



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales

Grado en Derecho y
Administración y Dirección de Empresas

Trabajo de Fin de Grado

La inflación actual en EE. UU.
y en la UEM: una comparativa

Presentado por:

María Pinilla Domingo

Tutelado por:

Julio López Díaz

Valladolid, 19 de junio de 2023

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
2. TEORÍAS MACROECONÓMICAS DE LA INFLACIÓN	5
2.1. TEORÍA CUANTITATIVA DEL DINERO CLÁSICA	5
2.2. TEORÍA KEYNESIANA	7
2.3. INFLACIÓN Y DESEMPLEO: LA CURVA DE PHILLIPS	9
3. UNA HERRAMIENTA ANALÍTICA: EL MODELO DINÁMICO DE DEMANDA Y OFERTA AGREGADA	11
4. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN A LO LARGO DEL SIGLO XXI	16
4.1. CRISIS DE 2008.....	17
4.2. CRISIS DE 2015.....	22
4.3. CRISIS DEL COVID-19.....	23
4.4. CRISIS DE LA GUERRA DE UCRANIA	28
5. CAUSAS DE LA INFLACIÓN ACTUAL	29
5.1. UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA	30
5.1.1. <i>El precio de la energía</i>	30
5.1.2. <i>El precio de los alimentos</i>	33
5.2. ESTADOS UNIDOS.....	36
5.2.1. <i>Desequilibrios entre la oferta y la demanda agregada</i>	37
5.2.2. <i>Los precios de las materias primas no energéticas</i>	38
5.2.3. <i>El mercado laboral</i>	39
6. RESPUESTAS Y MEDIDAS TOMADAS	41
6.1. POLÍTICA FISCAL	41
6.1.1. <i>Unión Económica y Monetaria</i>	41
6.1.2. <i>Estados Unidos</i>	46
6.2. POLÍTICA MONETARIA	49
7. CONCLUSIONES	51

ÍNDICE DE GRÁFICOS

ECUACIONES

(Ecuación 1)	6
(Ecuación 2)	8
(Ecuación 3)	8
(Ecuación 4)	8
(Ecuación 5)	9
(Ecuación 6)	13

GRÁFICOS

Gráfico 1: Inflación total: tasa anual de crecimiento (%), 1999-2022. Fuente: OCDE.....	16
Gráfico 2: Evolución del precio del petróleo OPEP (2003-2023). Fuente: Expansión.....	22
Gráfico 3: Inflación en EE. UU. y la UEM (2022-T12023). Fuente: Eurostat. ...	29
Gráfico 4: Inflación de costes según el modelo de la oferta y demanda agregada. Fuente: elaboración propia.....	33
Gráfico 5 : Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios (2017-2023). Fuente: Eurostat.....	35
Gráfico 6: Inflación general y sus principales componentes (2021-2023).	35
Gráfico 7: A la izquierda, evolución de los precios del gas y del petróleo y a la derecha, evolución de las tasas de inflación en la UEM y en EE.UU. Fuente: Banco de España.....	36
Gráfico 8: Inflación de demanda según el modelo de la oferta y demanda agregada. Fuente: elaboración propia.....	37
Gráfico 9: Inflación en EE. UU. según el modelo de la oferta y demanda agregada. Fuente: elaboración propia.....	40
Gráfico 10: Política monetaria. Tipos de interés oficiales. Fuente: Banco de España.....	49
Gráfico 11: El efecto de las medidas antiinflacionistas según el modelo de la oferta y la demanda agregada; a la izquierda, en EE. UU. y a la derecha en la UEM. Fuente: elaboración propia.....	51

1. INTRODUCCIÓN

- *El otro día fui a la frutería y vi que la cebolla dulce estaba a dos cincuenta el kilo; vi que la morada estaba más barata y ale, esa me llevé.*
- *Alucinante, es una barbaridad cómo está subiendo todo.*
- *Últimamente, no hay compra semanal que me salga por menos de cinco y pico euros... y con lo que come este no doy abasto.*
- *Yo estoy esperando la próxima subida de la hipoteca... Llevan tres meses sin tocármela y estoy a la expectativa. Por lo menos, el otro día me ingresaron la beca de las niñas.*
- *A mí la subida del sueldo me ha salido a pagar... Me quitan más dinero que antes así que me he quedado peor de lo que estaba.*
- *Está la cosa complicada. Pero, oye, luego llega el fin de semana y los bares abarrotados de gente.*

Como cada primer domingo de mayo, mi familia se reunía para celebrar juntos el día de la madre. Entre conversaciones banales, se colaba una que estaba a la orden del día: la inflación. Sin darse cuenta, mis tías hicieron un fugaz pero exhaustivo recorrido por la actual situación de precios que estamos viviendo en España. Cada familia parte de un paradigma diferente en función de las características de su economía; no obstante, lo que quedó patente es que a nadie le dejaba indiferente la subida generalizada de los precios y las consecuencias de las medidas tomadas por las autoridades para hacerla frente.

La inflación era una vieja conocida de Europa y Estados Unidos, pero hacía mucho tiempo que no sabíamos de ella. Conversando con un amigo argentino, caí en la cuenta de lo poco que hemos valorado la estabilidad de precios con la que hemos convivido todas estas décadas. *“Allá (como ellos dicen) se disparan los precios continua y rápidamente. A pesar de los cambios, dejan todo en el precio de su último aumento. Los sueldos no crecen casi nada nunca y lo poco que sube no llega al nivel de la inflación que hay”.*

Por primera vez desde hace décadas, la población europea y norteamericana ven resentidos sus bolsillos a causa del nivel general de precios. Por ello, este trabajo tiene por objetivo analizar minuciosamente las causas profundas de la inflación acontecida en 2022. Lo cierto es que la guerra de Ucrania ha

generalizado una subida de precios del combustible y los alimentos que ha provocado una expansión de la inflación sin precedentes en los países europeos. Estados Unidos, por su parte, aún sigue experimentando las consecuencias de la crisis del COVID-19. Una fuerte demanda agregada, la escasez de semiconductores, los cuellos de botella y los problemas de su mercado laboral hicieron subir sus precios. Ante ello, los gobiernos y autoridades monetarias tomaron medidas para responder al presente fenómeno inflacionista, las cuales también serán objeto de nuestro análisis. El examen de estas cuestiones ha sido posible gracias a la información analítica aportada por las principales instituciones y organismos económicos y financieros a nivel europeo, estadounidense e internacional. Especial relevancia han tenido los análisis anuales del panorama económico mundial realizados por el Fondo Monetario Internacional, y los artículos analíticos del Banco Central Europeo, junto con algunas cuestiones específicas explicadas en base a artículos varios del Banco de España. Para apoyar la información, he acudido complementariamente a artículos periodísticos de fuentes tales como The New York Times, El País o el periódico Cinco Días.

Por otro lado, para contextualizar todo ello, repasaremos someramente los principales momentos históricos del presente siglo donde las principales economías mundiales se vieron afectadas tanto por repuntes inflacionistas como deflacionistas, estudiando sus causas. En este caso, además de las fuentes informativas citadas con anterioridad, he nutrido mi trabajo gracias a revistas especializadas en historia de la economía como la Revista Momento Económico.

Y, por último, para comenzar nuestro análisis, aportaremos los conceptos teóricos sobre los factores que influyen en la variabilidad de los precios, y las diversas teorías que aporta la doctrina macroeconómica al respecto, utilizando como base las reflexiones analíticas de grandes economistas como Mankiw, Jones o Johnson.

Sin más dilación, iniciamos nuestro viaje a través de la historia reciente de la inflación, adivinando qué es, por qué existe y qué panorama tenemos hoy en día, acompañándonos siempre de datos, gráficos y ecuaciones, que permiten comprender mejor la información, de una manera más visual y práctica.

2. TEORÍAS MACROECONÓMICAS DE LA INFLACIÓN

La economía es considerada una ciencia social. En tanto ciencia, se trata de un conjunto de conocimientos obtenidos mediante la observación y el razonamiento, sistemáticamente estructurados y de los que se deducen principios y leyes generales con capacidad predictiva y comprobables experimentalmente. En cuanto social, se ocupa de la actividad humana en la sociedad. En definitiva y particularmente, la macroeconomía trata de vincular hechos a teorías y modelos.

En el presente análisis, la inflación va a constituir nuestro hecho, por lo que solo nos quedaría por determinar la teoría explicativa de su comportamiento en la economía. Con este fin, no nos serviremos de tan solo un modelo sino de una variedad de ellos, escogidos en función de su relevancia y veracidad práctica.

2.1. Teoría cuantitativa del dinero clásica

La teoría comúnmente más aceptada y extendida a lo largo de la historia es la teoría cuantitativa del dinero. Esta tiene sus raíces en los estudios de los primeros teóricos monetarios, entre los que se encuentra el filósofo y economista David Hume (1711-1776). “El punto de partida de la teoría cuantitativa del dinero es la idea de que la gente tiene dinero para comprar bienes y servicios; cuanto más dinero necesite para realizar esas transacciones, más dinero tiene, por tanto, la cantidad de dinero de la economía está estrechamente relacionada con el número de unidades monetarias intercambiadas en las transacciones. La relación entre las transacciones y el dinero se expresa en la siguiente ecuación, llamada ecuación cuantitativa” (Mankiw, 2014, pág. 175):

$$\text{Dinero } (M) \times \text{Velocidad } (V) = \text{Precio } (P) \times \text{Transacciones } (T)$$

En la aplicación práctica, los economistas varían la ecuación anterior sustituyendo las transacciones por la renta o producción (Y).

$$\text{Dinero } (M) \times \text{Velocidad } (V) = \text{Precio } (P) \times \text{Producción } (Y)$$

Si ponemos en relación la función de demanda de saldos monetarios reales $((M/P)^d = kY$ y la de la oferta monetaria (M/P) junto con la anterior ecuación cuantitativa, podremos obtener matemáticamente la relación entre la demanda de dinero y la velocidad del dinero. La conclusión a la que llegamos es que el

parámetro de la demanda de dinero k , y la velocidad del dinero V , varían inversamente.

$$M/P = kY \quad // \quad M\left(\frac{1}{k}\right) = PY \quad // \quad MV = PY \quad \text{(Ecuación 1)}$$

Según se expresa Mankiw (2014), si consideramos el supuesto adicional de que la velocidad del dinero (V) se mantiene constante (basándonos en la racionalidad de los agentes y en las expectativas ciertas y estáticas, lo cual permite hablar de la neutralidad del dinero y, por tanto, de la ausencia de efectos reales en la economía), cualquier variación de la oferta monetaria (M) debe provocar una variación proporcional del valor nominal de la producción ($PY=PIB \text{ nominal}$). Como los factores de producción y la función de producción determinan el nivel de producción ($Y=PIB \text{ real}$ depende del crecimiento de los factores de producción y del progreso tecnológico, que en nuestro análisis estamos considerando dado), el valor nominal de la producción ($PY=PIB \text{ nominal}$) solo puede ajustarse si el nivel de precios ($P=\text{deflactor del PIB}=\frac{PIB \text{ nominal}}{PIB \text{ real}}$) varía.

Del mismo modo que podemos expresarnos en términos nominales, también podemos hablar de variaciones porcentuales, lo que conllevaría introducir el término de inflación como definición de variación porcentual de los precios.

Siguiendo la línea discursiva de este razonamiento, llegamos a las dos consecuencias más importantes de las proposiciones clásicas básicas de la teoría cuantitativa del dinero:

- a) “El nivel de precios está determinado por la cantidad de dinero existente en la economía y es la variable que se ajusta ante cualquier desequilibrio que se presente, puesto que ingreso y velocidad de circulación son estables” (Riera i Prunera & Blasco-Martel, 2016, pág. 18).
- b) El crecimiento de la oferta monetaria determina la tasa de inflación y, por consiguiente, el Banco Central tiene el control último de la misma. Milton Friedman, el gran economista monetario que recibió el premio Nobel de Economía en 1976, declaró en su libro “*A monetary History of the United States, 1867-1960*”, publicado en 1963: “*la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario*”. Hoy en día, los datos de las economías a

nivel internacional avalan esta afirmación, existiendo una correlación entre ambos factores de 0,61.

2.2. Teoría keynesiana

“Keynes (1883-1946) aportaría una visión radicalmente distinta, con la inclusión central de los elementos reales. En su Teoría General, plantea la vinculación entre las variables reales y monetarias a través de los tipos de interés y señala que los precios pasan a ser determinados por la demanda efectiva en lugar de serlo por la cantidad de dinero” (Riera i Prunera y Blasco-Martel, 2016, pp.18).

Realmente, Keynes no fue pionero en su teoría monetaria, sino que se limitó a recoger como herencia lo expuesto por su predecesor Irving Fisher (1867-1947). “El replanteamiento de la teoría cuantitativa del dinero incorporó un elemento genuino: la distinción hecha por Fisher entre la tasa de interés real y nominal y la tasa de inflación esperada, lo que favoreció el desarrollo de las teorías sobre esta última” (Johnson, 2002, pág. 158).

“El tipo de interés que paga el banco se llama tipo de interés nominal y el aumento de nuestro poder adquisitivo se llama tipo de interés real” (Mankiw, 2014, pág. 185). La relación entre estas tres variables puede expresarse¹ como:

$$\textit{Tipo de interés real (r)} = \textit{Tipos de interés nominal (i)} - \textit{Tasa de inflación (\pi)}$$

Como explica Mankiw (2014), esta identidad se denomina ecuación de Fisher, siendo el efecto Fisher la relación unívoca entre la tasa de inflación y el tipo de interés nominal. La correlación entre ambas figuras es de 0,76 a nivel mundial.

Para que la relación entre inflación y tipos de interés real y nominal sea cierta debemos introducir el efecto de las expectativas sobre la futura inflación. Para Fisher la importancia de las expectativas de los individuos en este aspecto es clave. ¿Por qué? Porque “las expectativas sobre la inflación que tengan los agentes no serán correctas bajo la presencia de la llamada “ilusión monetaria”, que los llevará a confundir cambios nominales y reales de las variables” (Carme Riera i Prunera y Yolanda Blasco-Martel, 2016, pp.18). “Es evidente que el tipo

¹ Realmente la ecuación correcta es: $1 + r = \frac{1 + i}{1 + \pi}$. No obstante, la identidad anterior se cumple para valores pequeños que son aquellos que se dan en la práctica, generalmente.

de interés nominal no puede ajustarse en función de la inflación efectiva, porque esta no se conoce en el momento en el que se fija el tipo de interés nominal. Este solo puede adecuarse a la inflación esperada. Por ende, el efecto Fisher se expresa con mayor precisión de la siguiente manera” (Mankiw, 2014, pág. 188):

$$i = r + E\pi \quad (\text{Ecuación 2})$$

Sin perder de vista los postulados de Fisher, la gran depresión de los años treinta llevó a Keynes a cuestionar, paralelamente, la fórmula de la demanda de dinero de los cuantitativistas. Keynes observó que los agentes no solo demandan dinero en función de sus ingresos sino también dependiendo de la incertidumbre sobre los valores futuros del tipo de interés. En base a ello, Keynes investigó y definió en su Tratado del Dinero de 1930 los motivos por los cuales los agentes económicos demandaban dinero, introduciendo el último de ellos a los ya propuestos por los cuantitativistas:

- la necesidad de realizar transacciones (depende del nivel de ingresos);
- el objetivo de cubrirse contra imprevistos, precaución (depende del nivel de ingresos);
- motivos especulativos (depende del valor del tipo de interés).

“Por consiguiente, la demanda especulativa de dinero estaría, según Keynes, relacionada inversamente con el tipo de interés y sería uno de los aspectos que introduciría una mayor inestabilidad en la demanda de dinero²” (Carme Riera i Prunera y Yolanda Blasco-Martel, 2016, pp.9).

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L(i, Y) \quad (\text{Ecuación 3})$$

Si igualamos la oferta y la demanda monetaria, y a la vez introducimos en esta la ecuación de Fisher del efecto de la inflación esperada, obtendríamos:

$$\frac{M}{P} = L(r + E\pi, Y) \quad (\text{Ecuación 4})$$

² Para comprender mejor la demanda de dinero debemos hablar del coste de oportunidad de tener dinero en efectivo, es decir, según Mankiw (2014), aquello a lo que renunciamos cuando tenemos dinero líquido en lugar de bonos o en vez de tenerlo invertido en una cuenta de ahorro. Precisamente, ese coste de tener dinero es el tipo de interés nominal. Consecuentemente, la demanda de saldos monetarios reales depende tanto del nivel de renta como del tipo de interés nominal.

Gracias a esta igualdad, podemos introducir una nueva reflexión que omitía la inicial teoría cuantitativa y que nos lleva a una explicación más sofisticada del nivel de precios, más ajustada a la realidad práctica. Se entiende que la oferta monetaria actual determina el nivel de precios actual. Sin embargo, el tipo de interés nominal depende de la inflación esperada, la cual depende, a su vez, del crecimiento del dinero. Esta ecuación general de demanda de dinero indica que el nivel de precios depende no solo de la oferta monetaria actual, sino también de la futura oferta monetaria esperada³.

2.3. Inflación y desempleo: la curva de Phillips

La velocidad con la que los precios se ajustan es un parámetro crítico para comprender la economía y se resume en la curva de Phillips (1914-1975), la cual representa una curva empírica de pendiente negativa que muestra la correlación negativa entre la tasa de inflación y la tasa de desempleo.

Siguiendo el concepto económico descubierto por Phillips en 1958 (*The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*), Jones (2009) y Mankiw (2014) coinciden en que la curva de Phillips en su versión moderna establece que la tasa de inflación depende de tres fuerzas:

- La inflación esperada ($E\pi$)
- La desviación del paro con respecto a la tasa natural ($u - u^n$), llamada paro cíclico. Asimismo, se podría expresar en términos de producción o renta ($Y - \bar{Y}$), ya que son variables inversamente relacionadas.
- Las perturbaciones de la oferta (v), normalmente relacionadas con sus costes de producción.

Estas tres fuerzas se expresan en la siguiente ecuación:

Inflación = inflación esperada - paro + perturbación de la oferta

$$\pi = E\pi - \beta^4(u - u^n) + v \quad (\text{Ecuación 5})$$

³ Concretamente, el modelo de Cagan muestra cómo el nivel de precios depende de una media ponderada de la política monetaria actual y de la futura esperada.

⁴ β mide la sensibilidad de la inflación al paro cíclico o a la brecha de producción.

“El segundo y el tercer término de la ecuación de la curva de Phillips muestra las dos fuerzas que pueden alterar la tasa de inflación. El segundo $(-\beta(u - u^n))^5$ indica que el paro cíclico ejerce presiones al alza o a la baja sobre la inflación, inversamente. Por ejemplo, un bajo paro presiona al alza la tasa de inflación” (Mankiw, 2014, pág. 566). Manteniéndose todo lo demás constante, cuando la economía está en expansión y la producción aumenta por encima de su nivel natural, el coste marginal de las empresas aumenta, por lo que estas suben los precios; este incremento de los precios hace aumentar la inflación. Esta clase de inflación se denomina inflación de demanda porque la elevada demanda agregada es responsable de este tipo de inflación.

El tercer término (v) refleja todos los acontecimientos exógenos que influyen directamente en la inflación, pues esta también aumenta y disminuye debido a perturbaciones de la oferta. “Una perturbación negativa de la oferta, por ejemplo, la subida de los precios mundiales del petróleo, hace que el valor v sea positivo y provoque un aumento de la inflación. Esto se denomina inflación de costes ya que las perturbaciones negativas de la oferta normalmente son acontecimientos que presionan al alza los costes de producción” (Mankiw, 2014, pág. 566).

Respecto del primer término ($E\pi$), hemos de mencionar las teorías sobre la inercia de la inflación y las expectativas racionales de los agentes económicos para comprender los motivos de estos comportamientos. Los economistas han llegado a la conclusión de que la inflación tiene inercia, es decir, a menos que algo la detenga la inflación prosigue. “Esta inercia se debe a que la inflación pasada influye en las expectativas sobre la futura inflación ya que estas expectativas repercuten en los salarios y los precios que fija la gente” (Mankiw, 2014, pág. 565). Precisamente, Robert Solow en el período inflacionista de los años 70 en Estados Unidos escribió: “*quizá tenemos inflación simplemente porque la esperamos y la esperamos porque la hemos tenido*”.

Casi todos los economistas están de acuerdo en que las expectativas de inflación influyen en la disyuntiva a corto plazo entre inflación y paro. “La credibilidad de una política destinada a reducir la inflación es, pues, uno de los determinantes

⁵ Si escribiésemos la expresión en términos de renta o producción y no de paro, al estar ambas inversamente relacionadas, la evolución de renta y precios será en el mismo sentido, es decir, estarán relacionadas positivamente producción e inflación ($+\beta(Y - \bar{Y})$).

de su coste” (Mankiw, 2014, pág. 575). Esta teoría se conoce como teoría de las expectativas racionales y choca frontalmente con la teoría de la inercia puesto que aquella entiende que la gente espera que las tasas de inflación sean altas en el futuro precisamente porque la política monetaria y fiscal actuales previstas por el Gobierno justifican esas expectativas. Por ende, solo en apariencia la inflación tiene una inercia propia, puesto que, en realidad, es la política gubernamental de grandes y persistentes déficits y de creación de dinero a tasas elevadas, la que da una inercia a la tasa de inflación, como describe el premio Nobel de Economía Thomas J. Sargent (1982).

Bajo mi punto de vista, son dos formas de interpretar un mismo comportamiento sociológico, entendiéndose que la inercia responde a estímulos o expectativas racionales. Lo que está claro, al fin y al cabo, es que, en un momento cualquiera, la inflación esperada y las perturbaciones de la oferta están fuera del control inmediato de las autoridades económicas. Sin embargo, alterando la demanda agregada mediante la política monetaria o fiscal, las autoridades económicas pueden alterar la producción, el paro y la inflación. El Gobierno y los Bancos Centrales, pues, son responsables del devenir de la inflación en al menos uno de sus factores claves más influyentes.

3. UNA HERRAMIENTA ANALÍTICA: EL MODELO DINÁMICO DE DEMANDA Y OFERTA AGREGADA

El modelo dinámico de demanda agregada-oferta agregada (DA y OA, respectivamente, y en adelante) centra la atención en el modo en que responden la producción y la inflación con el paso del tiempo a los cambios del entorno económico. Gracias a este modelo, cuando un hecho modifica la OA o la DA, podemos determinar la forma en la que el precio y la producción cambiarán.

En palabras de los célebres economistas Dornbusch, Fischer y Startz (2020), la curva de la OA describe para cada nivel de precios la cantidad de producción que las empresas están dispuestas a suministrar. Por su parte, la curva de la DA muestra las combinaciones del nivel de precios y el nivel de producción a los cuales el mercado de bienes y el mercado de dinero están simultáneamente en equilibrio.

Tradicionalmente, en el modelo de OA-DA han existido dos teorías contrapuestas que han tratado de explicar la relación entre la producción y el nivel de precios; es más, se trata de la principal controversia de la economía que no se ha conseguido resolver y cuyo debate sigue hasta nuestros días; esta es la determinación del grado de inclinación de la curva de la OA.

Por un lado, los clásicos parten de una visión de largo plazo, en la cual la producción está relacionada con la capacidad productiva, por lo que, “si la elevada demanda es general en toda la economía y todos los factores de la producción operan a pleno empleo, no hay ninguna forma de aumentar la producción general, y todo lo que pasa es que todos los precios aumentan (salarios incluidos)” (Dornbusch, Fischer, & Startz, 2020, pág. 103).

Por otro lado, la teoría keynesiana se sitúa en el paradigma del corto plazo. Su razonamiento parte de la base de la existencia de desempleo, deduciendo así que “las empresas pueden obtener tanto trabajo como quieran al salario actual. Consecuentemente, sus costes medios de producción no cambian a medida que sí lo hacen sus niveles de producción. Quieren suministrar tanto como se requiera al nivel de precios existente” (Dornbusch *et al.*, 2020, pág. 104). En estos casos, el nivel de precios no depende del PIB.

A pesar de la relevancia histórica y de la gran influencia de sus filosofías económicas, la realidad nos ofrece una posición intermedia, donde tanto la inflación como el PIB vienen determinados por comportamientos bien de la OA bien de la DA.

Comenzaremos a analizar la curva de la OA. Tomando en consideración todas las ecuaciones y datos expuestos en secciones anteriores, y recordando que la OA relaciona la inflación con la renta o producción, podemos observar que la curva de Phillips ya nos aportó indirectamente esa relación entre ambas variables. La curva de la OA relaciona los precios con la producción y la curva de Phillips relaciona la inflación con el desempleo. Por ello, la curva de Phillips y la curva de la OA son formas alternativas de contemplar los mismos fenómenos. Es por ello que retomamos aquí de nuevo aquella expresión (remodelada) y su pertinente explicación.

Inflación = inflación esperada + brecha de producción + perturbación de la oferta

$$\pi = E\pi + \beta(Y - \bar{Y}) + v \quad (\text{Ecuación 6})$$

Las variables exógenas, en este caso, serían: la inflación esperada, el nivel natural de producción y la perturbación de la oferta. Ello implica que cuando cambian estas variables la curva se desplaza. Un movimiento a lo largo de la curva estaría provocado por un cambio en la renta real o en los precios, ya que estas son las variables endógenas.

En opinión de Dornbusch, Fischer y Startz (2020), la inflación, el crecimiento económico y el desempleo tienen comportamientos cíclicos claros. Los incrementos en la inflación están positivamente relacionados con la brecha de producción⁶. Es por ese motivo por el que, tradicionalmente, los políticos han buscado aumentar el desempleo en un intento de reducir la inflación, intercambiando, en cierta medida, un incremento de desempleo por una disminución de la inflación.

La Ley de Okun es una observación empírica que señala la correlación existente entre los cambios en la tasa de desempleo y el crecimiento de una economía. La Ley de Okun también es conocida como la tasa de sacrificio, pues aporta el porcentaje del PIB real (5% anual) al que debe renunciarse para reducir la inflación un punto porcentual. Además, se conoce que un punto adicional de desempleo cuesta un 2% de PIB, por lo que una disminución de la tasa de inflación del 1% implica un aumento del paro del 2,5%.

A colación de lo expuesto por Okun, cabe mencionar la regla de Taylor, según la cual el tipo real responde a la inflación y a la brecha del PIB. De acuerdo con esta regla, el tipo real es igual a un 2% cuando la inflación es del 2% y el PIB se encuentra en su tasa natural. Por cada punto porcentual en que aumenta la inflación por encima del 2%, el tipo real de los fondos aumenta un 0,5%. Del mismo modo, por cada punto porcentual en que el PIB aumenta por encima de su tasa natural, el tipo real de los fondos sube un 0,5%.

⁶ La brecha de producción es la diferencia entre la producción potencial o de pleno empleo (exógeno con respecto al nivel de precios) y la producción real.

Por último, la pendiente de la curva la determina el coeficiente β . Previamente, habíamos explicado sucintamente su significado; ahora, hablaremos exhaustivamente de los factores de los que depende β .

“La explicación más aceptada de la razón por la que la curva de la OA tiene pendiente positiva se llama modelo de los precios rígidos. Este modelo pone el énfasis en que las empresas no ajustan inmediatamente sus precios de venta cuando varía la demanda. Algunos precios son rígidos debido a la forma en que están estructurados algunos mercados (como, por ejemplo, el laboral)” (Mankiw, 2014, pág. 553). El precio al que desea producir una empresa depende de dos variables macroeconómicas:

➤ De la inflación esperada.

Algunas empresas fijan los precios con antelación. “Cuando estas empresas esperan que la inflación sea alta prevén que sus costes aumentarán rápidamente y que sus competidores subirán considerablemente sus precios” (Mankiw, 2014, pág. 596). Dicha expectativa induce, pues, a una subida significativa de los precios de sus productos. A gran escala, este incremento generalizado de los precios provoca, a su vez, una elevada inflación efectiva en toda la economía.

➤ Del nivel de renta agregada.

“Como el coste marginal aumenta en los niveles más altos de producción, cuanto mayor es la demanda, más alto es el precio deseado por la empresa” (Mankiw, 2014, pág. 554). “La influencia de la producción en el nivel de precios depende de la proporción de empresas que tengan precios flexibles. Cuantas más empresas tengan precios rígidos, menos responderá el nivel de precios al nivel de actividad económica” (Mankiw, 2014, pág. 555).

Según la intensidad de estas variables, β tomará un valor mayor o menor, y, por ende, la pendiente de la curva será más o menos inclinada, respectivamente.

Otra explicación de la pendiente positiva de la curva de OA se llama modelo de la información imperfecta. Este modelo fue desarrollado por el premio Nobel de Economía Robert Lucas en la década de 1970. Lucas defendía que, si el nivel

general de precios aumenta, todos los productores intuyen, equivocadamente, que puede haber sucedido un aumento del precio relativo de sus productos (ignorando que puede ser, tan solo, un aumento del nivel general de precios) y, por consiguiente, la producción agregada aumenta. Los productores se equivocan en su elección de nivel de producción, escogiendo aquel que no comporta su nivel óptimo. Sin embargo, los estudios recientes sobre los modelos de OA basadas en la información imperfecta han adoptado un enfoque algo distinto. En lugar de hacer hincapié en la confusión sobre los precios relativos y el nivel absoluto de precios, estos nuevos estudios destacan la reducida capacidad de los individuos para incorporar a sus decisiones la información sobre la economía.

“Conviene tener presente que estos modelos no son incompatibles. El mundo puede contener las dos imperfecciones del mercado y todos pueden contribuir a la conducta de la OA a corto plazo” (Mankiw, 2014, pág. 559). Como colofón, las diferencias internacionales no dejan de ser un enigma y suelen servir para contrastar distintas teorías económicas. Según el modelo de Robert Lucas, la pendiente de la curva de la OA debía depender de la variabilidad de la DA. Por ejemplo, en los países en que la DA es relativamente estable, los oferentes deberían ser más sensibles a las variaciones imprevistas de los precios, por lo que la curva de la OA sería relativamente plana. Robert Lucas confirmó, también, que los datos internacionales corroboran la predicción del modelo de los precios rígidos. “En los países que tienen una baja inflación media, la curva de OA a corto plazo es relativamente plana: las fluctuaciones de la DA producen grandes efectos en la producción y se reflejan lentamente en los precios” (Mankiw, 2014, pág. 559).

Una vez analizada la OA, pasaremos a hacer lo mismo con la DA. La curva de DA está formada, según Mankiw (2020), por las interrelaciones existentes entre las siguientes cuatro ecuaciones ya mencionadas:

- La demanda de bienes y servicios
- La ecuación de Fisher
- La ecuación de la política monetaria
- La ecuación de las expectativas sobre la inflación

“Su pendiente negativa refleja la política monetaria y la demanda de bienes y servicios: cuando el nivel de inflación es alto, el Banco Central sube el tipo de interés nominal y el tipo de interés real, lo cual reduce, a su vez, la demanda de bienes y servicios” (Mankiw, 2014, pág. 607). Precisamente, de la sensibilidad de la inflación a los cambios de la política monetaria y fiscal va a depender la pendiente de la curva de DA, haciendo que la economía en cuestión presente más variabilidad en precios y en producción.

Habiendo estudiado los parámetros que afectan tanto a la demanda agregada como a la oferta agregada y su interrelación, podemos ahora proceder al análisis de las fluctuaciones de la inflación en los últimos años, descubriendo sus causas y examinando las medidas monetarias, fiscales y de otra naturaleza que las autoridades económicas han tomado en las principales economías mundiales como respuesta a las perturbaciones de la economía y al objetivo del mantenimiento de una tasa de inflación sostenible.

4. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN A LO LARGO DEL SIGLO XXI

No podíamos comenzar este apartado sin antes mostrar y analizar someramente un gráfico sobre la evolución de la inflación a lo largo del siglo XXI. A primera vista, observamos que la evolución temporal de los precios estadounidenses y europeos es paralela, siendo, en líneas generales, más bruscas y pronunciadas las oscilaciones en la economía norteamericana.

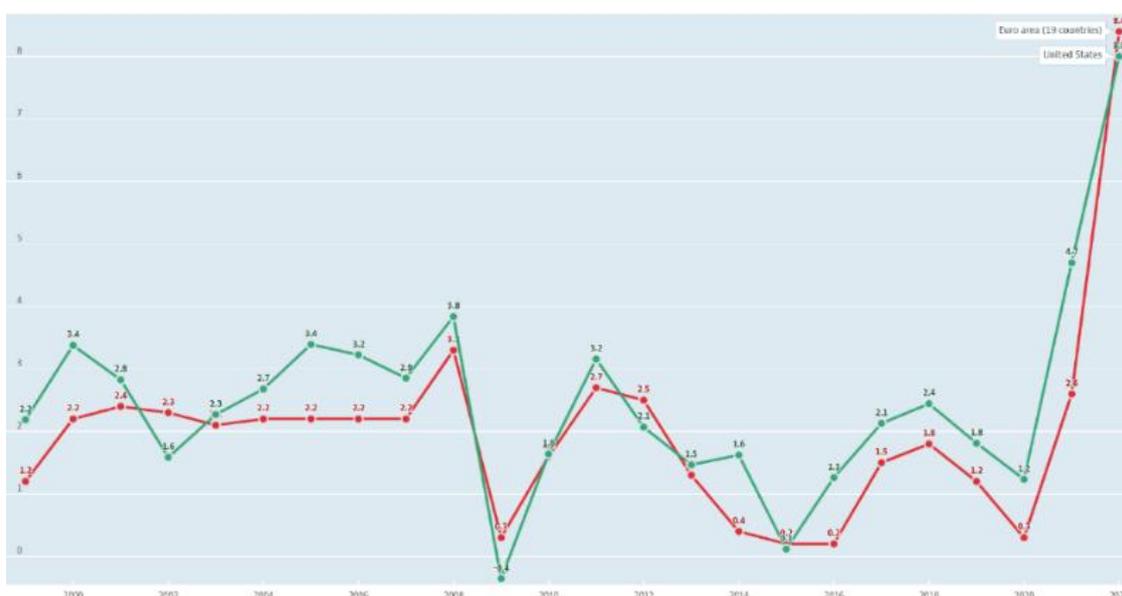


Gráfico 1: Inflación total: tasa anual de crecimiento (%), 1999-2022. Fuente: OCDE

En 2002 llama la atención la bajada de precios de EE. UU no secundada por la Zona Euro. El motivo de ello fue el siguiente. El país americano venía viviendo una de sus épocas doradas en el ámbito económico (1990-2000). Sin embargo, el nuevo siglo comenzaba con unos datos macro que atisbaban la recesión que estaba por estallar. “El crecimiento de la economía para el segundo trimestre de 2001 fue de 0,3% y en el tercer trimestre se registró un decrecimiento de 1,3%, de acuerdo con las cifras oficiales. Además, la tasa de desempleo subió de 3,9% en octubre de 2000 a 4,9% en agosto de 2001” (Levine, 2002, pág. 27 y 30). A lo sumo, los atentados terroristas del 11-S ayudaron a la caída de las bolsas (Wall Street permaneció cerrado durante 4 días), y al cambio de rumbo de las políticas económicas del gobierno, quien tuvo que lanzar importantes paquetes de ayuda económicas a todos los afectados. La persistente amenaza de guerra con Iraq, como respuesta al ataque terrorista, y los escándalos de falsificaciones documentales contables de numerosas sociedades estadounidenses para evitar la quiebra terminaron por acrecentar los síntomas de esta pequeña recesión; las economías domésticas redujeron notablemente su consumo privado, optando por el ahorro, lo que provocó inmediatamente la caída de los precios.

Durante el resto del siglo, los vaivenes económicos afectaron de manera análoga tanto a la UEM como a EE. UU. A continuación, analizaremos las cuatro crisis más relevantes del panorama económico más reciente y su relación con el sistema de precios.

4.1. Crisis de 2008

Si observamos detenidamente el gráfico inicial, nos percatamos con rapidez del repunte de precios que vivió la economía durante el año 2008. “La economía mundial se encontraba en una situación difícil, atrapada entre una abrupta desaceleración de la demanda en muchas economías avanzadas y un nivel creciente de inflación en todo el mundo”. (Desaceleración mundial e inflación en aumento. Perspectivas de economía mundial al día. Actualización de las proyecciones centrales, 2008, pág. 1).

“En muchos países, la fuerza que impulsó la inflación al alza fueron los precios de los alimentos y los combustibles. Los precios del petróleo superaron considerablemente los máximos anteriores en términos reales, empujados por la

preocupación sobre la oferta en un contexto de limitada capacidad excedentaria e inelasticidad de la demanda.” (Desaceleración mundial e inflación en aumento. Perspectivas de economía mundial al día. Actualización de las proyecciones centrales, 2008, pág. 2). Además, según esta misma publicación, el escenario financiero exacerbó la presión alcista sobre los precios del petróleo debido, especialmente, a los tipos de cambio.

A mayores, en el mismo año 2008, el boom de precios de las materias primas y de los alimentos era el más extendido y duradero desde comienzos de la década de los setenta. Las causas de ello fueron, por una parte, la carestía de alimentos debido a condiciones meteorológicas desfavorables en un número inusualmente elevado de países, y, por otra parte, una expansión fuerte e ininterrumpida de la demanda (muy por encima del crecimiento de la oferta), principalmente, de biocombustibles (sustitutivos del encarecido petróleo).

“El alza de precios del petróleo y de la energía hizo subir los costes de producción de las materias primas alimentarias a través del impacto en los precios del combustible para transporte y fertilizantes”, (Desaceleración mundial e inflación en aumento. Perspectivas de economía mundial al día. Actualización de las proyecciones centrales, 2008, pág. 7), retroalimentándose ambas subidas de precios de manera imparable.

“Asimismo, el uso cada vez más frecuente de restricciones a la exportación en los países vendedores de alimentos con el objetivo de incrementar la oferta y bajar los precios en el mercado interno generó presión sobre los precios internacionales.” (Desaceleración mundial e inflación en aumento. Perspectivas de economía mundial al día. Actualización de las proyecciones centrales, 2008, pág. 7).

En el año siguiente, “la situación se deterioró con rapidez después del estallido de la crisis financiera en septiembre de 2008 a raíz de la suspensión de pagos de un importante banco de inversiones de Estados Unidos (Lehman Brothers), el rescate de la mayor empresa de seguros de ese país (American International Group, AIG) y las intervenciones en otras diversas instituciones sistémicas en Estados Unidos y Europa.” (Crisis y recuperación. Perspectivas de la economía mundial. Estudios económicos y financieros, 2009, pág. 2). Siguiendo lo

expuesto por este informe del FMI, estos hechos provocaron un aumento enorme del riesgo percibido por el mercado, y de la desconfianza con respecto a la solvencia de muchas de las instituciones financieras más sólidas, explicando esto los nuevos máximos a los que se disparó la demanda de liquidez y el recrudecimiento de la volatilidad del mercado. “Los diferenciales de los bonos empresariales de primer orden y alto rendimiento aumentaron marcadamente, los flujos de financiación del comercio y el capital de trabajo experimentaron graves perturbaciones, los bancos endurecieron aún más las normas de concesión de crédito y las cotizaciones de las acciones descendieron abruptamente.” (Crisis y recuperación. Perspectivas de la economía mundial. Estudios económicos y financieros, 2009, pág. 3). La incertidumbre que provocaban las políticas económicas y el pesimismo ante las perspectivas económicas granjeó un círculo vicioso de repercusión mundial.

No obstante, las presiones inflacionarias se moderaron rápidamente debido al aumento de la brecha del PIB y al descenso de los precios de los alimentos y los combustibles. La inflación (incluida la subyacente⁷) disminuyó, llegando a situarse por debajo de los niveles fijados como meta por los bancos centrales en las principales economías (en torno al 2%), según explica la mencionada revista del FMI en su edición “Crisis y recuperación”.

“Los precios de las materias primas bajaron considerablemente a causa del drástico y veloz deterioro de las perspectivas económicas de los países emergentes (culpables del crecimiento de la demanda en años anteriores). Al mismo tiempo, la atonía económica contuvo la espiral de aumento de los salarios”. (Crisis y recuperación. Perspectivas de la economía mundial. Estudios económicos y financieros, 2009, pág. 6).

Este contexto dio paso a la deflación de finales de 2008, con datos de inflación por debajo del 1%. Según el informe anual de 2009 del FMI, los precios al consumidor disminuyeron a un ritmo anual de más del 4% en las economías avanzadas durante el cuarto trimestre de 2008. El año 2009 comenzaba con índices altos y sostenidos de exceso de capacidad y desplomes de los precios

⁷ La inflación subyacente es la inflación que se mide a partir de un nivel de precios, generalmente el índice de precios al consumo, eliminando del mismo sus componentes más volátiles, como alimentos frescos, bienes y servicios energéticos.

de las viviendas y las acciones. Ello granjeó unas expectativas de deflación desoladoras⁸ que anticipaban dos consecuencias negativas principales.

“La primera es que se menoscabaría la capacidad de las autoridades monetarias para proporcionar estímulo mediante tasas de interés más bajas. La segunda consecuencia es que el descenso continuado de los precios supondría un incremento de la carga de la deuda real de las empresas y los hogares, lo que amplificaría los riesgos de incumplimientos de pago masivos debido a la menor actividad empresarial (aumento del paro) y la tensión financiera.” (Crisis y recuperación. Perspectivas de la economía mundial. Estudios económicos y financieros, 2009, pág. 25).

Todas las soluciones que se tomaron para frenar este declive económico tuvieron como denominador común la adopción de planes creíbles y el apoyo a la demanda. Además, las políticas macroeconómicas también debieron ser guiadas por objetivos a medio plazo, pues la eficacia a corto plazo de las medidas dependerá de la credibilidad de las mismas a medio plazo. A lo sumo, la globalización en general, y la de los mercados financieros en particular, hizo de la cooperación internacional en la aplicación de las políticas una pieza clave en la restauración de la confianza del mercado.

Las estrategias financieras que se pusieron en marcha de manera inmediata pusieron el foco en el restablecimiento de la salud de las instituciones financieras. Con este objetivo, las políticas tuvieron tres elementos básicos:

- ✓ “garantizar que las instituciones financieras tengan acceso a la liquidez
- ✓ identificar los activos problemáticos y resolver su situación
- ✓ recapitalizar las instituciones débiles pero viables” (Crisis y recuperación. Perspectivas de la economía mundial. Estudios económicos y financieros, 2009, pág. 43)

En las economías avanzadas, la tarea de la política monetaria se complicó por la creciente amenaza de deflación y la limitación de la tasa de interés mínima de cero. Las tasas de interés se aproximaron rápidamente a cero en muchos países,

⁸ La inflación se situó por debajo de cero en el primer semestre de 2009 en Japón y Estados Unidos. En Europa occidental, donde la energía tiene una menor ponderación en las cestas de consumo, la inflación disminuyó a niveles bajos, pero en general no llegó a terrenos negativos.

siendo el margen de maniobra mucho más amplio en la zona euro que en EE. UU. Ante estas limitaciones de la política monetaria internacional, se llevaron a cabo estrategias menos convencionales, tales como el apoyo de los bancos centrales en la intermediación del crédito (por ejemplo, adquisiciones de valores públicos a largo plazo⁹).

Dada la magnitud de la desaceleración y los factores limitativos de la política monetaria, la política fiscal sirvió para brindar un apoyo vital a corto plazo a la economía mundial. Si bien el principal objetivo era incentivar la demanda y el gasto privado (a través del incremento del gasto público), la tarea de mantener el estímulo se complicó conforme se redujo el margen de maniobra fiscal de ciertos países (recordemos el caso de Grecia, Italia o España) debido a los temores en el mercado acerca de la sostenibilidad de sus finanzas públicas¹⁰. “Las medidas fiscales se centraron en incrementar el gasto en proyectos específicos y desgravaciones temporales destinadas a mejorar el flujo de caja de los hogares con reducido acceso al crédito. También, se buscó fomentar el potencial productivo de la economía a largo plazo, y, por consiguiente, la capacidad de recaudación y tributación (las iniciativas para promover el gasto en infraestructura fueron especialmente idóneas en aquella coyuntura)” (Crisis y recuperación. Perspectivas de la economía mundial. Estudios económicos y financieros, 2009, pág. 48).

La intervención e intermediación de los bancos centrales en los mercados financieros, la búsqueda de la confianza de los mercados, la credibilidad y la transparencia fueron las grandes lecciones aprendidas de la crisis de 2008.

⁹ En plena crisis, estas medidas fueron notablemente eficaces ya que ayudaron a destrabar los mercados ilíquidos o dislocados, es decir, produjeron la tan necesaria distensión del crédito. No obstante, estas operaciones con activos con vencimientos a más largo plazo fueron mucho más difíciles de liquidar ya cuando se normalizó el mercado.

¹⁰ Existió y existe un grupo amplio de economías avanzadas, en donde las proyecciones de las cuentas públicas muestran una acumulación importante de deuda, sobre todo en las economías que también se enfrentan a costes elevados derivados del saneamiento del sector financiero y el envejecimiento de la población.

4.2. Crisis de 2015

Los factores que impulsaron la caída de los precios fueron el aumento de la producción (en los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y en otros países) y una considerable desaceleración del crecimiento de la demanda mundial de petróleo, sobre todo de Europa y la región de Asia y el Pacífico.

Encontramos que tanto los factores de oferta como de demanda jugaron un importante papel en la fuerte caída de los precios. Los históricos de los mercados de futuros demuestran que los precios del petróleo se recuperaron, pero se mantuvieron por debajo del nivel de los anteriores años.

Respecto de la oferta, la producción de petróleo vivió un aumento sorpresivo. Las causas de este repunte fueron la anticipada recuperación de la producción de petróleo libio y, la inalterable producción iraquí, a pesar de los disturbios. Empero, el factor más importante fue sin duda “la intención anunciada públicamente de Arabia Saudita, el mayor productor de petróleo dentro de la OPEP, de no contrarrestar el suministro cada vez mayor de petróleo de otros productores de la OPEP y no pertenecientes a la OPEP, y la posterior decisión de la OPEP de mantener su techo de producción colectiva de 30 millones de barriles por día a pesar del exceso percibido” (Arezki & Blanchard, 2014).

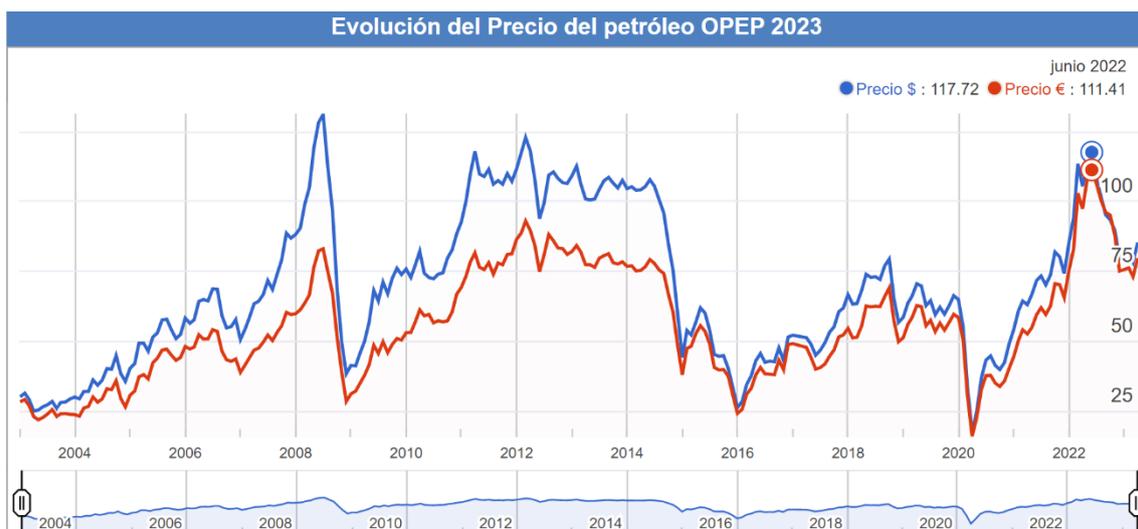


Gráfico 2: Evolución del precio del petróleo OPEP (2003-2023). Fuente: Expansión.

Conociendo las causas de la deflación de 2015, ahora cabe preguntarse el motivo que llevó a EE. UU. a presenciar tal brusco descenso de los precios, llegando a los niveles que ya venían viviendo los países de la zona euro durante años anteriores. Los países europeos tuvieron presente una paulatina deflación que tocaría fondo en los años 2015 y 2016. El motivo de esta deriva tan negativa para su economía es que, “en tiempos normales, la política monetaria respondería a una menor inflación subyacente a través de una disminución de más de uno por uno en la tasa de interés nominal y, por lo tanto, una tasa de interés real más baja” (Arezki & Blanchard, 2014). Sin embargo, las principales economías de la UEM estaban limitadas por tasas de interés a cero, inhabilitando las capacidades de reacción del BCE. Mientras tanto, EE. UU., pudo responder a una disminución de la inflación retrasando el momento de su salida del límite inferior (“los tipos oficiales aumentaron de forma gradual desde diciembre de 2015, y desde octubre de 2017 se redujo paulatinamente el tamaño del balance de la Fed” (Dirección General Adjunta Asuntos Internacionales, 2018, pág. 20).

Ahora bien, la gran caída de precios del país americano se debió en gran medida al efecto sobre los tipos de cambio. Los precios más bajos del petróleo suelen conducir a una apreciación de las monedas de los importadores de petróleo, en particular el dólar (aunque EE. UU produce más de la mitad del petróleo que consume), y a una depreciación de las monedas de los exportadores de petróleo. Contrariamente a lo que nos pudiéramos imaginar, “la depreciación del euro (un 8% por razones, en su mayoría, ajenas a la caída del precio del petróleo), implicó que la disminución del precio del petróleo en términos de euros fuese menor que en dólares, concretamente 36% y 40% respectivamente. Esas depreciaciones silenciaron un poco el impacto de la caída del precio del petróleo para la zona euro en comparación con EE.UU” (Arezki & Blanchard, 2014).

4.3. Crisis del COVID-19

La pandemia global paralizó al mundo poniendo a la mayoría de las empresas y a todas las económicas del hogar en “*stand-by*”. Las fronteras se cerraron y dejaron al comercio internacional en coma inducido. Asistimos a una inevitable contracción temporal de la producción de bienes y servicios, pero, además, paralelamente, surgió una dramática caída de la demanda. En 2020 el PIB de la

eurozona disminuyó un 4,16% y el estadounidense un 1,87%. Por su parte, el comercio internacional lo hizo en un 13,24% en EE. UU. y un 8,93% en la UEM.

Como no podía ser de otro modo, la pandemia afectó también al nivel de precios de todas las economías mundiales. En las economías avanzadas, la inflación promedio disminuyó alrededor de 1,3 puntos porcentuales desde fines de 2019, a 0,4% (en términos interanuales) para abril de 2020. Según *“The World Economic Outlook (WEO)”* del FMI de junio de 2020, hasta ese momento, la presión a la baja sobre los precios fue provocada por la caída de la demanda agregada (2,4% en EEUU y 5,9% en la UEM), y por los efectos del abaratamiento de los combustibles (69,97% de reducción en el precio del petróleo ofertado por la OPEP), aunque en algunos casos la tendencia deflacionista se ha visto parcialmente contrarrestada por el efecto de la depreciación del tipo de cambio en los precios de las importaciones.

No obstante, desde comienzos de 2021 las tasas de inflación globales han aumentado, “especialmente en Estados Unidos (la inflación ha alcanzado máximos históricos, con un registro del 5,3% en agosto, que ha llevado la media de los ocho primeros meses del año al 3,9%, muy por encima del 1,8% promedio en la última década)” (Borrallo, Buesa, & Párraga, 2021, pág. 3). “Una parte del aumento de la inflación tanto en la zona euro como en EEUU se debió a un fenómeno estadístico, denominado “efecto base”, procedente de la comparación de los precios actuales y los del año anterior, marcado por una caída generalizada de la actividad” (Borrallo, Buesa, & Párraga, 2021, pág. 2). Por otro lado, la reactivación económica propició el repunte de los precios en los sectores más afectados por la pandemia (por ejemplo, la hostelería y los servicios de transporte), ha acentuado ciertos problemas de abastecimiento y logística (continuas perturbaciones de la cadena de suministros, congestión en los puertos, cuellos de botella, fuerte demanda repentina de bienes, desajustes temporales entre oferta y demanda en las primeras instancias de la recuperación económica¹¹), y ha venido acompañada de un encarecimiento del componente

¹¹ “Este desajuste entre la demanda y la oferta de bienes se explica en parte por problemas de abastecimiento y de logística, que fueron especialmente marcados en algunos inputs importados (por ejemplo, semiconductores, acero o madera) y que afectan de manera muy visible a ciertos sectores, como el del automóvil o el de telecomunicaciones. Una consecuencia inmediata de lo

energético (encarecimiento del petróleo a raíz de la recuperación gradual de la demanda junto a una reacción limitada de la oferta de esta materia prima)¹².

“Aparte de las tendencias comunes a nivel global, los desarrollos económicos particulares de Estados Unidos afectaron al área del euro a través de los vínculos comerciales y financieros entre ambas regiones. En este sentido, los estímulos fiscales estadounidenses influyeron en la demanda exterior de bienes y de servicios de la zona euro y también tuvieron ciertos efectos de desbordamiento (“*spillovers*”) sobre su inflación” (Borrallo, Buesa, & Párraga, 2021, pág. 14) (el encarecimiento de los bienes importados contribuyó a la inflación europea debido a la depreciación del tipo de cambio).

Sin embargo, unas de las características de la inflación americana que no se presenció en Europa fue la relativa al mercado laboral. A diferencia de la UEM, en Estados Unidos se observan presiones salariales importantes. En muchos países (dentro de los cuales se encuentra el área del euro), “el aumento de los sueldos nominales se mantuvo contenido a pesar de que el empleo y la participación prácticamente recuperaron los niveles previos a la pandemia. En Estados Unidos, sin embargo, la situación fue diferente: la drástica caída del desempleo fue acompañada de un vigoroso aumento de los sueldos nominales” (Creciente número de casos, una recuperación interrumpida y mayor inflación, 2022, pág. 7). Eso generó un grado de saturación de los mercados laborales estadounidenses que no se observó en otras economías. En base este mismo informe del FMI, manteniéndose la participación en la fuerza laboral estadounidense por debajo de los niveles previos a la pandemia y siguiendo sin buscar empleo los trabajadores desalentados, la existencia de mercados laborales más ajustados se tradujo en alzas de precios.

El mercado de trabajo no fue el único motivo que explica la mayor inflación de la potencia económica americana por encima de aquella de UEM. “En primer lugar,

anterior fue el encarecimiento de los precios de producción, que se transmitieron, al menos parcialmente, a los precios de consumo” (Borrallo, Buesa, & Párraga, 2021, pág. 7).

¹² La inflación subyacente (IPC excluidos energía y alimentos) también registró crecimientos históricamente elevados en Estados Unidos (4,3% en julio, 2,8% de media en los meses transcurridos de 2021), mostrando que el aumento de la inflación no viene dado únicamente por el encarecimiento de los precios energéticos.

los precios estadounidenses de los automóviles y camiones usados se dispararon durante el segundo trimestre de 2021¹³. El aumento de los precios de los mismos representó, por sí solo, alrededor de la mitad del aumento de la inflación del IPC de EE.UU. En la zona del euro, por el contrario, se produjo cierto aumento de los precios de los automóviles nuevos, en parte debido a los cuellos de botella de la cadena de suministro, pero los precios de los coches usados no aumentaron debido a la estabilidad de su demanda. Además, el peso de los coches usados en su IPC es considerablemente menor (1,1% frente a alrededor del 3% en Estados Unidos)” (Koester, Nordeman, & Soudan, Comparing recent inflation developments in the United States and the euro area, 2021).

Otro aspecto cuando menos curioso de esta crisis fue el hecho de que, a pesar de la idea generalizada de que los precios de la vivienda¹⁴ disminuyen en períodos de recesión, “en 2020 los precios reales de la vivienda se incrementaron en promedio 5,3% a nivel mundial, coincidiendo con la profundización de la desaceleración económica provocada por la pandemia. Esta tasa de crecimiento anual fue la más elevada registrada en los últimos 15 años. Mientras los precios de la vivienda continuaron creciendo de manera ininterrumpida, el alquiler residencial lo hizo con menor intensidad, y en el mismo período aumentó un 1,8%, en promedio, a nivel internacional” (La recuperación en tiempos de pandemia, 2021, pág. 28). Lo que quizás sea más llamativo es que esta fuerte subida de los precios de la vivienda se produjo en un contexto de creciente incertidumbre en torno a la dinámica de la inflación postpandemia.

Todo el peso del sostenimiento económico recayó en los hombros del Estado y los Bancos Centrales quienes tuvieron que poner en marcha políticas fiscales y

¹³ Fueron varias las razones de dicho hecho: los automóviles nuevos estaban menos disponibles debido a una desaceleración en la producción derivada de la escasez de semiconductores, y las compañías de alquiler de automóviles redujeron las ventas de estos en medio de una mayor demanda de alquiler a medida que la economía se reabrió. Las preferencias “postpandémicas” se desplazaron del transporte público al privado, y el ingreso disponible de los hogares se vio alentado por los estímulos fiscales, lo que impulsó la demanda de automóviles de segunda mano en los Estados Unidos.

¹⁴ Los precios de la vivienda son importantes a efectos de la inflación porque están vinculados e influyen en el IPC. Por un lado, se valora el alquiler efectivamente pagado por los inquilinos. Por otra, se estudia el alquiler imputado, también llamado valor locativo, una estimación del precio que los propietarios deberían pagar si alquilasen su propia vivienda. En conjunto, el componente de “alquileres” representa en promedio aproximadamente el 20% del IPC.

monetarias, respectivamente, extraordinarias para hacer frente a un panorama inesperado y, sobre todo, incierto.

En un primer momento de la pandemia, los gobiernos de la mayoría de los países pusieron en marcha políticas fiscales expansionistas priorizando el gasto sanitario, social y laboral, y centrando el apoyo en los más afectados. “Los países ampliaron temporalmente las prestaciones por desempleo y las redes de seguridad social en diversos grados. Por ejemplo, en respuesta a la pandemia de COVID-19 Estados Unidos brindó paquetes de ayuda temporal de mayor calibre que los de Europa, en parte porque su red de seguridad social tradicionalmente ha sido más pequeña” (Gaspar, Lam, & Raissi, 2020). En un contexto así (una fuerte disminución de los ingresos públicos y un importante incremento del gasto público), fue fácil atisbar una evolución muy negativa de los déficits fiscales. “A finales de 2019 la deuda total mundial (la pública más la privada) sobrepasaba tres veces el PIB” (Sequeiros Tizón, 2020, pág. 29).

En este contexto, el papel que jugaron los bancos centrales fue determinante. “Los bancos centrales de las economías avanzadas optaron por las operaciones de refinanciamiento y compras a gran escala de bonos del Estado e incluso de valores privados” (La recuperación en tiempos de pandemia, 2021, pág. 32) para mantener la liquidez en el sistema y evitar así las crisis de solvencia. Las compras de activos por parte de los bancos centrales suelen financiarse mediante expansiones de la base monetaria. Dichas expansiones de la base monetaria preocuparon por su consiguiente fuerte presión sobre los precios, según indica el *WEO* del FMI de octubre de 2021. “Esta capacidad ilimitada de crédito desde los bancos centrales es lo que explicó unos tipos de interés muy bajos (incluso negativos), y, por ejemplo, las subidas de las bolsas, mayormente alimentadas por un crédito muy barato” (Sequeiros Tizón, 2020, pág. 30). Todas estas medidas tuvieron como objetivo el estímulo del consumo de las familias y la inversión del sector productivo¹⁵.

¹⁵ “Durante los primeros meses de la pandemia, los hogares se vieron forzados a posponer el gasto en muchos bienes y servicios, y un número considerable de empresas ajustó sus existencias ante la incertidumbre sobre las perspectivas económicas, lo que generó la acumulación de un ahorro extraordinario por parte de muchos agentes económicos” (Borrillo, Buesa, & Párraga, 2021, pág. 6).

En palabras de Sequeiros, la coexistencia de inflaciones muy bajas (incluso negativas), tipos de interés muy bajos (incluso negativos) y una expansión de la masa monetaria nunca vista hasta entonces en la historia reciente del capitalismo, hizo pensar en un capitalismo en el cual una sola institución pública e independiente, el Banco Central, controla más allá de la mitad del PIB¹⁶.

En 2021, con una inflación en EEUU del 4,7% y del 2,6% en la UEM, la política monetaria se endureció. “En Estados Unidos, ante la generalización de las presiones de precios y de sueldos, la Reserva Federal (Fed) decidió acelerar el recorte gradual de las compras de activos e indicó que en 2022 incrementaría las tasas más de lo previsto. Ese mismo año, el Banco Central Europeo (BCE) puso fin a las compras netas de activos iniciadas como parte del programa de compras de emergencia durante la pandemia, y a la vez que también se comprometió a mantener las principales tasas de interés a los niveles de entonces hasta que se lograra un avance adecuado hacia la estabilización de la inflación en la meta a mediano plazo” (Creciente número de casos, una recuperación interrumpida y mayor inflación, 2022, pág. 4).

Pese a la realidad, los pronósticos auguraban una cercana y rápida salida de la crisis económica granjeada por el COVID-19. Los Bancos Centrales y los Gobiernos comenzaban a poner fecha de caducidad a sus políticas más expansionistas y extraordinarias. La inflación se consideraba temporal transitoria y controlable. Y justo cuando parecía que lo peor ya había pasado, Rusia decidió dar un golpe en la mesa y trincar la realidad que hasta entonces conocíamos.

4.4. Crisis de la Guerra de Ucrania

El 24 de febrero de 2022 el presidente de Rusia, Vladímir Putin anunció el inicio de una operación militar especial en Ucrania, alegando una amenaza ucraniana que hacía sentir insegura a Rusia. Años atrás, el conflicto entre ambos países ya era una realidad que preocupaba a Europa. En 2014 la Federación de Rusia anexionó la península de Crimea a su territorio nacional como respuesta al

¹⁶ “Los balances de estos bancos vivieron un desarrollo espectacular. A finales del 2020 el balance del BCE llegó a alcanzar casi el 65% del PIB europeo. Un caso parecido fue el de la Fed: con una trayectoria similar a la europea, llegó a finales de 2020 con un balance ligeramente superior al 40% de su PIB” (Sequeiros Tizón, 2020, pág. 29).

reclamo de rusófilos ucranianos de incorporar las regiones de Donetsk y Lugansk, los cuales declararon su independencia de Ucrania tras una serie de manifestaciones y disturbios de índole europeísta y nacionalista ucraniana a lo largo de toda la nación. Sin querer entrar en más detalles, la guerra ruso-ucraniana de 2022 ha supuesto un antes y un después en la historia reciente de Europa, afectando a nivel internacional por las repercusiones del conflicto. La seguridad y el mantenimiento de la paz se pusieron en la cuerda floja, de igual manera que lo hizo la economía mundial. Los precios (siendo este el ámbito que nos interesa) se dispararon por motivos que a continuación analizaremos exhaustivamente. El mundo en general, y Europa en particular, no había salido de una crisis cuando se vio inmerso en otra.

5. CAUSAS DE LA INFLACIÓN ACTUAL

Si bien la recuperación mundial se pronosticaba a partir del segundo trimestre del 2022, las expectativas se frustraron debido a la invasión rusa de Ucrania y a las sanciones aplicadas a Rusia. Esta crisis se desenvuelve en un momento en el que la economía mundial estaba en camino de repararse, pero sin haberse recuperado del todo tras la pandemia de COVID-19. Más allá del impacto social, geopolítico y humanitario inmediato, la guerra sacudió bruscamente la economía mundial, ralentizando el crecimiento y haciendo subir aún más la inflación.

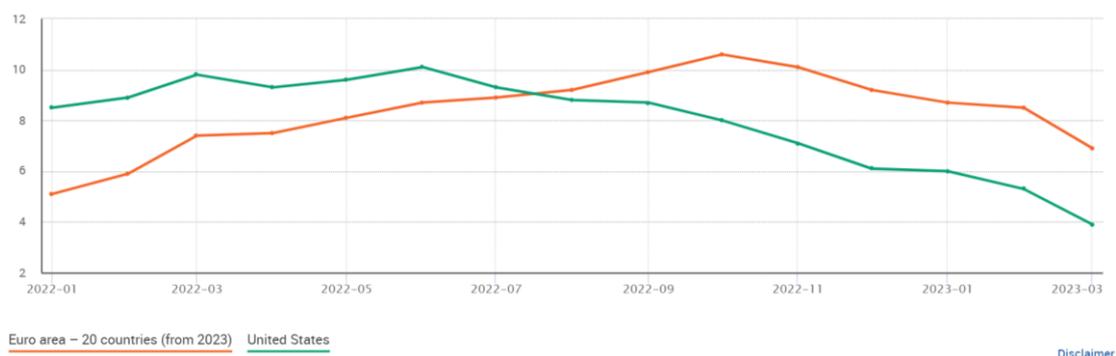


Gráfico 3: Inflación en EE. UU. y la UEM (2022-T12023). Fuente: Eurostat.

“Los efectos económicos de la guerra se están propagando rápida y extensamente principalmente a través de los mercados de materias primas, el comercio internacional y los vínculos financieros” (La guerra retrasa la recuperación mundial, 2022, pág. 15).

5.1. Unión Económica y Monetaria

Europa es una de las regiones más directamente afectadas por el conflicto bélico y sus datos de inflación lo demuestran. “La inflación general aumentó de 0,3% en 2020 a 2,6% en 2021 y luego a 8,4% en 2022” (Arce, Koester, & Nickel, 2023). “Los diecinueve Estados miembros han superado la tasa del 3% de inflación subyacente; en algunos casos, como en los países bálticos o Eslovaquia, rebasa el 8%” (Pacce, del Río, & Sánchez, 2022, pág. 4). La escala de precios atiende a diversos factores de entre los que destacan los siguientes:

5.1.1. El precio de la energía

Las sanciones de la UE contra Rusia por su agresión al pueblo ucraniano han ido desde sanciones financieras individuales a los grandes magnates y cuentas rusas, hasta sanciones de índole económico, como restricciones a las exportaciones e importaciones (precisamente, se prohíbe la importación en torno al 90% del petróleo y gas ruso). Dado que la mayoría de los países de Europa son importadores netos de energía (y, por ende, dependientes energéticamente) y Rusia era el principal proveedor unitario de energía para la eurozona antes de la guerra, una evidente disminución de su materia prima energética se tradujo en un incremento de la inflación.

“La inflación de la energía y los alimentos representó más de dos tercios de esta inflación récord en 2022” (Arce, Koester, & Nickel, 2023). “En este breve período, la escalada del precio relativo de la energía es aproximadamente la misma que el aumento acumulado durante los veinte años anteriores” (R. Lane, 2022).

Para ponernos en situación, “en 2021, Rusia fue el mayor proveedor de materias primas energéticas de la zona del euro y constituyó el 23 % de las importaciones totales de energía. Rusia representó el 23 % y el 43 % de las importaciones de petróleo crudo y carbón de la zona del euro, respectivamente, en 2020, lo que representó el 9 % y el 2 % del consumo de energía primaria de la eurozona. Sin embargo, la zona del euro depende especialmente¹⁷ de las importaciones de gas natural de Rusia, que en 2020 ascendieron al 35 % de las importaciones de gas

¹⁷ Entre los grandes países de la UEM, Alemania e Italia tienen la mayor dependencia del gas ruso, ambos países con un porcentaje de importación de gas ruso mayor al 50%.

de la UEM y representaron el 11 % de su consumo de energía primaria” (Adolfson, Kuik, Lis, & Schuler, 2022).

“Los precios del petróleo, el carbón y el gas se dispararon inmediatamente después de la invasión rusa de Ucrania y han sido volátiles desde entonces. En las dos primeras semanas posteriores a la invasión, los precios del petróleo, el carbón y el gas subieron alrededor de un 40%, 130% y 180% respectivamente. Los precios del gas también hicieron subir los precios mayoristas de la electricidad en la eurozona. Desde entonces, los precios de las materias primas energéticas se han moderado, con los precios del petróleo y el carbón situándose un 27 % y un 50 % respectivamente por encima de sus niveles antes de la invasión, mientras que los precios del gas son un 11 % más bajos que antes de la invasión” (Adolfson, Kuik, Lis, & Schuler, 2022).

“Aunque el precio del petróleo ha subido vertiginosamente, la capacidad no utilizada en otros países y la movilización de reservas de petróleo probablemente signifiquen que esos aumentos estarán contenidos a medio plazo. Por el contrario, la relativa inflexibilidad de la infraestructura necesaria para transportar gas (los gasoductos son más importantes que los oleoductos, por ejemplo) significa que la oferta mundial no puede adaptarse con tanta facilidad, lo cual da lugar a la perspectiva de precios más altos durante más tiempo” (La guerra retrasa la recuperación mundial, 2022, pág. 9).

La generalización del alza de la inflación es el resultado de los efectos indirectos derivados del aumento de los precios de la energía. “El incremento intenso y persistente del precio de las materias primas ha presionado los costes de producción de manera más directa en aquellas actividades económicas que utilizan la energía o los alimentos como insumo fundamental o que dependen de los servicios de transporte de mercancías” (Pacce, del Río, & Sánchez, 2022, pág. 11). “La energía representa directamente entre el 5 y el 10 por ciento de los costes totales en muchos sectores, con una mayor exposición indirecta a través de bienes intermedios intensivos en energía” (R. Lane, 2022). Esto ha conducido a que las empresas ajusten sus precios con una frecuencia mayor de lo habitual.

Los motivos de ese traslado tan rápido de los costes de producción a los precios de consumo son varios. Por un lado, partimos de un contexto de cuellos de

botella en la producción de manufacturas y de presiones de demanda asociadas a la reapertura de la economía tras la pandemia. Por otro lado, las intenciones de los empresarios de paliar lo antes posible las pérdidas de beneficios de los años precedentes también han presionado al alza los precios. Por último, entra en juego la escasez de ciertas materias primas muy específicas y esenciales¹⁸ en ciertos sectores industriales (automovilístico¹⁹, tecnológico...) debido a las limitaciones de importación de ciertos bienes rusos y la imposibilidad de importar aquellos provenientes de Ucrania, o bien por el retraso en algunos suministros procedentes de China.

“Tanto los carburantes (obtenidos a partir del petróleo) como el gas y la electricidad (en cuya fijación de precios desempeña un papel clave el propio gas²⁰) forman parte de la cesta de consumo²¹ de los hogares” (González Mínguez, Leiva León, Hurtado, & Urtasun, 2022, pág. 10), por lo que la subida de los precios de su factura de la luz, el gas o incluso, la gasolina ha supuesto un aumento del gasto mensual muy importante para las familias. Además, el peso de los transportes en el IPCA es del 14,1% lo que también ha afectado al bolsillo de personas y, por supuesto, empresas, a través de la afectación de los carburantes a los precios que paga el consumidor final.

¹⁸ Ver apartado 6.2.1.

La inflación de los bienes industriales no energéticos siguió aumentando hasta alcanzar un máximo histórico del 5,5 %.

¹⁹ “La producción mundial de automotores también se ve afectada por la guerra de otras maneras: las interrupciones de la producción ucraniana de sistemas de cableado electrónico ya han contribuido al cierre de plantas automotrices en Alemania” (La guerra retrasa la recuperación mundial, 2022, pág. 10).

²⁰ “El pool eléctrico es un mercado en el que se intenta casar la demanda de kWh del día siguiente y la capacidad de producción. Los distintos productores muestran qué capacidad tienen de producir kWh y a qué precio están dispuestos a venderlo. Cuando hay una producción que cubre la totalidad de la demanda, el precio se fija con los últimos productores que han hecho ofertas para cubrir esa demanda. Ese precio es el que se aplica a la totalidad de la energía producida al día siguiente. Si la demanda se cubre en su totalidad con energías renovables, el precio es más bajo que si entran las centrales de ciclo combinado” (¿Por qué influye el gas en el precio de la luz?, 2022). Actualmente es la electricidad producida en los ciclos combinados de gas la que fija el precio final, y al ser el precio de este gas elevado, la electricidad, y por ende, la factura de la luz también lo es.

²¹ El gasto en energía en el IPCA de la zona del euro se encuentra dentro del grupo “vivienda” (ponderación del 12,7% de la cesta), concretamente en su subgrupo “electricidad, gas y otros combustibles”.

Otra consecuencia de la inflación de la energía en la UEM fue el “shock en los términos de intercambio que afectó a la zona del euro mucho más que a los EE. UU., ya que el euro dependía en gran medida de las importaciones rusas de gas. Este impacto se vio intensificado por la evolución de los tipos de cambio, ya que el dólar estadounidense se apreció fuertemente mientras que el euro se depreció no solo frente al dólar estadounidense sino también en términos efectivos. En la zona euro, el impacto estimado fue equivalente a una transferencia de alrededor del 2,2 % del PIB al resto del mundo, acumulada durante cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2022. En EE. UU., el efecto ingreso fue prácticamente neutral, ya que el país es autosuficiente en términos de energía. Las pérdidas en los términos de intercambio redujeron significativamente la renta disponible de los hogares en la eurozona, con un impacto particularmente fuerte en la demanda de bienes duraderos” (Koester, y otros, 2022).

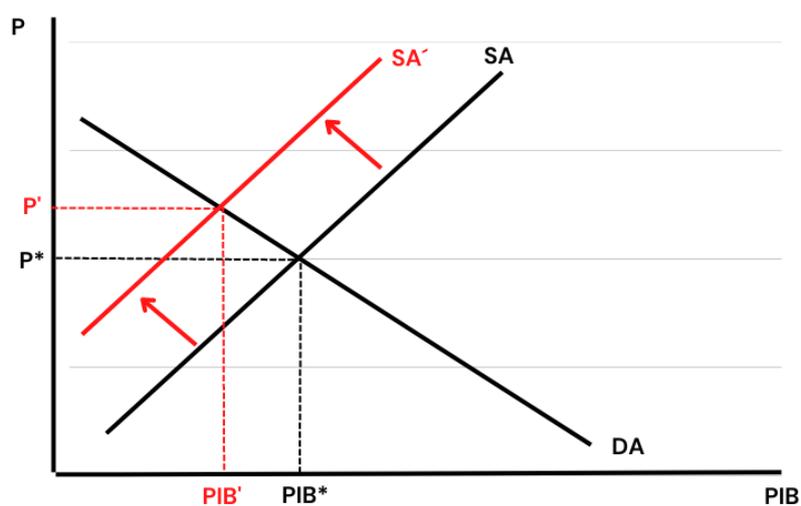


Gráfico 4: Inflación de costes según el modelo de la oferta y demanda agregada. Fuente: elaboración propia.

5.1.2. El precio de los alimentos

Los precios de los alimentos aumentaron un 14,1% en enero de 2023 en comparación con el año anterior. Como se indicó anteriormente, fue la segunda causa más importante de la reciente inflación europea, después de la energía.

Como señalan Borrallo, Cuadro-Sáez y Javier J. Pérez, por una parte, Rusia y Ucrania son importantes productores de materias primas alimenticias, como los cereales (juntos, Rusia y Ucrania originan cerca del 30% de las exportaciones mundiales de trigo), y sus capacidades de producción y de exportación se

encuentran significativamente limitadas. Por otra parte, el conflicto está afectando a los precios de la energía (exportada principalmente por Rusia) y de los fertilizantes, que son dos suministros cruciales en los procesos de producción de las actividades agrícolas. “Dado que la producción de alimentos requiere mucha energía, las altas tasas de inflación de los alimentos reflejan en parte los efectos indirectos y retardados de los altos precios de la energía, en los que la guerra ha desempeñado un papel clave” (Arce, Koester, & Nickel, 2023).

“Asimismo, la escalada de los precios y las disrupciones en la oferta proveniente de Rusia y de Ucrania, junto con algunos desarrollos climáticos adversos, están llevando a algunos países a prohibir o a imponer restricciones a las exportaciones de algunas materias primas alimenticias, lo que supone un tensionamiento adicional de las cadenas globales de suministro de los alimentos, con el potencial de generar aumentos adicionales muy persistentes de los precios internacionales” (Borrallo, Cuadro-Sáez, & Pérez, 2022, pág. 9).

“El peso que suponen los alimentos en la cesta de la compra determina en gran medida el impacto heterogéneo del incremento del precio de las materias primas alimenticias en los distintos países. En el conjunto de la UEM este peso se sitúa en el 19,5% y los alimentos han contribuido 0,9 puntos porcentuales al avance del índice armonizado de precios de consumo. Un 93% de las categorías de alimentos del IAPC han registrado tasas muy elevadas en términos históricos. En junio de 2022, el precio del aceite en la eurozona aumentó un 29% interanual, y los cereales y el café un 11%, mientras que los lácteos y huevos, y carne²² lo hicieron en torno a un 12%” (Borrallo, Cuadro-Sáez, & Pérez, 2022, pág. 3).

La importancia de los precios de los alimentos no solo se limita al incremento del gasto que conlleva mensualmente para las economías domésticas, sino que sus consecuencias van más allá, afectando a sectores del IPCA de tal relevancia como hoteles, cafés y restaurantes (14,2%).

Al igual que el precio de la energía afecta de manera directa a la producción y transporte de bienes alimenticios, los precios de estos también influyen en el

²² “La transmisión de las perturbaciones en las materias primas alimenticias a los precios de consumo es más rápida, por ejemplo, para la carne y las grasas y aceites, y más lenta para los cereales, posiblemente, en este último caso, como consecuencia de los plazos más largos de procesado, distribución y comercialización” (Borrallo, Cuadro-Sáez, & Pérez, 2022, pág. 8).

nivel de precios del sector servicios, en concreto el relativo a la hostelería y el ocio. Esta suerte de efecto mariposa se ha debido a la retroalimentación del alza de precios de los tres sectores con más peso en el IPCA (“alimentación y bebidas no alcohólicas”, “transporte” y “hoteles, cafés y restaurantes”), liderados, por supuesto, por los precios de las materias primas energéticas.

“La traslación a los precios de consumo de la energía y de los alimentos ha sido rápida e intensa, siendo estos los componentes que más han contribuido al aumento de la inflación general durante el actual episodio inflacionista del área del euro” (Pacce, del Río, & Sánchez, 2022, pág. 3).

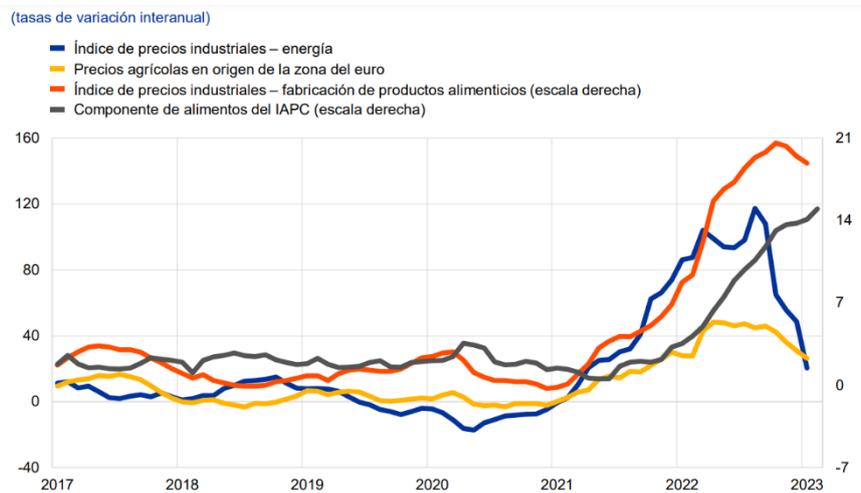


Gráfico 5 : Presión de los costes de los insumos energéticos y alimenticios (2017-2023).
Fuente: Eurostat.

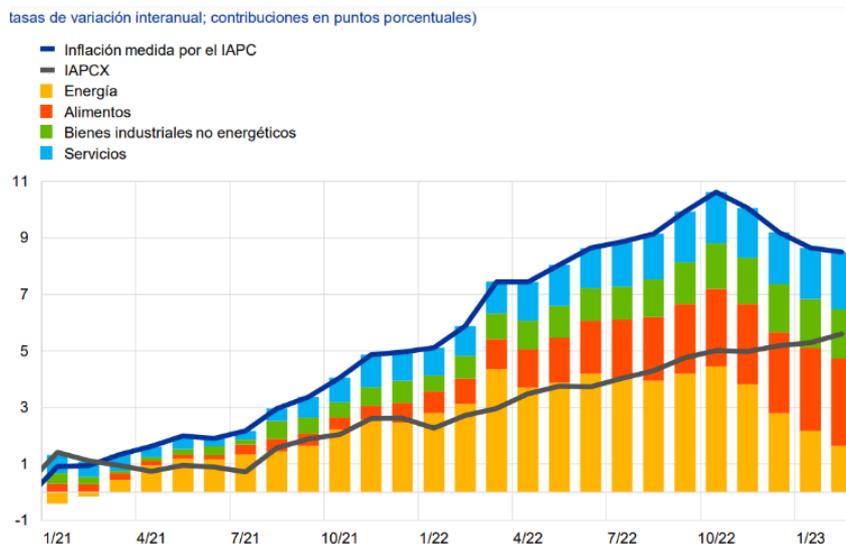


Gráfico 6: Inflatón general y sus principales componentes (2021-2023).
Fuente: BCE y Eurostat.

5.2. Estados Unidos

“En la actualidad, en términos acumulados desde comienzos de 2021, la inflación registrada tanto en términos agregados como en las principales categorías de bienes y servicios es relativamente similar en el conjunto del área del euro y en Estados Unidos” (González Mínguez, Leiva León, Hurtado, & Urtasun, 2022, pág. 4). La diferencia más notable es el mayor crecimiento de la inflación subyacente en Estados Unidos en comparación con la eurozona.

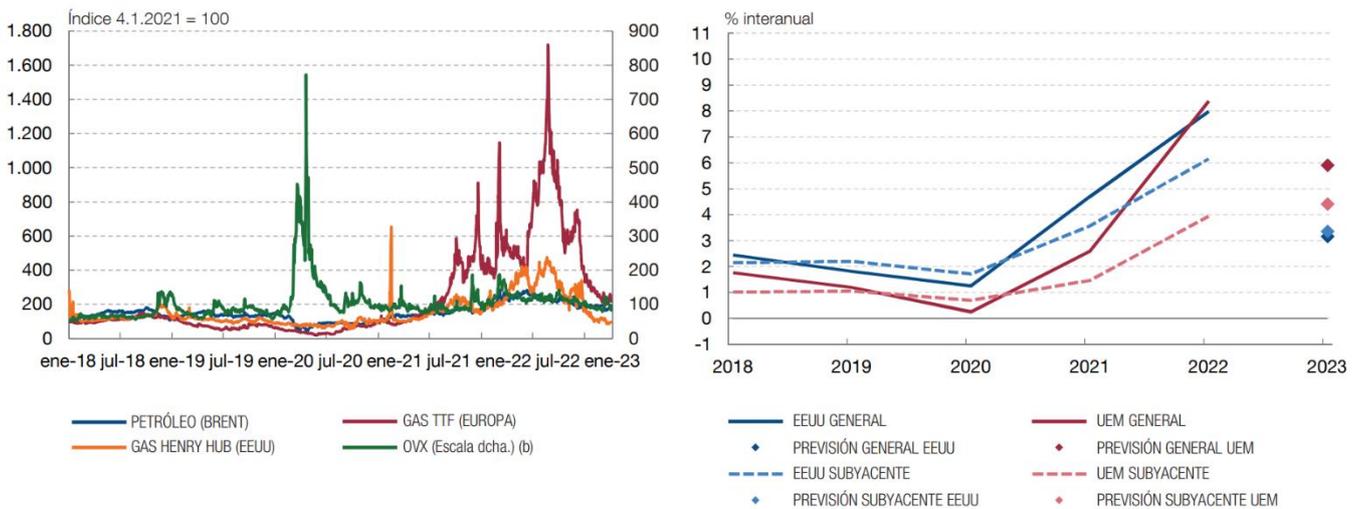


Gráfico 7: A la izquierda, evolución de los precios del gas y del petróleo y a la derecha, evolución de las tasas de inflación en la UEM y en EE.UU. Fuente: Banco de España.

Esta afirmación tiene sentido si recordamos que el precio de la energía y de los alimentos han sido las principales causas de la inflación de la UEM. “Solo en noviembre, la inflación energética representó el 38% de la inflación general en la zona del euro, pero solo el 14% en Estados Unidos. Juntas, la inflación de la energía y los alimentos representan alrededor de dos tercios de la inflación general en la zona del euro, pero solo alrededor de un tercio de la inflación general en los Estados Unidos” (Koester, y otros, 2022).

En EE. UU. el factor que ha sido determinante en su inflación ha sido el “shock” de la oferta mundial ante un auge inesperado de demanda “postpandémica”, en un contexto de saturación de los principales puertos del comercio internacional y de falta de ciertos suministros manufactureros críticos (por ejemplo, gases y metales raros necesarios para la fabricación de los tan necesarios microchips). Las presiones del mercado laboral también han influido en los datos macroeconómicos más recientes. Además, como apunta el FMI en su *WEO* de

abril del año pasado, los repetidos confinamientos instituidos en China como resultado de la estrategia de cero casos de COVID, la guerra de Ucrania y las sanciones contra Rusia han prologado las perturbaciones en algunos sectores.

A continuación, desarrollaremos las principales causas que han llevado a EE.UU a presentar una inflación de 9,1% en junio 2022, no vista desde hace 40 años.

5.2.1. Desequilibrios entre la oferta y la demanda agregada.

La demanda creció con rapidez desde 2021, en parte gracias a las políticas de apoyo gubernamentales de la casa blanca. “Una recuperación muy rápida y fuerte en el consumo de bienes en los Estados Unidos fue impulsada por el apoyo general y relativamente grande a los ingresos de los hogares durante la pandemia, incluidos los cheques de estímulo y la mejora de los beneficios por desempleo” (Koester, y otros, 2022). Las familias vieron aumentados sus ahorros y el mercado laboral cambió en cuestión de dos años. Incrementaron el número de personas jubiladas o en excedencia, a la vez que el número de horas trabajadas por empleado disminuyeron, aunque levemente. El escenario de inflación general junto a la insuficiente oferta laboral (aspecto que analizaremos más adelante), hicieron incrementar los salarios nominales pagados por las empresas, por lo que las cuentas de las economías domésticas se vieron de nuevo incrementadas. Todo ello granjeó un boom de demanda.

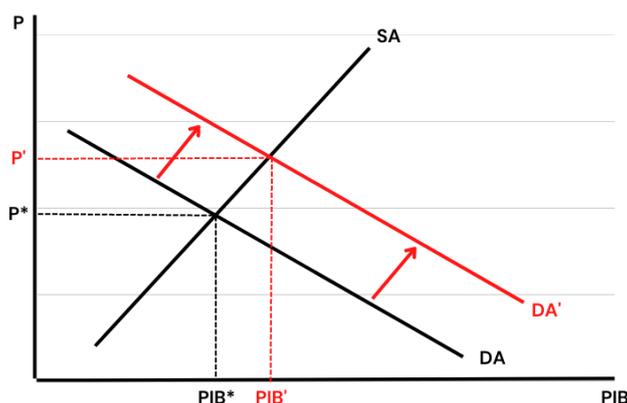


Gráfico 8: Inflación de demanda según el modelo de la oferta y demanda agregada. Fuente: elaboración propia.

Tal y como explica el FMI en su *WEO* de abril de 2022, mientras la demanda agregada se disparaba, una gran cantidad de cuellos de botella frenaron la oferta; entre ellos, cabe mencionar los cierres de fábricas causados por brotes, las restricciones en los puertos, la congestión en las rutas de transporte marítimo,

la falta de contenedores, los últimos bloqueos de China, los retrasos en los envíos globales y la reducción de la producción mundial y la escasez de trabajadores. En palabras de la periodista económica del “*New York Times*”, Jeanna Smialek, “debido a que la demanda ha superado la oferta de bienes, las empresas han podido cobrar más sin perder clientes”.

5.2.2. Los precios de las materias primas no energéticas

La propagación a través de redes de producción transfronterizas afectó de manera obvia a los principales países europeos. Sin embargo, en un mundo globalizado, “los trastornos en los sectores cercanos al origen pueden repercutir más allá de los socios comerciales bilaterales. Además, la integración de Rusia y Ucrania a las cadenas mundiales de valor va más allá de los vínculos típicos de las materias primas. Por ejemplo, la producción de gas neón, un insumo en la fabricación de chips de silicio, está concentrada en Rusia y Ucrania. Su interrupción ha acentuado la escasez de chips de silicio, que ya ha provocado estrangulamientos en la producción de automotores y artículos electrónicos” (La guerra retrasa la recuperación mundial, 2022, pág. 10).

A pesar de las históricas precarias relaciones comerciales entre Rusia y EE. UU., “la dilatada escasez de metales exportados de Rusia, tales como paladio y níquel, encareció artículos como baterías y convertidores catalíticos. Además, los trastornos en la exportación de fertilizantes del Belarús afectaron (aunque en menor magnitud) a la deslocalización de la producción alimenticia y exacerbó la inflación alimentaria” (La guerra retrasa la recuperación mundial, 2022, pág. 11). Asimismo, como indica esta misma publicación del FMI, el aumento de la demanda de vehículos eléctricos provocó el incremento de los precios de otros elementos como el cobalto, el níquel o el litio.

En conclusión, la oferta no solo se vio desbordada por una alta demanda, sino que, a mayores, tuvo que hacer frente a un repunte de los precios de sus materias primas principales (tanto energéticas como, principalmente, no energéticas). Este escenario llevó a los empresarios a subir los precios de sus productos por doble partida: para repercutir el incremento de los costes productivos y para satisfacer las leyes del libre mercado, el juego de la libre competencia o la mano invisible de Adam Smith.

5.2.3. El mercado laboral

La oferta de mano de obra, a diferencia de los precios, no se inclinó al alza en el gran país americano, quien está presenciando desde el año pasado una situación de escasez de mano de obra. La tasa de participación estadounidense en la fuerza laboral se mantiene por debajo de su nivel previo a la pandemia.

Una demanda de empleo por parte de las empresas por encima de la oferta de trabajadores del mercado laboral ha conllevado a un inevitable crecimiento de los salarios. Este incremento “se puede atribuir a la rápida y fuerte recuperación económica del país y la demanda agregada más fuerte, la cual se debe en parte a las políticas fiscales más expansivas destinadas a respaldar los ingresos de los hogares, a través de cheques de estímulo y beneficios de desempleo mejorados” (Bodnár, Gonçalves, Górnicka, & Koester, 2022).

La caída en la participación de la fuerza laboral estadounidense ha sido la más prolongada del mapa mundial. Ello ha sido impulsado en gran medida por los trabajadores que decidieron jubilarse durante la crisis. Empero, este hecho también es visible en la mayoría de los grupos de edad²³, al darse muchas renunciaciones²⁴ o demoras en la reincorporación de trabajadores en ciertas industrias, particularmente el ocio y la hostelería²⁵ (según el análisis sobre el mercado laboral EEUU realizados por Bodnár, Gonçalves, Górnicka y Koester.

Actualmente, “el mercado laboral se ha endurecido mucho más en Estados Unidos que en la zona del euro, en parte como reflejo de la fase más avanzada del ciclo económico estadounidense” (Bodnár, Gonçalves, Górnicka, & Koester, 2022). “El desempleo ronda los mínimos históricos y las ofertas de trabajo

²³ En referencia a la distinción por grupos de edad (que, a mi juicio, es representativo de la falta de trabajadores en Estados Unidos), en 2022, el 60 % de los trabajadores de 16 a 24 años tuvo un crecimiento positivo del salario real. Sin embargo, la proporción de personas de 25 a 54 años fue del 46%, siendo el porcentaje de trabajadores de 55 años o más que vieron un crecimiento positivo de su salario real del 38%, según datos aportados por John Robertson, asesor principal de políticas del Departamento de Investigación de la Reserva Federal de Atlanta.

²⁴ En muchas ocasiones estas renunciaciones implican que el empleado deja su empleo actual por otro mejor pagado. Este escenario responde a la lucha de las empresas por los escasos trabajadores del mercado laboral. La realidad es que estos hechos aúpan aún más la inflación.

²⁵ El aumento en la demanda de servicios junto al incremento del coste de su mano de obra, a la vez que subían paralelamente tanto el petróleo como el precio de los alimentos, han provocado una rápida ola inflacionista.

superan en gran medida a los trabajadores disponibles. Para atraer y retener empleados, los empleadores aumentaron los salarios. Informes recientes muestran que los costes de compensación para los trabajadores aumentaron un 4,6 % durante los 12 meses que terminaron en febrero de 2023, aunque la tasa de crecimiento se desaceleró en los últimos meses” (Federal Reserve recalibrates monetary policy to fight inflation, 2023).

De cara al futuro, las previsiones indican que las tensiones del mercado laboral continuaran ejerciendo una fuerte presión al alza sobre los precios a través del aumento de los salarios, a no ser que la política monetaria enfríe la economía y aumente los costes financieros de las empresas, haciendo aumentar el desempleo, mediante la subida de tipos de interés.

Es obvio que en las épocas de gran inflación las familias pierden poder adquisitivo, pues en la mayoría de los casos los aumentos salariales nominales se encuentran por debajo de la subida de los precios. “Los sueldos reales han retrocedido en general porque la inflación de precios al consumidor ha aumentado más rápido que los sueldos nominales²⁶” (La guerra retrasa la recuperación mundial, 2022, pág. 14). La cuestión que agudiza la inflación en EE. UU. a través de su mercado laboral es que, pese a la pérdida de poder adquisitivo, la demanda agregada sigue invariable desde finales de la pandemia. Esta gran demanda, junto a la persistente inflación y la escasez de mano de obra que empuja al alza los costes salariales de las empresas, provoca una espiral inflacionista que explica la situación actual de Estados Unidos.

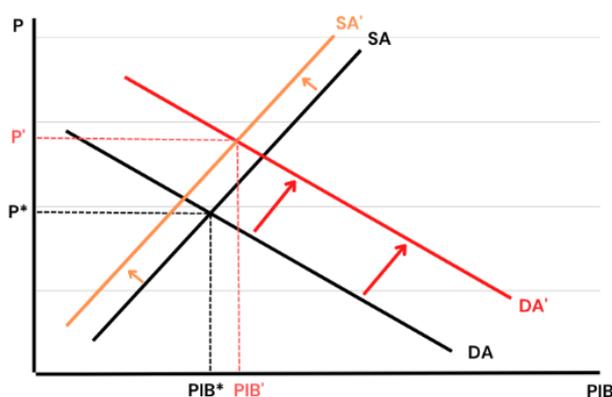


Gráfico 9: Inflación en EE. UU. según el modelo de la oferta y demanda agregada. Fuente: elaboración propia.

²⁶ El crecimiento de los salarios nominales de EE. UU. ha aumentado sustancialmente hasta alcanzar el 5 % en el segundo trimestre de 2022, siendo la inflación en este mismo periodo del 8,67%.

6. RESPUESTAS Y MEDIDAS TOMADAS

6.1. Política fiscal

6.1.1. Unión Económica y Monetaria

Como hemos explicado en los apartados precedentes, la UEM ha sido la más afectada directamente por la guerra rusa. Ante su agresión a Ucrania, inmediatamente la Unión Europea respondió con un paquete de medidas sancionadoras²⁷ en represalia a Rusia que han tenido sus efectos sobre la economía europea en general, y en particular sobre los índices inflacionarios. A partir de dicho momento, las medidas tomadas por las instituciones de la UE han conjugado diferentes objetivos, además del continuo e inquebrantable apoyo a Ucrania durante el conflicto. Por un lado, conseguir la independencia energética del continente, prioritariamente, por otro, se han preocupado por la estabilidad económica (mantenimiento del crecimiento del PIB) y el control del alza de los precios. Por último, a pesar de todas las sucesivas y encadenadas crisis, la UE sigue apostando por un cambio económico de fondo a través de fuertes inversiones que nos lleven a un cercano futuro sostenible medioambientalmente.

Por su parte, el BCE tomó las riendas del control de la inflación y continúa buscando su objetivo del 2% en el medio plazo. Aprendiendo de crisis pasadas, el BCE ha respondido rápidamente a la subida de precios mediante estímulos de política monetaria, siendo la más reseñable la subida de los tipos de interés.

6.1.1.1. *Respuestas a la crisis energética*

La principal preocupación europea fue la relativa a los precios de la energía, en especial del gas. Conscientes del talón de Aquiles que suponía para el continente

²⁷ La UE ha adoptado hasta en diez ocasiones paquetes de sanciones a Rusia. Además, desde la invasión, la unión se dedicó a reiterar el compromiso y solidaridad del pueblo europeo con el ucraniano a todos los efectos. Por ello, durante los primeros meses, especialmente, pero de forma ininterrumpida, la UE se ha dedicado prioritariamente a la respuesta militar (apoyo económico, formativo y de suministro) y a la humanitaria (activación de la Directiva de Protección Temporal para los refugiados ucranianos, ayuda económica a los países fronterizos con Ucrania, investigaciones de crímenes de guerra en suelo bélico...). Asimismo, los consejos de ministros europeos fueron recurrentes en todos los ámbitos para estudiar la situación y hacer frente conjuntamente a los nuevos retos por acontecer.

su dependencia energética, los países de la UE buscaron nuevas vías de suministro, rebajaron su consumo y apostaron por la solidaridad entre vecinos.

En mayo de 2022 la UE acordó²⁸ que “los Estados miembros que careciesen de instalaciones de almacenamiento tendrían acceso a las reservas de almacenamiento de gas de otros Estados miembros, compartiendo la carga financiera de las obligaciones de llenado. Preparándose para el invierno de 2022-2023, los legisladores acordaron que el almacenamiento subterráneo de gas en el territorio de los Estados miembros debía cubrirse al menos hasta el 80 % de su capacidad antes del invierno” (Cronología: Respuesta de la UE a la invasión rusa de Ucrania, 2023). Con esta medida pretendían controlar la oferta y los precios del gas y la electricidad en esa época del año, a la vez que garantizaban el suministro de dichos insumos a todos los países de la UE.

En aras de conseguir los objetivos marcados por el “Objetivo 55²⁹”, “el Consejo acordó en junio reducir el consumo de energía a escala de la UE de aquí a 2030, en un 36 % para el consumo de energía final y en un 39 % para el consumo de energía primaria. Dentro de dichas medidas, el Consejo acordó establecer para el sector público la obligación específica de lograr una reducción anual del consumo de energía del 1,7% o, alternativamente, del 1,9% anual como mínimo en caso de que se excluyan del cómputo el transporte público o las fuerzas armadas” (Cronología: Respuesta de la UE a la invasión rusa de Ucrania, 2023). A lo sumo, se han establecido objetivos directos también a la calefacción y refrigeración, a la industria, a los transportes y a los edificios.

En octubre, “los países de la UE adoptaron un Reglamento de emergencia para hacer frente a los elevados precios de la energía y ayudar a los ciudadanos y las empresas más afectados por la crisis energética. El Reglamento es aplicable del 1 de diciembre de 2022 al 31 de marzo de 2023. Para finales de marzo de 2023, se ha de reducir el consumo total de electricidad de la UE en un 10%. También,

²⁸ Plan REPowerEU: plan para reducir rápidamente la dependencia con respecto a los combustibles fósiles rusos y avanzar con rapidez en la transición ecológica.

²⁹ “Objetivo 55” es el paquete de medidas de la Unión Europea que establece como obligación jurídica, legalmente vinculante para los 27 países miembros, reducir las emisiones de gases de efecto invernadero de la UE en al menos un 55% para 2030 (respecto a los niveles de 1990) y alcanzar la neutralidad climática en 2050.

se marca la obligación de reducir al menos un 5% del consumo de electricidad en las horas punta” (Cronología: Respuesta de la UE a la invasión rusa de Ucrania, 2023).

Los países miembros han tenido total libertad en las diferentes políticas a llevar a cabo para cumplir con dichas metas. En todas las grandes economías europeas se ha limitado la refrigeración de edificios públicos y grandes superficies a un mínimo de 27°C y la calefacción a un máximo de 19°C en invierno. En Alemania y España se ha exigido apagar los escaparates y edificios públicos a las diez de la noche (Francia a la 1h), y se ha obligado al cierre de puertas en los locales climatizados. En Alemania, incluso han mandatado que las duchas en gimnasios e instalaciones deportivas sean con agua fría y han cortado el agua caliente en los edificios públicos no residenciales. Además, los Estados miembros redujeron la presión fiscal y aumentaron las subvenciones sobre empresas del “sector verde”. En Bélgica se aplica un IVA reducido del 6% para inversiones sostenibles y en Austria se eliminó este gravamen.

“La UE, posteriormente, impuso un tope de 180 € por MWh para las empresas productoras de energía con costes de explotación bajos que utilicen energías renovables, energía nuclear o lignito. Los Estados deben recaudar los ingresos y distribuirlos entre los hogares y empresas, especialmente los que sufren mayor presión en la factura energética. Además, el Reglamento del Consejo fija una contribución solidaria obligatoria temporal sobre los beneficios de las empresas con actividad en los sectores del petróleo crudo, el gas natural, el carbón y la refinería que hayan aumentado por encima del 20 % sus beneficios imponibles medios anuales desde 2018” (Cronología: Respuesta de la UE a la invasión rusa de Ucrania, 2023).

Todos los países establecieron máximos al precio de la luz y el gas, o congelaron sus precios. La mayoría de los estados anunciaron la reducción del IVA de la luz o el gas. Según Raymond Torres (Funcas), también, por ejemplo, en España, se suspendió el Impuesto sobre la producción eléctrica. En Francia, se impuso un incremento máximo del 4% de la tarifa eléctrica. Incluso, Italia llegó a establecer un impuesto del 25% a la “sobrerremuneración” de las eléctricas y el gobierno griego estableció una tasa impositiva de ganancias inesperadas del 90% para las empresas de energía. En Rumanía, ese tipo impositivo fue del 60%.

Tal y como redacta el “*think tank*” económico “*Bruegel*”, el 26 de abril de 2022, la Comisión Europea adoptó la “excepción ibérica”, acordando un precio tope del gas para España y Portugal (la isla energética) de 50 €/MWh, desvinculando de facto el precio de la electricidad del gas durante 12 meses, lo que ha permitido reducir la factura de la luz en un 40%.

Para aliviar la presión de las familias con la factura de la luz, en Francia se creó un bono adicional de 100€ para hogares vulnerables, en España se continuó renovando automáticamente el bono social eléctrico, se aprobó el ingreso mínimo vital, en Alemania se eximió del pago de la factura eléctrica a los hogares desfavorecidos y en Portugal existe una tarifa social tanto en el suministro de electricidad como en el de gas natural donde el descuento es del 33,8%.

En diciembre de 2022, “el Consejo decidió fijar un tope al precio del petróleo crudo y los aceites de petróleo o de minerales bituminosos originarios o exportados de Rusia³⁰, en 60 \$ estadounidenses por barril. El funcionamiento del mecanismo de tope de precios se revisará cada dos meses para responder a la evolución del mercado, y será al menos un 5 % inferior al precio medio de mercado del petróleo y los productos petrolíferos rusos, calculados sobre la base de los datos facilitados por la Agencia Internacional de la Energía” (Cronología: Respuesta de la UE a la invasión rusa de Ucrania, 2023). En febrero se modificaron a la baja dichos precios máximos.

Con motivo del aumento de precios del petróleo, la mayoría de los países se han centrado en la rebaja de los impuestos del combustible. A mayores, muchas economías han anunciado bonificaciones en el combustible (desde 15 céntimos a 30 por litro de carburante), comenzando por los transportistas y terminando por todos los ciudadanos. En Bélgica, Países Bajos y Suecia, se aprobó el bono de compensación a particulares propietarios de un vehículo (alrededor de 90€).

Finlandia aprobó un aumento temporal de la deducción máxima por gastos de desplazamiento y una reducción temporal del IVA aplicable al transporte de pasajeros al 0%. En España e Irlanda, entre otros, se aplicó un descuento del 50% del transporte público y gracias a la subvención estatal se crearon bonos de

³⁰ Se estableció esta excepción al conjunto de sanciones debido a la necesidad de controlar los precios energéticos.

trenes de precio reducido. En Alemania e Italia fue de vital importancia el abono único mensual de transporte público por un precio de 9 euros que permitía viajes regionales y municipales. Todo ello permitió no solo aliviar el estrés económico de familias ante el repunte de precios, sino también evolucionar hacia un futuro más respetuoso con el medio ambiente.

6.1.1.2. *Respuestas a la crisis de precios de los alimentos*

Los precios de los alimentos primarios también comenzaron a subir como hemos estudiado. Ucrania era un gran importador de grano y productos del campo, por lo que se contrajo de sobremanera la oferta de dichos productos, y con ello se elevaron los precios. Además, Ucrania también importaba gran parte de los fertilizantes y piensos usados por los agricultores y ganadores europeos, lo cual fue también causa de la inflación del sector.

En mayo del año pasado, “el Consejo adoptó un Reglamento que permitió la liberalización temporal del comercio y otras concesiones comerciales con respecto a determinados productos ucranianos³¹ (principalmente, productos agrícolas y hortofrutícolas). Esto significa que durante un año no se devengarán derechos de importación sobre ninguna exportación ucraniana a la UE ni se aplicarán las leyes del “*antidumping*” (Cronología: Respuesta de la UE a la invasión rusa de Ucrania, 2023). En julio también se liberalizó el comercio de frutas moldavo (un año sin aranceles). La UE liberalizó el comercio de estos productos, aludiendo su apoyo a estos estados, a la vez que desahogaba sus propias presiones internas. A pesar de ello, la UE siempre sacó pecho de que la PAC³² garantizaba la autosuficiencia del sector primario europeo.

Las medidas por países han sido dispersas. El periodista de Newtral, Luis Mejía García, explica las diferentes políticas. En Polonia el IVA de los alimentos disminuyó hasta el 0%. Italia aprobó un vale de compra para ahorrar en la cesta de la compra. De igual manera que lo hizo con la energía, Portugal gravará los

³¹ En marzo de 2023, se habían enviado desde Ucrania más de 50 millones de toneladas de productos agrícolas, el 55% a través de los corredores de solidaridad entre la UE y Ucrania, y el 45% restante mediante la Iniciativa sobre la Exportación de Cereales por el Mar Negro, dirigida por las Naciones Unidas.

³² Los agricultores de la UE están recibiendo una ayuda adicional para garantizar la continuidad de la producción agrícola y hacer frente al aumento de los costes.

beneficios extraordinarios de las grandes distribuidoras alimenticias. En Francia se destinaron, en total, más de 100 millones de euros a la ayuda alimentaria con el objetivo de potenciar el comercio local, financiar la compra de productos hortofrutícolas para las familias más vulnerables y apoyar a los bancos de alimentos y las asociaciones. Además, desde junio de 2022 los supermercados franceses acordaron con el Gobierno crear sus propias “cestas antiinflación” a precios bajos. En España se bajaron los tipos del IVA a alimentos frescos y de primera necesidad. Grecia cubrirá el 10% de la factura de los alimentos durante los primeros seis meses de 2023. “Sólo dos países de la UE han aplicado un tope al precio de los alimentos: Croacia y Hungría. Y, con los datos disponibles de la agencia estadística europea Eurostat, todo apunta a que esta medida ha fracasado en su objetivo de abaratar la cesta de la compra, ya que el IPC alimentario de Croacia ha crecido un 19,7% entre enero de 2022 y el mismo mes de este año, solo un punto por debajo de la media de crecimiento registrada en el conjunto de los países europeos en el mismo periodo, y el de Hungría se ha disparado nada menos que un 62,4%” (Alonso, 2023).

Como podemos observar, las políticas fiscales han sido expansivas e intensivas en gasto público. Los impuestos como elemento de política fiscal han sido utilizados no tanto como estimulante sino con una función mucho más social de redistribuidor de la renta. Los estados han intentado no dejar a nadie atrás en esta crisis de precios, estableciendo políticas para los más desfavorecidos y, en general, para todas las economías domésticas europeas. “La demanda se ha mostrado más vigorosa de lo que se anticipaba, a pesar de la elevada incertidumbre. Esto, en parte, habría sido consecuencia de las reservas de ahorro y de liquidez que acumularon hogares y empresas durante la fase inicial de la pandemia, así como del soporte proporcionado a las rentas de los hogares por la política fiscal y el buen desempeño del mercado laboral” (Informe de estabilidad financiera. Primavera de 2023, pág. 21).

6.1.2. Estados Unidos

El presidente de los Estados Unidos, Joe Biden, entiende que la Reserva Federal es la institución que juega un papel primordial en la lucha contra la inflación. Confiando plenamente en los máximos dirigentes de la Fed, Biden aseguró en

mayo de 2022 que una reducción del déficit presupuestario también era una forma de frenar la inflación.

“Si bien la política monetaria tiene las herramientas para controlar la inflación, la política fiscal puede poner a la economía en una base más sólida a largo plazo a través de la inversión en infraestructura, atención médica y educación; distribución justa de los ingresos y las oportunidades mediante un sistema equitativo de impuestos y transferencias; y la prestación de servicios públicos básicos. Sin embargo, el saldo fiscal general afecta a la demanda de bienes y servicios y las presiones inflacionarias. Un déficit más pequeño enfría la demanda agregada y la inflación, por lo que el Banco Central no necesita subir tanto las tasas. Además, con las condiciones financieras mundiales que restringen los presupuestos y los índices de deuda pública por encima de los niveles previos a la pandemia, la reducción de los déficits también aborda las vulnerabilidades de la deuda” (Adrián & Gaspar, 2022).

A colación de sus convicciones, en agosto de 2022, Estados Unidos promulgó la Ley de Reducción de la Inflación (*Inflation Reduction Act*), que fue respaldada por el Congreso y el Senado de los Estados Unidos, para su implementación a partir de enero de 2023.

“El proyecto de ley cubre una amplia variedad de temas, incluida la atención sanitaria, los impuestos corporativos y la legislación relacionada con la energía. En particular, el proyecto de ley tiene como objetivo construir una nueva economía verde mediante la concesión de subsidios y créditos fiscales a las empresas que fabrican con piezas locales o producen en los EE. UU. a partir del 1 de enero de 2023” (La Ley de Reducción de la Inflación de los Estados Unidos, una preocupación para la UE, pero hasta ahora no hay medidas concretas, 2022). “Contempla inversiones de 400.000 millones de dólares en energía limpia en los próximos diez años” (EFE, 2022).

Esta ley tiene como objetivo la creación de un país puntero en economía sostenible. Pese a que muchas de las medidas contenidas en la ley son análogas a las europeas, la diferencia fundamental es que beneficiará tan solo a aquellos productores y consumidores de bienes principalmente producidos en EE. UU. o mayormente fabricados con insumos nacionales. Este proteccionismo

norteamericano ha crispado el ambiente en Europa, al entender que las empresas europeas verían limitado su mercado, situándose en una posición de inferioridad o desventaja, pues la UE no ha establecido estos condicionantes de corte proteccionista. El temor de la UE es que este escenario nos lleve a un tensionamiento del comercio internacional, con sus indeseables consecuencias.

Concretamente, dentro de las medidas destacan:

- Créditos fiscales y reembolsos para tecnologías renovables. Por ejemplo, bonificación fiscal a los compradores de vehículos eléctricos nuevos o créditos gubernamentales hasta del 40% para la fabricación e instalación de paneles solares. Se trata de un conjunto de incentivos que permitan progresivamente la descarbonización. “Supone la mayor inversión pública contra el cambio climático en la historia de Estados Unidos. Sus partidarios estiman que servirá para reducir en un 40 % las emisiones contaminantes del país de aquí a 2030” (EFE, 2022).
- Mejoras de los subsidios de ACA (*Affordable Care Act*) con el fin de permitir personas con ingresos bajos la obtención de un seguro de salud gratuito. “Además, el plan permitiría que Medicare, un programa de cobertura sanitaria para las personas mayores de 65 años, pueda negociar los precios de las medicinas recetadas” (EFE, 2022).
- Mejora de la aplicación de impuestos, invirtiendo \$80 mil millones en el IRS (*Internal Revenue Service*, la Agencia Tributaria americana) durante una década en sistemas y personal.
- Aumento de los impuestos corporativos, mediante la implementación de un impuesto mínimo del 15% a las compañías con beneficios superiores a los mil millones de dólares y un impuesto del 1% sobre la recompra de acciones.

La intención del presidente es reducir el déficit presupuestario provocado por las recientes crisis, apoyar a los hogares y grupos sociales más vulnerables y sentar las bases de una economía “verde” de futuro a través de una ley de largo plazo, para de esta manera continuar creciendo el PIB, al mismo tiempo que reducir la inflación, dejando que, prioritariamente, la política monetaria de la Reserva Federal tome las riendas en la consecución de este objetivo.

Como respuesta a la subida de precios de materias primas e insumos no energéticos y a los problemas de la oferta agregada ya mencionados, EEUU ha aprobado el pasado 9 de agosto la *CHIPS (Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors) and Science Act*. Esta nueva ley tiene por objetivo la protección, el impulso y el apoyo de la producción de semiconductores en suelo americano. Gracias a esta ley, se invertirá en I+D+i relativo a este tipo de bienes y se fomentará mediante ayudas financieras la producción estatal, de modo que se pueda garantizar en un futuro cercano la independencia con respecto a China en este sentido, y de este modo, paliar y evitar nuevas crisis de oferta como la actual, lo que les permitirá un mayor control de los precios.

6.2. Política monetaria

El encargado de manejar los hilos de la política monetaria a nivel europeo es el Banco Central Europeo, mientras que en Estados Unidos ha sido la Reserva Federal. Sus papeles han sido y siguen siendo fundamental, pues de sus decisiones dependen, en gran medida, las variables de ahorro privado e inversión, y el mundo crediticio e interbancario.

En ambos continentes la evolución de la política monetaria ha sido paralela. La base de la que partían los estadounidenses y europeos difería en tan solo un punto. Actualmente, en términos nominales la diferencia se ha agudizado, pero en términos comparativos, es decir, porcentuales la dinámica de subida de los tipos de interés oficiales es prácticamente idéntica.

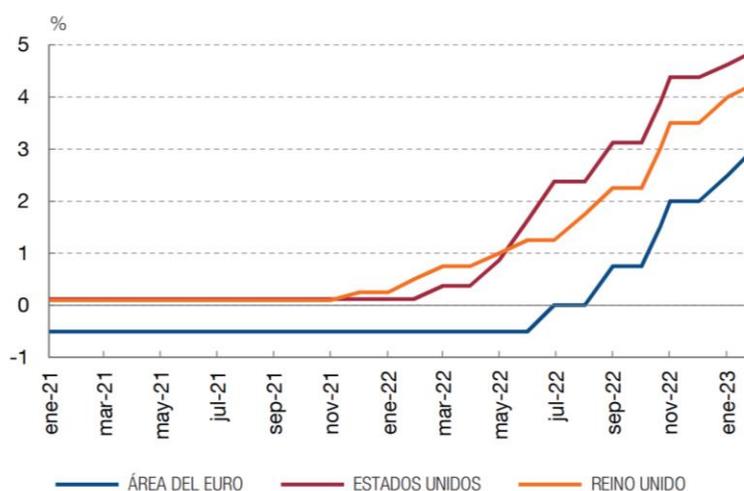


Gráfico 10: Política monetaria. Tipos de interés oficiales. Fuente: Banco de España.

“Los bancos centrales han continuado endureciendo sus políticas monetarias, aunque han moderado el ritmo de subidas de tipos de interés. Entre las principales economías avanzadas, tras varias subidas de 75 puntos básicos (pb), el BCE ha optado por aumentos de 50 pb en sus últimas decisiones de política monetaria, llevando el tipo de interés de la facilidad de depósito³³ al 3%. Por su parte, la Reserva Federal elevó el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el rango del 4,75%-5%. En respuesta a las tensiones financieras ocasionadas por los problemas en algunos bancos, la Reserva Federal introdujo nuevas facilidades de liquidez. Sin embargo, el tono más restrictivo de la política monetaria ha implicado la adopción, de forma general, de medidas de reducción del tamaño de los balances de los bancos centrales³⁴. En el caso del área del euro, el BCE ha decidido reducir las tenencias de valores de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en un promedio de 15 mm de euros mensuales durante el período comprendido entre marzo y junio de 2023” (Informe de estabilidad financiera. Primavera de 2023, pág. 47).

“En la reunión de marzo de este año, la Fed señaló que el actual ciclo de aumento de tasas puede estar cerca de su fin. La última decisión de la Fed de aumentar las tasas se produjo tras la noticia de que algunos bancos regionales se enfrentaban a la quiebra financiera” (Federal Reserve recalibrates monetary policy to fight inflation, 2023).

“Los principales bancos centrales coinciden en enfatizar la necesidad de mantener los tipos elevados por un tiempo suficiente para garantizar que el descenso de las tasas de inflación se sostenga en el tiempo y se logre retornar

³³ El BCE define tres tipos de interés cada seis semanas en el marco de su política monetaria. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) o MRO en inglés (*Main Refinancing Operations*), indica el coste que las entidades de crédito deben pagar al BCE para obtener financiación a una semana.

El tipo de interés de la facilidad de depósito determina el interés que las entidades de crédito reciben por sus depósitos a un día en el Banco Central; el BCE mantuvo el tipo de la facilidad de depósito en niveles negativos hasta julio de 2022.

El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito es el tipo que cobra el BCE a las entidades de crédito por prestarles dinero al plazo de un día.

³⁴ Un Banco Central reduce su balance o lleva a cabo ajustes cuantitativos cuando deja de comprar bonos soberanos tales como letras del Tesoro y valores respaldados por hipotecas (que ayudan a absorber la oferta neta de bonos gubernamentales aportando liquidez a los Estados) y, por ende, aumenta la cantidad de bonos que deberán comprar los inversores privados.

al objetivo de medio plazo, teniendo en cuenta también los desarrollos que se produzcan en los mercados financieros y sus efectos sobre la actividad y los precios” (Informe de estabilidad financiera. Primavera de 2023, pág. 48).

La política monetaria en EE. UU está motivada por el desequilibrio entre oferta y demanda agregada que causa parte de su inflación. Una política monetaria estricta reduce las capacidades de acceso al crédito al haberse encarecido, enfriando la demanda, consecuentemente, en cuyo caso, se adecuaría a una limitada oferta, haciendo bajar el nivel general de precios. Contrariamente, la eurozona debe tener cuidado con los efectos bidireccionales de las políticas fiscal y monetaria. “Las medidas fiscales que buscan paliar el aumento del coste de la vida deberían ser temporales, focalizadas en los grupos más vulnerables y compatibles con la eficiencia en las decisiones de consumo, en particular de la energía. De lo contrario, podrían alimentar las dinámicas de inflación, así como requerir una reacción más vigorosa de la política monetaria, que incrementaría los costes de financiación a hogares y empresas, presionando su capacidad de pago” (Informe de estabilidad financiera. Primavera de 2023, pág. 19).

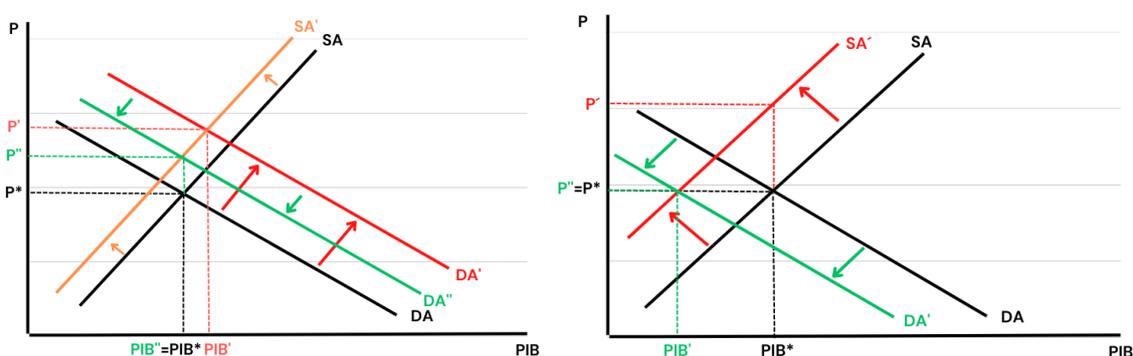


Gráfico 11: El efecto de las medidas antiinflacionistas según el modelo de la oferta y la demanda agregada; a la izquierda, en EE. UU. y a la derecha en la UEM. Fuente: elaboración propia.

7. CONCLUSIONES

La inflación ha sucumbido de manera inesperada las economías mundiales. Sus notas definitorias han explicado sus diferentes causas. La celeridad en el suceso de acontecimientos históricos (pandemia mundial y guerra ucraniana) ha provocado que a una economía herida le diesen una última estocada, siendo la inflación el síntoma más visible que requiere de tratamiento inmediato.

La inflación de la UEM ha tenido por causa el conflicto en Ucrania y su consecuente inflación del precio de las materias primas. Desde los alimentos más básicos hasta el gas o el petróleo han alzado sus precios como reacción al detrimento de su importación, bien sea por las dificultades que esta entrañaba, bien sea por las restricciones impuestas por la UE a las importaciones rusas. El aumento del precio de bienes fundamentales como alimentos, luz, calefacción o gasolina ha causado el incremento en estas partidas de gastos de las familias, mermando su poder adquisitivo. Del mismo modo, las empresas han sufrido un encarecimiento de sus costes de producción que han trasladado directamente a los precios del producto final. Esta secuencia de hechos demuestra cómo ha afectado duramente esta espiral inflacionista a las economías domésticas, especialmente. Del análisis efectuado deducimos que la inflación existente en la UEM es una inflación de costes.

Al otro lado del Atlántico, Estados Unidos vivía una subida del nivel general de precios paralela. En su caso, su animadversión con respecto a Rusia evitó la influencia que sí golpeó a la economía europea. El gran país americano ha contado con otros problemas. El principal de ellos ha sido el exceso de demanda agregada por encima de la capacidad de oferta. Familias, con capacidad de ahorro y animadas por las políticas fiscales de fin de pandemia, incrementaron su presión sobre las empresas, las cuales no han podido dar abasto y afrontar dicho nivel de demanda, pues su producción se ha visto frustrada por la carencia de ciertos insumos, como los semiconductores. En este caso China, su principal proveedor, sufrió una crisis de cuellos de botella en sus puertos a causa de sus políticas "anticovid" tan restrictivas. El exceso de demanda ha provocado que las empresas suban los precios de sus productos, generalizando su alza. Por si fuera poco, el mercado laboral estadounidense presenta una escasez de mano de obra cualificada, lo que ha agravado la situación de inflación. La inflación aumenta y de su mano también lo hacen los salarios. A ello ha de sumarse el efecto de la falta de mano de obra cualificada, la cual ha provocado que los sueldos de ciertos puestos de trabajo de difícil ocupación hayan aumentado por encima del nivel inflacionario, generando una espiral inflacionista de complicada gestión. El examen de las causas de la inflación en EE. UU. nos lleva a asumir que estamos ante una inflación de demanda.

Muchas de las diferentes políticas tomadas al respecto no han visto plasmados sus impactos aún en la realidad, ya que la mayoría de ellas tienen por objetivo provocar unas respuestas en los agentes económicos que tardan en llegar. Las medidas provocan un efecto dominó que dilatan el tiempo para ver sus resultados en la economía real.

La prolongación de tipos de interés elevados se trasladará progresivamente a un aumento de los costes de financiación de hogares, mermando su capacidad de pago de obligaciones financieras y su poder adquisitivo. No es novedad que estos efectos negativos serán más pronunciados en los hogares endeudados y de menor renta.

El endurecimiento de la política monetaria reducirá la actividad crediticia de las entidades bancarias encareciendo los préstamos bancarios a hogares y empresas. Una de las consecuencias más evidentes será la revisión a tipo fijo de las hipotecas preexistentes a tipo variable, los cuales representan algo más del 70% de los contratos hipotecarios.

Asimismo, la carga financiera de las empresas aumentará, aunque con respecto a períodos pasados, sobresale la preminencia de la deuda a largo plazo y tipo fijo, lo que calma los pronósticos más agoreros. A pesar de ello, es esperable un incremento de la proporción de empresas sometidas a presión financiera elevada, en particular en la medida en que sea necesario renovar las deudas que vencen en plazos más cortos.

De otra parte, la evolución de las primas de riesgo es más difícil de predecir, pero estas suelen aumentar cuando se tensionan las condiciones de financiación. En este sentido, los episodios recientes de turbulencias bancarias pueden presionar al alza adicionalmente el coste de financiación de las empresas a través del canal de prima de riesgo y reducir la disponibilidad de financiación externa. Con tipos de interés elevados, el coste de obtener financiamiento externo aumenta, lo que puede llevar a una disminución de la inversión empresarial. Esto puede tener un impacto negativo en el crecimiento económico a largo plazo.

Precisamente, el aumento de los tipos de interés puede frenar el crecimiento económico, ya que las empresas y los consumidores tienden a reducir el gasto y la inversión cuando los costes de endeudamiento son más altos. Esto puede

llevar a una disminución de la demanda agregada y, potencialmente, a una desaceleración económica (la política fiscal se está encargando de paliar este efecto negativo, actuando en sentido antagónico). Además, si los ingresos empresariales decaen y los costes financieros aumentan, las empresas verían ahogadas sus cuentas, provocando un enfriamiento general en la actividad económica que podría afectar al nivel de empleo.

El mercado de la vivienda ya es noticia en la actualidad y no lo dejará de ser en el corto plazo. Las hipotecas y los préstamos para la compra de viviendas se vuelven más costosos (a consecuencia del incremento de los tipos de interés), lo que puede reducir la demanda de viviendas. Esto podría resultar en una disminución de los precios de las viviendas o en un menor crecimiento del mercado inmobiliario. Esta teoría no se está viviendo en la actualidad, donde parece que desde la pandemia ha nacido una leve burbuja inmobiliaria, en parte provocada por la venta masiva de viviendas heredadas, en parte debido al bucle alcista en el que se encuentra el precio del alquiler, el principal sustitutivo de la compra de inmuebles.

Uno de los efectos más desconocidos es que la moneda puede resultar más atractiva para los inversores extranjeros, ya que ofrece mayores rendimientos. La subida de tipos puede llevar a una apreciación de la moneda en comparación con otras, lo que puede afectar negativamente a las exportaciones y favorecer las importaciones, lo que podría tener un impacto en la balanza comercial. En este sentido, las restricciones de Occidente en referencia a Rusia han provocado que la balanza comercial sufra alteraciones diferentes a las estimadas.

Por último, la inflación puede reducir el valor real de la deuda pública, aumentar los costes de financiamiento, dificultar la emisión de nueva deuda y aumentar nominalmente los ingresos fiscales. Quizás este sea una de las consecuencias de la inflación que más beneficie a ciertos países, si bien es cierto que siempre se puede volver en contra en cuanto a la ralentización del progreso económico y el aumento del gasto público y la disminución de los ingresos que ello conlleva para las arcas públicas.

La inflación ya ha llegado, y con ella muchas medidas que están por desbordar. La cesta de la compra y la hipoteca ya preocupa a la gran mayoría de familias.

La pregunta que ahora debemos hacernos es: ¿Lo peor ya ha pasado o está aún por llegar? La respuesta solo la sabremos en la próxima comida del día de la madre. Entonces, espero, los ánimos inflacionistas estén más calmados.

BIBLIOGRAFÍA

- ¿Por qué influye el gas en el precio de la luz? (3 de noviembre de 2022). Obtenido de Endesa: <https://www.endesa.com/es/la-cara-e/sector-energetico/por-que-influye-gas-precio-luz>
- Adolfson, J. F., Kuik, F., Lis, E. M., & Schuler, T. (2022). *The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets*. Obtenido de European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202204_01~68ef3c3dc6.en.html
- Adrián, T., & Gaspar, V. (21 de noviembre de 2022). *Cómo la restricción fiscal puede ayudar a combatir la inflación*. Obtenido de IMF Blog: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/11/21/how-fiscal-restraint-can-help-fight-inflation>
- Alonso, C. (22 de marzo de 2023). El tope a los precios de los alimentos fracasa en los dos únicos países de la UE que lo aplican. *El país*.
- Arce, O., Koester, G., & Nickel, C. (24 de febrero de 2023). *One year since Russia's invasion of Ukraine: the effects on euro area inflation*. Obtenido de European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog20230224~3b75362af3.en.html>
- Arezki, R., & Blanchard, O. (29 de diciembre de 2014). *IMF Blog. Ideas y análisis sobre economía y finanzas*. Obtenido de IMF: <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump>
- Bodnár, K., Gonçalves, E., Górnicka, L., & Koester, G. (2022). *Wage developments and their determinants since the start of the pandemic*. Obtenido de European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2023/html/ecb.ebart202208_02~2328747465.en.html
- Borrallo, F., Cuadro-Sáez, L., & Pérez, J. J. (3 de agosto de 2022). *El aumento de los precios de las materias primas alimenticias y su traslación a los precios de consumo en el área del euro*. Obtenido de Artículos analíticos. Boletín económico 3/2022. Banco de España. Eurosistema: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art23.pdf>

- Borrallo, F., Buesa, A., & Párraga, S. (30 de septiembre de 2021). *La inflación en Estados Unidos: evolución reciente y perspectivas*. Obtenido de Artículos analíticos. Boletín económico. Banco de España. Eurosistema: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/21/T4/Fich/be2104-art34.pdf>
- Creciente número de casos, una recuperación interrumpida y mayor inflación*. (enero de 2022). Obtenido de Actualización de las perspectivas de la economía mundial. World Economic Outlook (WEO). IMF: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2022/Update/January/Spanish/texts.aspx>
- Crisis y recuperación. Perspectivas de la economía mundial. Estudios económicos y financieros*. (abril de 2009). Obtenido de Fondo Monetario Internacional: <https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Crisis-and-Recovery>
- Cronología: Respuesta de la UE a la invasión rusa de Ucrania*. (13 de abril de 2023). Obtenido de Consejo de la UE y Consejo Europeo: <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/eu-response-ukraine-invasion/timeline-eu-response-ukraine-invasion/>
- Desaceleración mundial e inflación en aumento. Perspectivas de economía mundial al día. Actualización de las proyecciones centrales*. (julio de 2008). Obtenido de Fondo Monetario Internacional: https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/~/-/media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2008/update/02/pdf/_0708pdf.aspx
- Dirección General Adjunta Asuntos Internacionales. (5 de abril de 2018). *Situación y perspectivas de la economía mundial a principios de 2018*. Obtenido de Boletín económico 2/2018. Artículos analíticos. Banco de España. Eurosistema: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T2/Fich/beaa1802-art9.pdf>
- Dornbusch, R., Fischer, S., & Startz, R. (2020). *Macroeconomía*. McGraw-Hill Publishing Co.
- EFE. (7 de agosto de 2022). El Senado de EEUU da luz verde al gran plan climático y fiscal de Biden. *Cinco días*.
- Federal Reserve recalibrates monetary policy to fight inflation*. (23 de marzo de 2023). Obtenido de U.S. Wealth Management. U.S. Bank. U.S. Bancorp Investments.: <https://www.usbank.com/investing/financial-perspectives/market-news/federal-reserve-tapering-asset-purchases.html>

- García, L. M. (2 de enero de 2023). Del impuesto a la distribución en Portugal al vale de compra en Italia: las medidas de ahorro de otros países de Europa. *Newtral*.
- Gaspar, V., Lam, R., & Raissi, M. (6 de mayo de 2020). *Políticas fiscales para la recuperación tras la COVID-19*. Obtenido de IFM Blog: <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2020/05/06/blog-fiscal-policies-for-the-recovery-from-covid-19>
- González Mínguez, J., Leiva León, D., Hurtado, S., & Urtasun, A. (27 de diciembre de 2022). *De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista*. Obtenido de Artículos analíticos. Boletín Económico 02/2023. Banco de España. Eurosistema: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/Fich/be2301-art02.pdf>
- Informe de estabilidad financiera. Primavera de 2023*. (10 de abril de 2023). Obtenido de Banco de España: https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/23/IEF_Primavera2023.pdf
- Johnson, H. (2002). Revolución y contrarrevolución en economía. De Lord Keynes a Milton Friedman. *Ciencia Ergo Sum*, vol. 9, núm. 2, 151-161.
- Jones, C. (2009). *Macroeconomía*. Antoni Bosch Editor S.A.
- Koester, G., Gonçalves, E., Gomez-Salvador, R., Doleschel, J., Andersson, M., González Pardo, B., & Lebastard, L. (2022). *Inflation developments in the euro area and the United States*. Obtenido de European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202208_01~c11d09d5fd.en.html
- Koester, G., Nordeman, J., & Soudan, M. (junio de 2021). *Comparing recent inflation developments in the United States and the euro area*. Obtenido de ECB Economic Bulletin, Issue 6/2021: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2021/html/ecb.ebbox202106_01~11705a988e.es.html
- La guerra retrasa la recuperación mundial*. (abril de 2022). Obtenido de Perspectivas de la economía mundial. World Economic Outlook (WEO). IMF: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2022/April/Spanish/texts.ashx>
- La Ley de Reducción de la Inflación de los Estados Unidos, una preocupación para la UE, pero hasta ahora no hay medidas concretas*. (20 de diciembre de 2022). Obtenido de El blog de la empresa vasca. Grupo Spri: <https://www.spri.eus/es/internacionalizacion-comunicacion/la-ley-de->

reduccion-de-la-inflacion-de-los-estados-unidos-una-preocupacion-para-la-
ue-pero-hasta-ahora-no-hay-medidas-concretas/

La recuperación en tiempos de pandemia. (octubre de 2021). Obtenido de Perspectivas de la economía mundial. World Economic Outlook (WEO). IMF: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2021/October/Spanish/ch1.aspx>

Levine, E. (2002). La recesión de 2001 en Estados Unidos. *Revista Momento Económico* (123), 26-37.

Mankiw, N. G. (2014). *Macroeconomía*. Antoni Bosch Editor S.A.

Pacce, M., del Río, A., & Sánchez, I. (12 de septiembre de 2022). *Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España*. Obtenido de Artículos analíticos. Boletín Económico 3/2022. Banco de España. Eurosistema: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art25.pdf>

R. Lane, P. (25 de noviembre de 2022). *Inflation diagnostics*. Obtenido de European Central Bank: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221125~d34babdf3e.en.html>

Riera i Prunera, C., & Blasco-Martel, Y. (2016). *La teoría cuantitativa del dinero. La demanda de dinero en España: 1883-1998*. Obtenido de Estudios de Historia Económica nº72. Banco de España. Eurosistema: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/EstudiosHistoriaEconomica/Fic/roja72.pdf>

Robertson, J. (14 de febrero de 2023). *Real Wage Growth: A View from the Wage Growth Tracker*. Obtenido de Federal Reserve Bank of Atlanta: <https://www.atlantafed.org/blogs/macroblog/2023/02/14/real-wage-growth--view-from-wage-growth-tracker.aspx>

Sequeiros Tizón, J. G. (2020). Una reflexión sobre la pandemia del 2020. *Revista de Economía Mundial* (56), 27-33.

Sgaravatti, G., Tagliapietra, S., Trasi, C., & Zachmann, G. (24 de marzo de 2023). *National fiscal policy responses to the energy crisis*. Obtenido de Bruegel: <https://www.bruegel.org/dataset/national-policies-shield-consumers-rising-energy-prices>

Smialek, J. (11 de junio de 2022). Here's What You Need to Know About America's Super-Hot Inflation. *The New York Times*.

Torres, R. (mayo de 2022). *Crisis energética: las respuestas de Alemania, España, Francia e Italia*. Obtenido de Funcas: <https://www.funcas.es/articulos/crisis-energetica-las-respuestas-de-alemania-espana-francia-e-italia/>

Una crisis como ninguna otra, una recuperación incierta. (junio de 2020). Obtenido de Actualización de las perspectivas de la economía mundial. The World Economic Outlook (WEO). IMF: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2020/Update/June/Spanish/WEOSPA202006.ashx>