed-2> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2020c) : “*El BCE extiende las medidas contra la COVID-19 más allá de 2021*”. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-8> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2021a): *“La Fed reduce las compras de activos y mantiene que el repunte de la inflación es transitorio”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/fed-21> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2021b): *“La Fed acelera el tapering y señala tres subidas de tipos oficiales en 2022”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/fed-22> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2021c): *“El BCE acelera la compra de activos”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-10> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2021d): *“La nueva estrategia del BCE aleja la subida de tipos”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/nueva> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2021e): *“El BCE mejora sus perspectivas económicas y reduce el ritmo del PEPP”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-13> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2021f): *“El BCE marca una hoja de ruta para 2022 parecida a un tapering”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-15> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2022a): *“La Fed prepara el terreno para iniciar el ciclo de subidas de tipos en marzo”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/fed-23> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2022b): *“La Fed prevé subir los tipos de interés en cada reunión de 2022”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/fed-24> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2022c): *“El BCE mantiene el rumbo, pero no descarta una subida de tipos en 2022”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-17> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2022d): *“El BCE acelera el fin del APP, pero lo condiciona a la evolución de la coyuntura”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-18> [Consulta: 18/04/2022]

Murillo, R. (2022e): *“El BCE continúa con su proceso de normalización de la política monetaria”*. Disponible en:
<https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/notas-breves-actualidad-economica-y-financiera/observatorio-bancos-centrales/bce-19> [Consulta: 18/04/2022]

- Murillo, R. (2022f) : “Fed y BCE, en distintas etapas de la normalización”. Disponible en:<https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/politica-monetaria/fed-y-bce-distintas-etapas-normalizacion> [Consulta: 22/04/2022]
- Nieves, V. (2022) : “Por qué España sufre una inflación mucho más alta que los grandes países de Europa”. Disponible en:<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11697341/04/22/Por-que-Espana-sufre-una-inflacion-mucho-mas-alta-que-los-grandes-paises-de-Europa.html> [Consulta: 07/05/2022]
- Pascual, M. (2022): “Estanflación: qué es y qué consecuencias tiene sobre la economía de los países”. Disponible en:<https://www.newtral.es/estancion-economica-que-es/20220410/> [Consulta: 18/04/2022]
- Roubini, N. (2021): “La amenaza de estanflación es real”. Disponible en:<https://www.project-syndicate.org/commentary/mild-stagflation-is-here-and-could-persist-or-deepen-by-nouriel-roubini-2021-08/spanish?barrier=accesspaylog> [Consulta: 18/04/2022]
- Sánchez, C. (2015): “La deflación se cuela en la economía española... y no hay catástrofes (por ahora)”. Disponible en:<https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/inflacion/deflacion-inflacion-y-dilema-politica-monetaria> [Consulta: 12/04/2022]
- Stiglitz, J. (2022): “Una respuesta equilibrada a la inflación”. Disponible en:<https://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-causes-and-targeted-solutions-by-joseph-e-stiglitz-2022-02/spanish?barrier=accesspaylog> [Consulta: 18/04/2022]
- Torres, R.; Fernández, F.; Carbó, S.; García, A.; Pérez, F. (2022). Fórmulas para combatir la inflación en Foro Futuro. Disponible en:https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/04/13/economia/1649844569_679383.html [Consulta: 19/05/2022]
- Triguero, B. (2022): “El problema de precios se agrava en España: la inflación sube casi el doble que en Francia”. Disponible en:https://www.vozpopuli.com/economia_y_finanzas/espana-francia-inflacion.html [Consulta: 07/05/2022]
- Westreicher, G. : “Ventana de descuento”. Disponible en:<https://economipedia.com/definiciones/ventana-de-descuento.html> [Consulta: 18/04/2022]
- Wirth, E. (2022): “Sube el petróleo y el precio de la gasolina se dispara”. Disponible en:<https://theconversation.com/sube-el-petroleo-y-el-precio-de-la-gasolina-se-dispara-176999> [Consulta: 12/04/2022]
- Yebra, D. (2022): “El frenazo inevitable, estanflación o recesión profunda: tres escenarios según dure la guerra y la respuesta fiscal”. Disponible en:https://www.eldiario.es/economia/frenazo-inevitable-estancion-recesion-profunda-tres-escenarios-dure-guerra-respuesta-fiscal_1_8842967.html [Consulta: 18/04/2022]