

Do Good.
Do Better.

esade

1er semestre 2022

#30

INFLATION



Edición especial: inflación y otros retos para el crecimiento
Con Pablo Hernández de Cos y Tano Santos

Informe económico y financiero

Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad

esade

EsadeEcPol - Center
for Economic Policy

CON LA COLABORACIÓN DE

 **Sabadell**

**“ Explicarte la hipoteca
y que luego
la contrates
con quien quieras.**

Lo firmo ”

A stylized, handwritten signature in black ink, appearing to read 'F. Gracia', is positioned over a blue horizontal bar.

Francisco Gracia
Director de negocio hipotecario
de Banco Sabadell

esade · Informe económico y financiero #30

Edita

Departamento de Economía, Finanzas
y Contabilidad de Esade
EsadeEcPol - Center for Economic Policy
www.esade.edu

Av. Pedralbes, 60-62
08034 Barcelona
Tel. 932 806 162

Av. Torre Blanca, 59
08172 Sant Cugat del Vallès
Tel. 935 543 511

C/ Mateo Inurria 25-27
28036 Madrid
Tel. 913 597 714

Director

Toni Roldán

Aviso legal (*disclaimer*):

El contenido y opiniones expresadas en los artículos son responsabilidad exclusiva de sus autores. Esade y *Esade · Informe económico y financiero* amparan la libertad de expresión y la libertad de cátedra en el marco de garantías de la legislación vigente y de los usos y costumbres de la comunidad universitaria.

El autor debe explicitar en el artículo si tiene financiación ajena a Esade o a *Esade · Informe económico y financiero* en relación al objeto y contenido del trabajo publicado.

El autor *cede* a *Esade · Informe económico y financiero* la titularidad de los derechos de propiedad intelectual (copyright) para la publicación de su artículo en soporte digital (internet).

El contenido de *Esade · Informe económico y financiero* puede ser reproducido y distribuido a través de cualquier medio, citando al autor y la publicación en lugar destacado (portada o el inicio de la reproducción). Los contenidos de *Esade · Informe económico y financiero* pueden ser remitidos desde una página web externa a través de un enlace electrónico.

La publicación *Esade · Informe económico y financiero* se edita por el Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade y no puede ser objeto de transacción comercial mediante precio.

Depósito legal

DL B 2955-2015

Realización

Alacta Comunicació, SL
Febrero 2022

Diseño

carlarossignoli.com

Fotografías

Shutterstock (alvarobueno, Claudio Divizia, eamesBot,
Hayden Dunsel, Steve Heap, PP Photos)

Sumario

5

Bienvenida

Toni Roldán

7

Nota de coyuntura

Los retos de la recuperación

Josep M^a Comajuncosa
Manuel Hidalgo

21

Firmas invitadas

El repunte de la inflación:

un fenómeno más intenso y persistente
de lo inicialmente previsto

Pablo Hernández de Cos

27

Política monetaria, estabilidad financiera y el regreso de la inflación

Tano Santos

31

A debate

La pandemia y la inflación en Estados Unidos

Francisco Vázquez Grande

33

Inflación en tiempos de pandemia

Omar Rachedi

36

Book reviews

Por Antonio García Maldonado

El apagón

Adam Tooze, 2021

What we owe each other.

A new social contract

Minouche Shafik, 2021

38

Números anteriores

40

Equipo

Toni Roldán

Director del Informe económico y financiero
y director del Centro de Políticas
Económicas de Esade (EsadeEcPol)

Desde hace más de quince años, Esade, con la generosa colaboración del Banco Sabadell, publica dos veces al año el Informe económico y financiero. El Informe tiene como objetivo analizar las principales tendencias económicas y aportar ideas para abordar los principales retos de política económica. Esade pretende ser fiel a su misión y contribuir a la sociedad con lo que sabe hacer mejor, aportando conocimiento para la mejora del debate público. En esta ocasión se trata, además, de un informe al que le hemos puesto un cariño especial, puesto que la edición que tienen en sus manos es la número 30 (¡y que sean muchas más!).

En el momento de escribir estas líneas lo peor de la pandemia parece haber quedado atrás. Tras un desplome de la economía global en el año 2020 desconocido en tiempos de paz, el año 2021 ha sido el año de la recuperación. El crecimiento de la economía global en el año que acabamos de dejar ha sido del 5,9 %, en la zona euro del 5,2 % y en España del 5 %. La fuerte expansión económica, sobre todo concentrada en la segunda mitad de año, y facilitada por la disponibilidad masiva de vacunas y su efectiva distribución (en el mundo desarrollado), ha permitido que muchas economías hayan recuperado ya los niveles de PIB anteriores a la pandemia.

Entre países la recuperación ha sido desigual, condicionada por la disponibilidad de vacunas y la capacidad de respuesta económica de cada economía. También entre sectores la recuperación ha avanzado a dos velocidades: mientras los servicios han experimentado un fuerte despegue tras la apertura, en particular en la segunda mitad de año, la industria de manufacturas ha crecido a un menor ritmo como consecuencia de las fuertes disrupciones en la cadena global de suministros y las redes de transporte internacional.

Las perspectivas de crecimiento para el año 2022 que se recogen en este informe siguen siendo positivas. Esperamos que la recuperación siga consolidándose, aunque a un ritmo menor, tanto en las economías avanzadas como en los países en desarrollo. Esperamos que España, que sufrió el desplome más fuerte de la zona euro en 2020 y que ha crecido en 2021 por debajo de lo esperado, esté entre las economías con mayor empuje en la zona euro en 2022 (con un crecimiento del 5,8 %), favorecida, entre otros factores, por un mayor impulso, esta vez sí, de unos fondos europeos que empiezan a acelerar su ritmo de ejecución.

Sin embargo, la recuperación no estará exenta de riesgos. Como viene siendo habitual en el Informe, la primera parte se dedica a un análisis de la coyuntura económica internacional (por el profesor Josep Comajuncosa) y de la española (por el profesor Manuel Hidalgo). La segunda parte se centra en analizar una temática específica. La elegida esta vez coincide con uno de los factores de riesgo principales para la consolidación de la recuperación económica 2022: la inflación.

La situación es delicada. Los economistas (europeos y estadounidenses en particular) llevamos mucho tiempo sin preocuparnos por altos niveles de inflación. De hecho, antes de la pandemia el debate se centraba en cómo evitar el efecto contrario, la espiral deflacionaria, en un contexto de tipos de interés cero e inflación reducida, y presiones estructurales a la baja como el envejecimiento de la población o el cambio tecnológico. Al comenzar la pandemia, el miedo de muchos economistas era que la situación deflacionaria se pudiera agravar como consecuencia de la crisis económica.

Pero el resultado ha sido bien distinto. Hemos acabado el año 2021 con una inflación del 7 % en EEUU, el nivel más elevado desde 1982, y del 5 % en la eurozona, también el nivel más alto en 30 años. En España, los datos también muestran un repunte muy fuerte e inesperado. En el año 2021 los precios crecieron en 7 puntos porcentuales, hasta el 6,6 %, lo que supone la mayor subida desde 1992. Con estos números, la razón por la cual los bancos centrales no han tomado medidas más agresivas durante 2021 es que la inflación subyacente (que excluye a la energía y a los alimentos) se ha mantenido en niveles aún cercanos al objetivo del 2 % y las expectativas de inflación a dos años todavía permanecen ancladas.

Como explica el Gobernador del Banco de España, Pablo Hernandez de Cos, en su contribución al Informe como *firma invitada*, para poder afinar en la respuesta de política monetaria, lo prioritario es entender bien las causas del repentino cambio en la tendencia. El Gobernador apunta a tres factores principales. Primero, el efecto base. La brusca caída de la demanda en los primeros meses de la pandemia provocó la desaceleración de los precios de numerosos bienes y servicios. El rápido crecimiento posterior, sobre todo a partir de marzo de 2021, habría contribuido a una fuerte aceleración de los precios, con importantes efectos base en aquellos componentes relacionados con la movilidad o la interacción social, como los bienes energéticos y algunos servicios. En segundo lugar, el repunte de la demanda a un ritmo más rápido de lo esperado no se pudo acompasar con un avance proporcional de la oferta. Los desajustes en la cadena de suministros y los problemas en el transporte internacional

habrían provocado el encarecimiento de bienes intermedios que se estaría trasladando a los precios finales. Finalmente, la inflación se explicaría (en más de un 50 % en España) por el aumento de los precios de la energía, sobre todo del gas y, en menor medida, por el incremento de los precios de emisión.

El riesgo al que se enfrentan los bancos centrales es que el crecimiento de precios entre en una espiral que pudiera llegar a descontrolarse, con efectos de segunda vuelta que llegasen a comprometer las expectativas de inflación a largo plazo. La pregunta aquí es: ¿en qué medida el aumento de precios puede ser persistente?

Y la respuesta depende de cómo evolucionen durante 2022 estas causas de la inflación observada en 2021. Sobre este particular existe mucha incertidumbre. Hay razones para pensar que los problemas en la cadena de suministros van a mitigarse en 2022. Pero también hay argumentos para creer que todavía persistirán desajustes por el lado de la oferta. Por ejemplo, en el caso del sector de los semiconductores, la generación de las capacidades para satisfacer la fuerte demanda requiere de fuertes inversiones que no se hacen de la noche a la mañana. Respecto a la evolución de los precios de la energía, también existen fuertes incertidumbres por el lado geopolítico, en Ucrania, pero también Asia central o en el mar de China.

Los decisores de política económica en la UE se enfrentan a un dilema importante: mientras que algunas economías (como la española) todavía no han alcanzado los niveles de

actividad prepandemia, el rápido crecimiento de la inflación puede obligar a una retirada pronta de estímulos, incluyendo subidas de tipos y reducción progresiva de los programas de compras de activos, que podría suponer un fuerte freno a la recuperación.

El debate tiene, evidentemente, numerosas derivadas. En su texto, el profesor Tano Santos (Columbia Business School) explora la delicada interacción entre estabilidad financiera y política monetaria. Por su parte, el economista de la Reserva Federal Francisco Vázquez-Grande analiza los factores y restricciones que pueden haber jugado un rol importante en canalizar el *shock* de la pandemia y el efecto de las diferentes políticas económicas. Finalmente, Omar Rachedi, profesor de Finanzas de Esade, apunta tres reflexiones para abordar el debate que recojo parcialmente para concluir esta bienvenida.

Hasta el momento, la respuesta de política fiscal y monetaria a la pandemia, mucho más ágil y agresiva que en la anterior crisis, ha permitido una recuperación notablemente más rápida, particularmente en Europa, evitando mucho sufrimiento. En la Eurozona, después de muchos años con la inflación por debajo de objetivo y en un entorno de muy bajos tipos de interés, una inflación alta, mientras sea por un periodo corto, no es algo negativo. Los bancos centrales tienen más y mejores instrumentos que en la última crisis para responder. La prioridad número uno debe ser evitar que se comprometan las expectativas de inflación, que nos dejaría en el peor de los escenarios.

Los retos de la recuperación

Josep M^a Comajuncosa

Profesor titular del Departamento de Economía,
Finanzas y Contabilidad de Esade

Manuel Hidalgo

Profesor de Economía, Universidad Pablo de Olavide;
Senior Fellow, EsadeEcPol

Coyuntura internacional

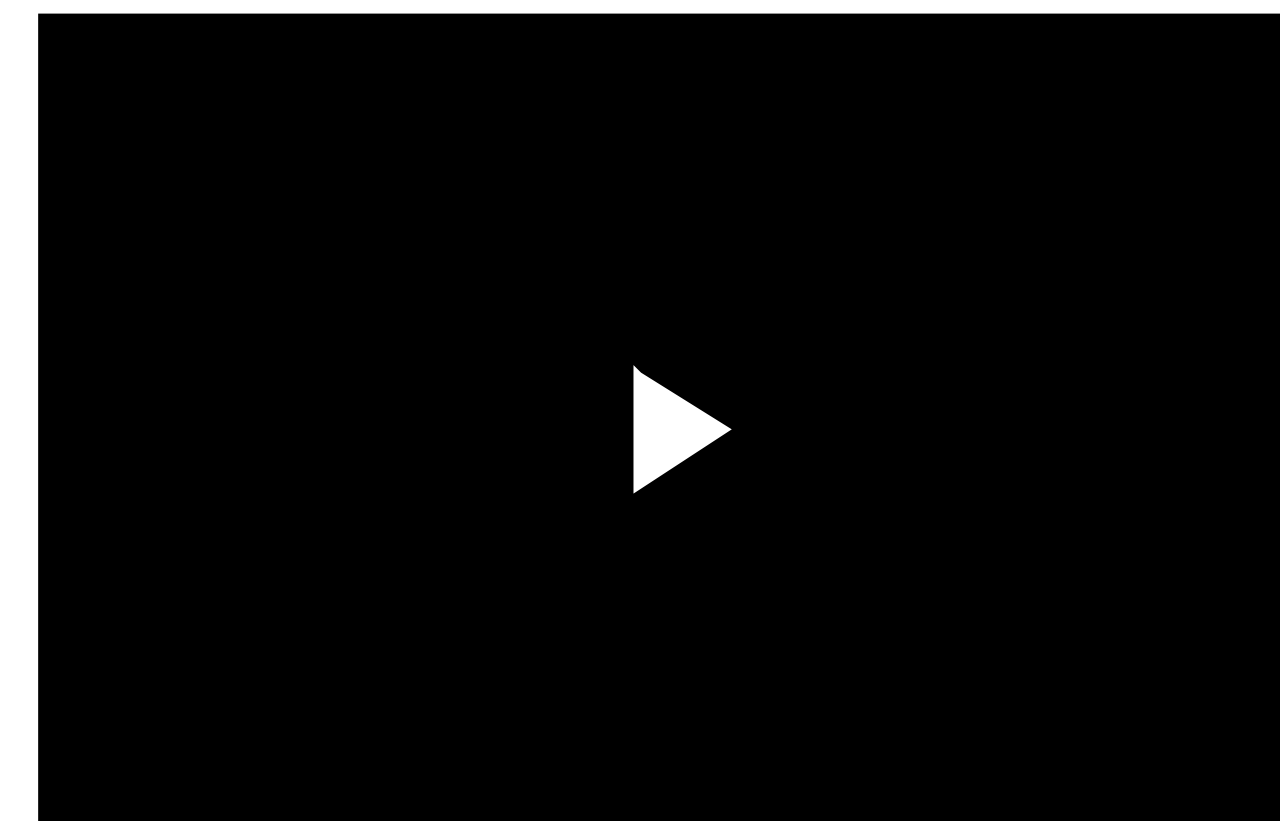
Introducción

El pasado año 2021, después de la fuerte recesión causada por la pandemia en 2020, la economía global se recuperó con fuerza. Pero, en la segunda mitad del pasado año, la recuperación se vio lastrada por el aumento del número de infecciones en muchos países y por las dificultades de oferta, que perjudicaron especialmente a la inversión empresarial.

Esta recuperación se mantendrá este año 2022 pero con una intensidad menor. A corto plazo, está condicionada por la evolución de la pandemia, por el aumento de la inflación y del precio de las materias primas y por los desajustes existentes a nivel global entre oferta y demanda. Además, las previsiones son bastante diversas entre países por la distinta incidencia de la propia pandemia.

En las economías desarrolladas se observa una recuperación a dos velocidades: el aumento de la producción es menor en el sector de manufacturas industriales, que se ve más afectado por las distorsiones en la cadena de suministros, mientras que la progresiva reapertura de las grandes economías favorece la evolución del sector servicios.

La inflación ha aparecido en muchas economías debido a que los aumentos de la demanda no han podido ser acompañados por aumentos similares de la oferta, que evoluciona más lentamente. Y debido también al impacto del aumento del precio de la energía. Es de esperar que estas presiones inflacionistas se reduzcan a finales de este año y durante el próximo 2023, pero su evolución es bastante incierta y puede causar dificultades a la recuperación económica.



En contraste, las condiciones financieras han sido estables. Las políticas monetarias expansivas han contribuido a mantener la disponibilidad de crédito. Esta disponibilidad y la buena evolución de los beneficios empresariales impulsó al alza las cotizaciones bursátiles durante buena parte del pasado 2021. A finales del pasado año, las expectativas de un cambio de orientación de la política monetaria por el aumento global de las tasas de inflación y la incertidumbre relacionada con la variante ómicron provocaron un episodio de ventas y una corrección de las cotizaciones que se prolongó a las primeras semanas de este 2022.

En las economías desarrolladas
la progresiva reapertura favorece
la evolución del sector servicios.

Los responsables de la política económica se encuentran con dificultades a la hora de determinar sus prioridades. Mientras que la inflación está aumentando, lo cual sugiere la necesidad de considerar medidas contractivas, en muchos países las tasas de desempleo se mantienen aún a niveles más elevados que los existentes antes del inicio de la pandemia.

Previsiones para 2022

Después de la recesión del año 2020, en 2021 la economía global creció un 5,9 % y este 2022 lo hará un 4,4 %. Las economías desarrolladas lo hacen a un ritmo ligeramente menor, un 5 % y un 3,9 % respectivamente. Las economías emergentes y en desarrollo, un 6,5 % en 2021 y un 4,8 % este 2022. De todas formas, las

economías desarrolladas van a recuperar este año las sendas de crecimiento previas a la crisis, mientras que muchas economías emergentes van a experimentar pérdidas de PIB estructural.

Entre las economías desarrolladas, las que experimentaron una mayor caída en 2020 son las que más han crecido este pasado 2021. Es el caso del Reino Unido, 7,2 %, Francia un 6,7 % e Italia un 6,2 %. Este 2022 crecerán con fuerza las economías del Reino Unido y de Estados Unidos, un 4,7 % y un 4 % respectivamente, pero también Canadá, Alemania o España un 4,1 %, 3,8% y 5,8 % respectivamente. La Eurozona creció un 5,1 % en 2021 y mantendrá un ritmo parecido este año, un 4,2 %.

Entre las economías emergentes destaca la muy fuerte recuperación de la India, un 9,1 % de crecimiento en 2021 y un

9,0 % en 2022. China se recuperó con fuerza el año pasado, un 8,1 %, pero moderará este año el crecimiento hasta un 4,8% debido a las dificultades que experimenta su sector financiero.

Con el aumento del número de personas vacunadas, la actividad económica se muestra más resistente y las cifras de crecimiento mejoran. En los países desarrollados el mayor freno a la vacunación no es la poca disponibilidad de vacuna, sino las reticencias que mantiene un determinado grupo de la población. En cambio, en las economías en desarrollo, la explicación radica en la escasez de dosis disponibles. Mientras en las economías de ingreso alto o medio alto hasta un 78 % de la población tiene al menos una dosis según datos recopilados por Our World in Data (Universidad de Oxford), en las de bajo ingreso esta cifra alcanza un ínfimo 11 %. A lo largo de este 2022 estas diferencias deberían reducirse de forma drástica.

1. Crecimiento del PIB en 2020, 2021 y 2022 según el FMI



Fuente: IMF World Economic Outlook, enero 2022

Pese a que la vacunación no supone la solución definitiva de la pandemia, la combinación de esta con otras terapias debería permitir que, a finales de este 2022, la mayoría de economías avanzadas puedan normalizar su situación, mientras que el resto deberán esperar hasta finales de 2023. En este sentido, la pandemia está agrandando las desigualdades entre las distintas regiones de la economía global.

Las diferencias en la recuperación económica también se deben a las distintas respuestas de política económica que ha sido posible utilizar en los últimos dos años. En muchas economías avanzadas se mantiene un importante volumen de ayudas fiscales, mientras que muchas economías en desarrollo deben reducir estas ayudas porque su volumen de endeudamiento público les puede causar dificultades de financiación en los mercados en un futuro próximo.

Los bancos centrales de las grandes economías avanzadas han anunciado aumentos de los tipos de interés oficiales para este año 2022 y también empezarán a reducir los programas de compra de activos. Por su parte, los bancos centrales de las economías emergentes han iniciado ya el aumento de tipos.

La mayoría de riesgos existentes son a la baja. Si la inflación se descontrola al alza o los problemas de oferta se prolongan más de lo esperado, el crecimiento económico global se reduciría. Este crecimiento también se puede ver perjudicado por un recrudecimiento de la pandemia o si los problemas geoestratégicos en Ucrania, en Asia central o el mar de China se traducen en un mayor aumento del precio de la energía.

Si la inflación se descontrola al alza o los problemas de oferta se prolongan más de lo esperado, el crecimiento económico global se reduciría.

Los problemas en las cadenas de suministro

La fuerte caída de la actividad económica provocada por la pandemia y la posterior recuperación, con los cierres y posteriores aperturas de las economías, ha generado importantes cambios en la oferta y la demanda a nivel global. Las políticas económicas aplicadas y el aumento del ahorro de las familias han sido causas adicionales de estos cambios. Además, las medidas de confinamiento han restringido las oportunidades de consumo en el sector servicios y han desplazado la demanda hacia productos manufacturados, los cuales han tenido una importancia creciente en la recuperación de la demanda.

Después de los confinamientos del año 2020, la demanda se recuperó de forma muy rápida. Al mismo tiempo, hubo un desplazamiento del consumo desde los servicios hacia los bienes físicos que hasta cierto punto aún se mantiene hoy. Los productores han tenido dificultades para poder satisfacer esta demanda, que crecía con tanta rapidez y mostraba una naturaleza cambiante. El transporte internacional de mercancías también ha experimentado limitaciones que han acrecentado las dificultades.

Las dificultades en la cadena global de suministros están frenando la recuperación de la actividad. Y también provocan inflación, en la medida que encarecen los bienes intermedios y aumentan los costes de transporte.

Estas disrupciones en la cadena de suministro se deben a una variedad de causas. El transporte mundial de mercancías se ha visto afectado por la congestión del tráfico marítimo y por la gestión deficiente del transporte en contenedores, así como por diversos cierres de puertos provocados por las medidas de confinamiento. Por ello, los costes del transporte marítimo desde Asia hacia Europa y Estados Unidos han aumentado considerablemente.

En la segunda mitad del año 2020 empezó a observarse una escasez de semiconductores que afectó especialmente a la producción de automóviles. Durante los primeros meses de la pandemia las empresas automovilísticas redujeron su producción, mientras que la fabricación de otros productos electrónicos relacionados con el teletrabajo y la educación a distancia siguió aumentando. Cuando los productores de coches volvieron a aumentar de forma importante su demanda de semiconductores, los productores no pudieron satisfacer toda esta demanda.

Después de los confinamientos del año 2020, hubo un desplazamiento del consumo desde los servicios hacia los bienes físicos que hasta cierto punto aún se mantiene hoy.

En algunas economías, sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido, se observa una escasez de mano de obra. Se está dando una menor eficiencia en la asignación de puestos de trabajo y una menor tasa de participación laboral provocadas por una diversidad de causas, desde las jubilaciones anticipadas y la existencia de una mayor cobertura al desempleo, hasta la necesidad de quedarse en casa para cuidar de los hijos o simplemente por miedo a trabajar en sectores que implican un contacto social intenso.

La consecuencia más importante de los problemas en la cadena de suministro es la prolongación, desde finales de 2020, de los periodos de entrega de algunos productos intermedios (inputs) y productos manufacturados en los países desarrollados.

El problema se manifiesta en los países desarrollados, especialmente los Estados Unidos, la Unión Europea y el Reino Unido, y se concentra en los bienes de equipo tecnológicos y en la maquinaria. En cambio, las grandes economías emergentes experimentan el problema con mucha menos intensidad.

Algunos estudios empíricos estiman que estos problemas en la cadena de suministro pueden haber reducido, a nivel global, el comercio internacional en un 2,7 % en el año 2021, y la producción industrial un 1,4 % en el mismo periodo. Para Estados Unidos estas cifras son aún mayores, un 4,3 % y un 2 % respectivamente.

Aunque es de esperar que estos problemas se solucionen en gran parte en la segunda mitad de este año 2022, en algunos casos pueden prolongarse algo más. Es el caso del sector de los semiconductores donde, para poder aumentar la capacidad de producción, es necesario llevar a cabo inversiones elevadas que requieren un cierto tiempo. Los costes de transporte se han reducido en los últimos meses pero seguirán cercanos a sus niveles máximos durante todo este año 2022.

Inflación al alza

La tasa de inflación ha aumentado con rapidez desde la segunda mitad del pasado 2021, tanto en las economías avanzadas como en algunas economías emergentes y en desarrollo, situándose en los niveles más elevados de las últimas dos décadas. En los países de la OCDE la tasa de inflación alcanzó el 5,9 % a finales de 2021. Un aumento que solo en parte se explica por el aumento del precio del gas y del petróleo, pues la inflación subyacente también fue elevada, un 3,5 %.

Este aumento de la inflación se debe tanto a la recuperación de la demanda a nivel global, como a los problemas de oferta. Son importantes los desajustes entre oferta y demanda creados por la pandemia, tanto a nivel de cada economía como a nivel global. A ello hay que añadir el aumento del precio de las materias primas y, especialmente, de la energía.

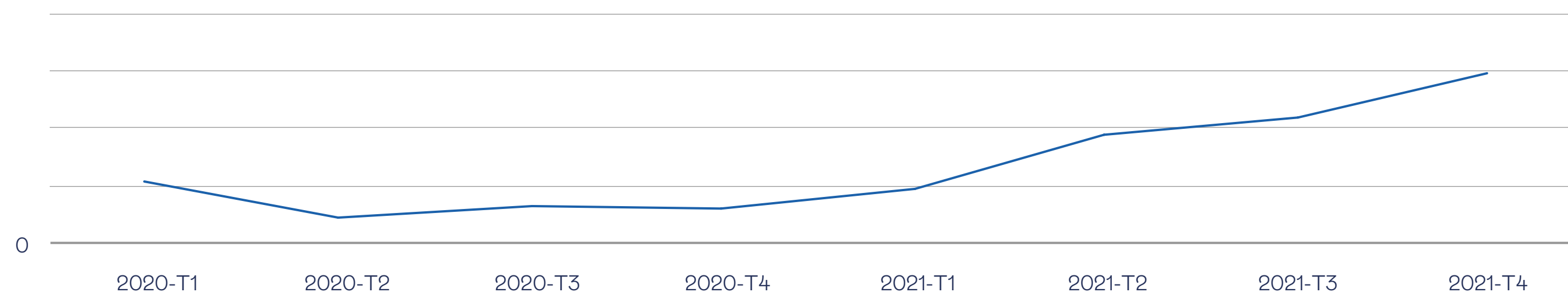
La caída de la demanda provocada por la pandemia en 2020 hizo que muchas empresas redujeran drásticamente sus pedidos de bienes intermedios y componentes. Cuando, el pasado año 2021,

la demanda se recuperó con mayor fuerza de lo esperado, muchas empresas tenían pocas existencias y no han sido capaces de volver a producir de forma rápida al ritmo anterior a la pandemia. El ejemplo paradigmático es el mercado de microchips, donde la oferta aún es incapaz de cubrir una demanda que crece con rapidez. La disrupción creada por la caída de actividad en el transporte marítimo de contenedores también ha generado importantes cuellos de botella.

La fuerte recuperación de la demanda global también ha provocado un importante aumento del precio de las materias primas. El del petróleo aumentó en 2021 un 60 % respecto a los niveles mínimos alcanzados el año anterior, mientras que el precio del resto de materias primas lo ha hecho, por término medio, un 30 %. También se ha dado un incremento del precio de los alimentos que ha perjudicado especialmente las zonas del planeta con mayor inseguridad alimenticia y a las familias con menos ingresos.

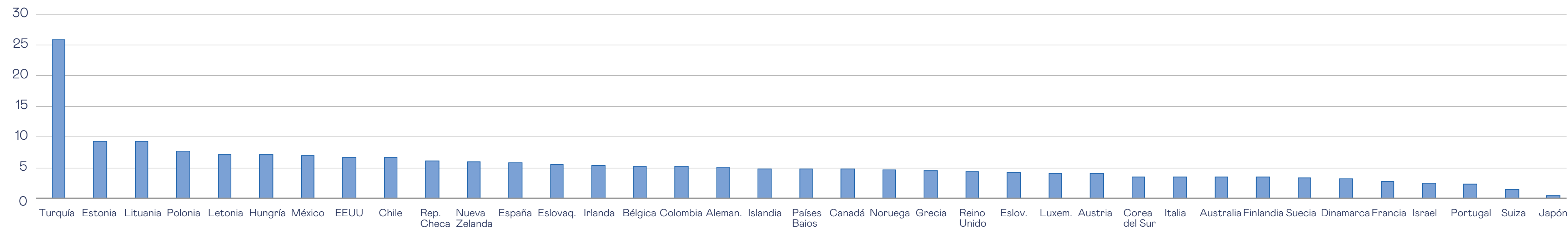
Este escenario inflacionista ha provocado un aumento de las expectativas de inflación en un horizonte de dos o tres años. Los bancos centrales calculan que, más allá de este horizonte, las expectativas de inflación se encuentran bastante más contenidas y parecidas a las existentes antes de la pandemia. Si las dificultades para contener la pandemia provocan disrupciones adicionales en la oferta que mantengan la inflación al alza, se podría dar un mayor aumento de las expectativas de inflación que, al presionar

2. Evolución de la inflación (IPC) en la OCDE (tasa de crecimiento anual)



Fuente: OCDE

3. Inflación en los países de la OCDE (IPC, cambio anual en el 4o trimestre de 2021)



Fuente: OCDE

los salarios al alza, podría generar un espiral precios-salarios que cronificara la inflación.

La inflación también se mantendría de forma más permanente si las interrupciones de las cadenas de suministro y la escasez de materiales se hacen más persistentes de lo esperado en la actualidad. También existe la posibilidad de que el aumento del precio de la vivienda se traslade a la inflación a través del aumento del precio de los alquileres.

Es de esperar que la inflación permanezca elevada durante buena parte de este año 2022 pues se van a mantener los problemas en la cadena de suministros y la escasez de trabajo en algunas economías desarrolladas. Pero de no producirse alguna de las circunstancias mencionadas este aumento de la inflación debería ser temporal y remitir a lo largo del ciclo 2023-24. A título de muestra, en los mercados financieros se observa un cierto desplazamiento hacia instrumentos protegidos de los efectos de la inflación, pero en una magnitud moderada, señalando la creencia de que el aumento de la inflación se dará en el corto plazo para moderarse posteriormente.

Política fiscal y cuentas públicas

Las políticas fiscales siguen siendo cruciales para luchar contra los efectos sanitarios y económicos de la pandemia. En muchos países el volumen de déficit público es aún elevado comparado con los niveles previos a la pandemia, aunque estos se redujeron algo en el 2021 y es de esperar que lo sigan haciendo este año 2022. El déficit público se reduce a un ritmo más rápido en los países que vieron como este déficit aumentaba, en mayor medida, debido a la rápida recuperación de los ingresos fiscales propiciada por la recuperación económica.

A nivel global la deuda pública se ha estabilizado en un valor equivalente al 100 % del PIB que, en cualquier caso, es un nivel de récord histórico. Además, se mantendrá durante un largo periodo por encima de los niveles previstos antes de la pandemia. En las economías ricas la deuda pública será un 20 % mayor hasta el año 2026, aunque la cifra agregada esconde grandes disparidades entre países. Los países emergentes y en desarrollo tendrán más dificultades para estabilizar su nivel de deuda pública, por su menor capacidad de aumentar los ingresos fiscales.



En los países avanzados el gasto público se está desplazando desde las medidas de apoyo al sistema sanitario y a los grupos que han visto caer sus ingresos hacia las políticas de apoyo a la recuperación económica y a la transformación estructural para promover una mayor productividad y sostenibilidad. Es el caso del plan Next Generation EU en la Unión Europea y del Plan de Apoyo al Trabajo y a las Familias en los Estados Unidos.

En las economías ricas la deuda pública será un 20 % mayor hasta el año 2026, aunque la cifra agregada esconde grandes disparidades entre países.

En las economías emergentes la prioridad ha sido la reorientación del gasto público hacia la emergencia sanitaria. El aumento de los ingresos fiscales también está permitiendo la reducción del volumen de los déficits públicos, pero las políticas de ayuda a la recuperación son mucho menores que en las economías avanzadas. Además, algunos países están experimentando un aumento del coste de financiación de la deuda pública debido al cambio restrictivo de su política monetaria. En los países con rentas bajas las dificultades son aún mayores por la mayor caída de los ingresos públicos.

Entre los países emergentes y de rentas bajas, que son los que tienen más deuda pública que vence a corto plazo, muchos países están altamente expuestos a cambios en los costes de financiación, por el aumento de los tipos de interés y por la depreciación de sus monedas. Para evitar problemas de financiación de la deuda pública, será necesario una muy buena coordinación en el cambio de orientación de las políticas monetarias, especialmente entre los países ricos y el resto del mundo, pero también cada país deberá calibrar su política de acuerdo con sus propios condicionantes.

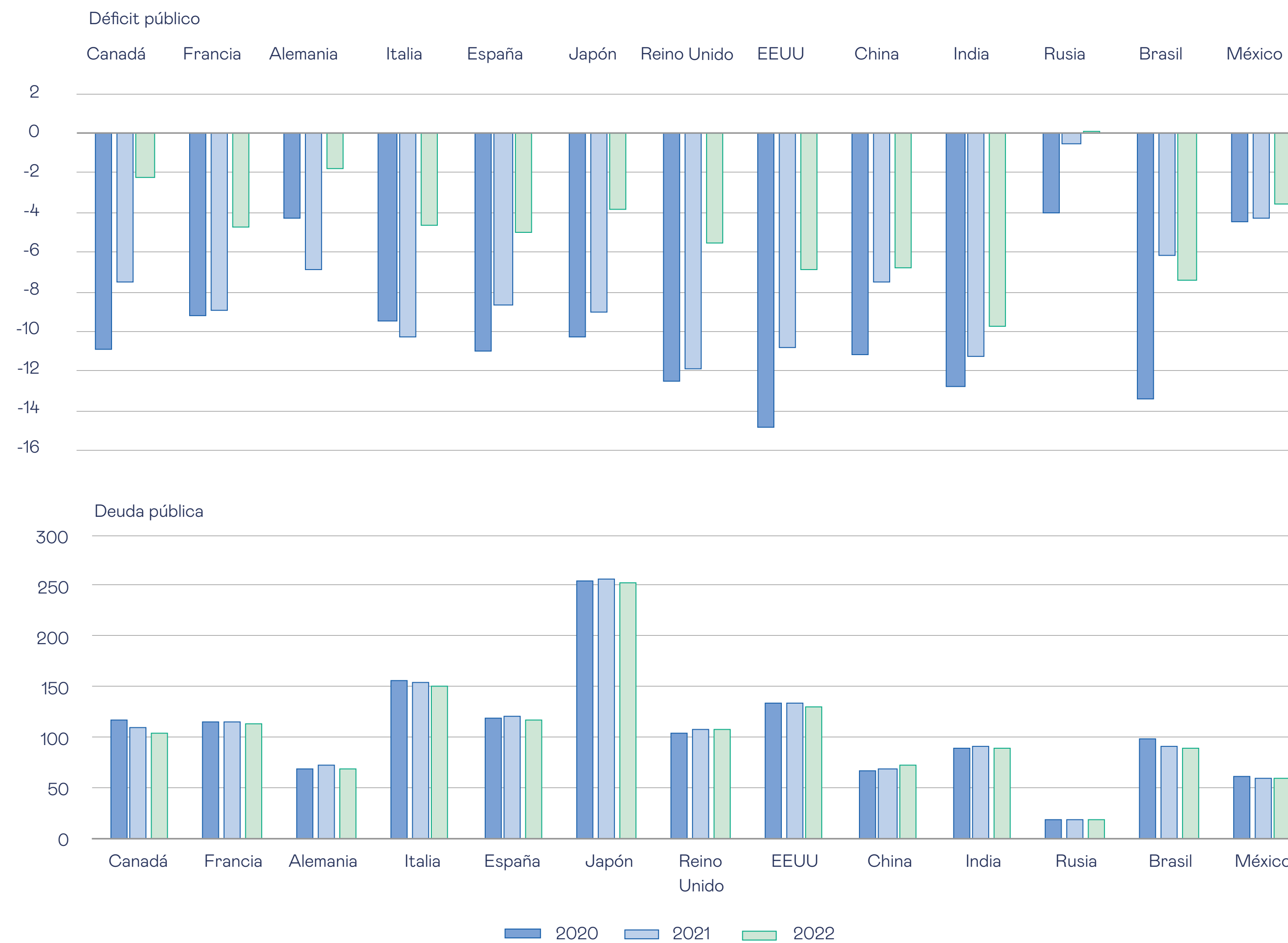
La cooperación internacional y las ayudas a los países con menos ingresos para la financiación de las vacunas y del gasto sanitario siguen siendo imprescindibles para garantizar el fin de la pandemia.

Retirada progresiva de las políticas monetarias no convencionales

Los responsables de la política monetaria se enfrentan a una disyuntiva. A corto plazo, resulta necesario mantener las políticas expansivas para favorecer el crecimiento, pero estas suponen una abundancia de crédito y unos tipos de interés muy bajos que están favoreciendo la inflación y, además, generan vulnerabilidades en el sector financiero de las economías emergentes y en desarrollo. Estas vulnerabilidades se hacen evidentes con la marcada tendencia hacia una excesiva asunción de riesgos y la aparición de debilidades en el sector financiero no bancario.

Durante la pandemia, el tamaño de los balances de los bancos centrales ha seguido aumentando. El valor de los activos en manos de estos prácticamente se ha doblado desde principios del año 2020. En ese momento, a nivel global, se encontraba algo por encima del 30 % del PIB y a finales del pasado 2021 representaba

4. Déficit público y deuda pública en economías clave (% del PIB)



Fuente: FMI Fiscal Monitor, octubre 2021

El valor de los activos en manos de los bancos centrales prácticamente se ha doblado desde principios del año 2020. Estas políticas monetarias no convencionales, por naturaleza, deben ser temporales.

ya el 60 %. El 40 % de todos los activos financieros se encuentra en manos de los bancos centrales. Estas políticas monetarias no convencionales, por naturaleza, deben ser temporales y el aumento de la tasa de inflación es uno de los principales indicadores de que es necesario proceder a su retirada.

La Reserva Federal está iniciando ya un proceso de normalización de su política monetaria. Se espera que este mes de marzo ponga fin a su programa de compra de activos y los mercados esperan que realicen de tres a cinco aumentos de tipos entre este año 2022 y dos más el próximo 2023. El BCE también pondrá fin, este marzo, al programa de compras de emergencia frente a la pandemia, aunque aumentará ligeramente las compras de activos a largo plazo. Los bancos centrales de otras economías desarrolladas o bien han iniciado ya este proceso de contracción o lo harán a lo largo de este año. El reto será llevar adelante esta normalización sin provocar un tensionamiento de las condiciones financieras que pudiera perjudicar la recuperación económica. Una de las variables clave a tener en cuenta será el tipo de interés de la deuda pública a medio y largo plazo, debido al elevado endeudamiento de los sectores públicos y al hecho de que una gran parte de esta deuda pública está en manos de los bancos centrales.

Sería conveniente evitar una situación como la acaecida en 2013 cuando, como reacción al cambio de política de la Reserva Federal, los mercados experimentaron un incremento de la volatilidad y aumentaron bruscamente los tipos de interés, tanto de la deuda pública como de la privada, y se produjeron retiradas de capitales en muchas economías emergentes.

Para los países emergentes, el reto resulta incluso más complicado. Aunque el aumento de la inflación en esos países también parece tener una naturaleza temporal, estos tienen la dificultad adicional de evitar una excesiva depreciación de sus monedas y las posibles retiradas de capitales. Por ello, algunos bancos centrales han iniciado ya el aumento de los tipos de interés oficiales, pese a que las cifras de crecimiento aún no son muy buenas. Es el caso, entre otros, de Brasil, México, Perú o Rusia. En este grupo de países, el tipo de interés medio a dos años se situaba, a principios de este 2022, cerca del 5 %, cuando en abril de 2021 estaba en el 3,3 %. Para estos países resultará más complicado calibrar con precisión su política monetaria para encontrar un equilibrio entre la estabilización de la inflación y el mantenimiento de la recuperación económica. Si esta recuperación económica fuera débil, el aumento de los tipos de interés se traduciría en un aumento del coste de la deuda pública y de la ratio de endeudamiento que podría comprometer la sostenibilidad de las cuentas públicas. Si la normalización de la política monetaria en las economías avanzadas es más abrupta de lo esperado, las dificultades para los emergentes aún serían mayores.

Además, la abundante disponibilidad de liquidez y el nivel muy bajo de los tipos de interés reales han favorecido la toma de riesgos por parte de los inversores. La prácticamente nula existencia de *spreads* entre sectores es una muestra de ello. El cambio de orientación de la política monetaria, o un cambio en las expectativas, podría provocar una corrección sustancial de las valoraciones en los mercados de bolsa, donde los índices se encuentran en niveles muy elevados.

Diferencias entre países

El ritmo de la recuperación económica sigue presentando importantes diferencias entre países. La mayoría de economías desarrolladas verán como, a lo largo del próximo año 2023, su producción recupera la tendencia anterior a la crisis. Esto es así incluso para las economías golpeadas por la crisis con más dureza, como España e Italia (que perdieron un 6-7 % de su producción) o Francia y el Reino Unido (que perdieron un 3-4 % de su producción).

En cambio, entre las economías emergentes y en desarrollo hay abundantes ejemplos de países que a finales de 2023 aún no recuperarán la producción anterior a la crisis. Es el caso, entre muchos otros, de India, Indonesia o México, cuya producción se encontrará a finales de 2023 aún un 2-3% por debajo del nivel de enero de 2020.

Se trata de un patrón inverso al observado durante la Gran Recesión de 2008-09 cuando la crisis fue más profunda en las economías desarrolladas. Ahora estas se han beneficiado de su mayor capacidad para implementar políticas compensatorias y del ritmo más rápido de vacunaciones.

Por otro lado, gracias al importante estímulo fiscal, unas pocas economías se encontrarán en 2023 a un nivel de producción más elevado del que se habría producido de haber seguido la tendencia que mostraban en 2020. Es el caso de Estados Unidos y, en menor medida, de la economía europea. Este mayor crecimiento se consolidaría en caso de concretarse el plan de infraestructuras anunciado por el presidente Biden en campaña y de una implementación exitosa del programa Next Generation EU en la Unión Europea (gráfico 5).

Entre las economías emergentes y en desarrollo hay abundantes ejemplos de países que a finales de 2023 aún no recuperarán la producción anterior a la crisis.

5. Pérdidas (y recuperación) de producción en países avanzados (% respecto al PIB potencial)



Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre de 2021

Vulnerabilidad financiera en China

En China, las vulnerabilidades financieras han aumentado durante la pandemia. El volumen de endeudamiento, excluyendo los bonos del gobierno, ha alcanzado el 230 % del PIB. Esto supone un aumento de más de 15 puntos desde finales de 2019. Además, a finales del 2020, algunas empresas estatales incumplieron el pago de intereses de sus bonos, lo cual ha aumentado la aversión al riesgo de los inversores y se ha traducido en un cierto endurecimiento del acceso al crédito para todas las empresas. Especialmente para las empresas, tanto públicas como privadas, localizadas en provincias con un nivel elevado de deuda y con grandes déficits fiscales.

Estas debilidades financieras suponen un peligro para el crecimiento económico. Si las regiones más débiles ven restringido su acceso al crédito por un endurecimiento de las condiciones o

si las empresas de propiedad local se ven forzadas a reducir su ritmo de inversión, esto afectaría negativamente el crecimiento económico de todo el país.

En realidad, ya no es viable el modelo de crecimiento seguido por la economía China en los últimos tiempos, basado en un gran volumen de inversión y una gran expansión del sector inmobiliario soportados en un creciente endeudamiento. El nuevo modelo de crecimiento estará más basado en el consumo de las familias y en la provisión de servicios públicos. Es decir, más en la calidad de vida, la equidad y la sostenibilidad que en la espectacularidad de las cifras de crecimiento.

En este nuevo modelo, deberá ser menor la actividad de las empresas que han sobrevivido artificialmente gracias al apoyo de los gobiernos locales, muchas de ellas localizadas en el sector

inmobiliario. También deberán reducir su actividad los sectores más intensivos en el consumo de carbón y deberán perder peso los monopolios tecnológicos.

El gran reto para el gobierno chino será la reducción de las vulnerabilidades financieras ligadas al antiguo modelo mientras se avanza hacia la nueva estrategia. En este sentido, el gobierno chino ha continuado con la reforma de los productos de gestión de riqueza, ha impuesto nuevas restricciones al crédito en el sector de la construcción y ha limitado las posibles fuentes de financiación de los gobiernos locales. Pero es importante evitar que estas medidas generen un efecto negativo sobre el crecimiento de las regiones más débiles.

Para proteger la estabilidad financiera el gobierno debe promover la contención del endeudamiento y facilitar la eliminación de garantías implícitas, especialmente entre las empresas y los diversos niveles de gobierno. Es prioritaria la reestructuración de las empresas financieramente inviables y la mejora de la gobernanza de los gobiernos locales. También es importante que el gobierno central facilite la existencia de transferencias fiscales, aunque sean condicionadas, entre las regiones con una economía más sólida y las que se encuentran en una posición de debilidad.

Estas medidas van a reducir la inversión en el sector de la construcción. Pero las autoridades chinas han de encontrar la forma de que no afecte al resto de la economía, sin frenar el crecimiento del PIB por debajo del 5 %. Esto afectaría negativamente a toda la economía global al perjudicar a todas las demás economías emergentes exportadoras de materias primas.

El gran reto para el gobierno chino será la reducción de las vulnerabilidades financieras ligadas al antiguo modelo mientras se avanza hacia la nueva estrategia.



Coyuntura nacional

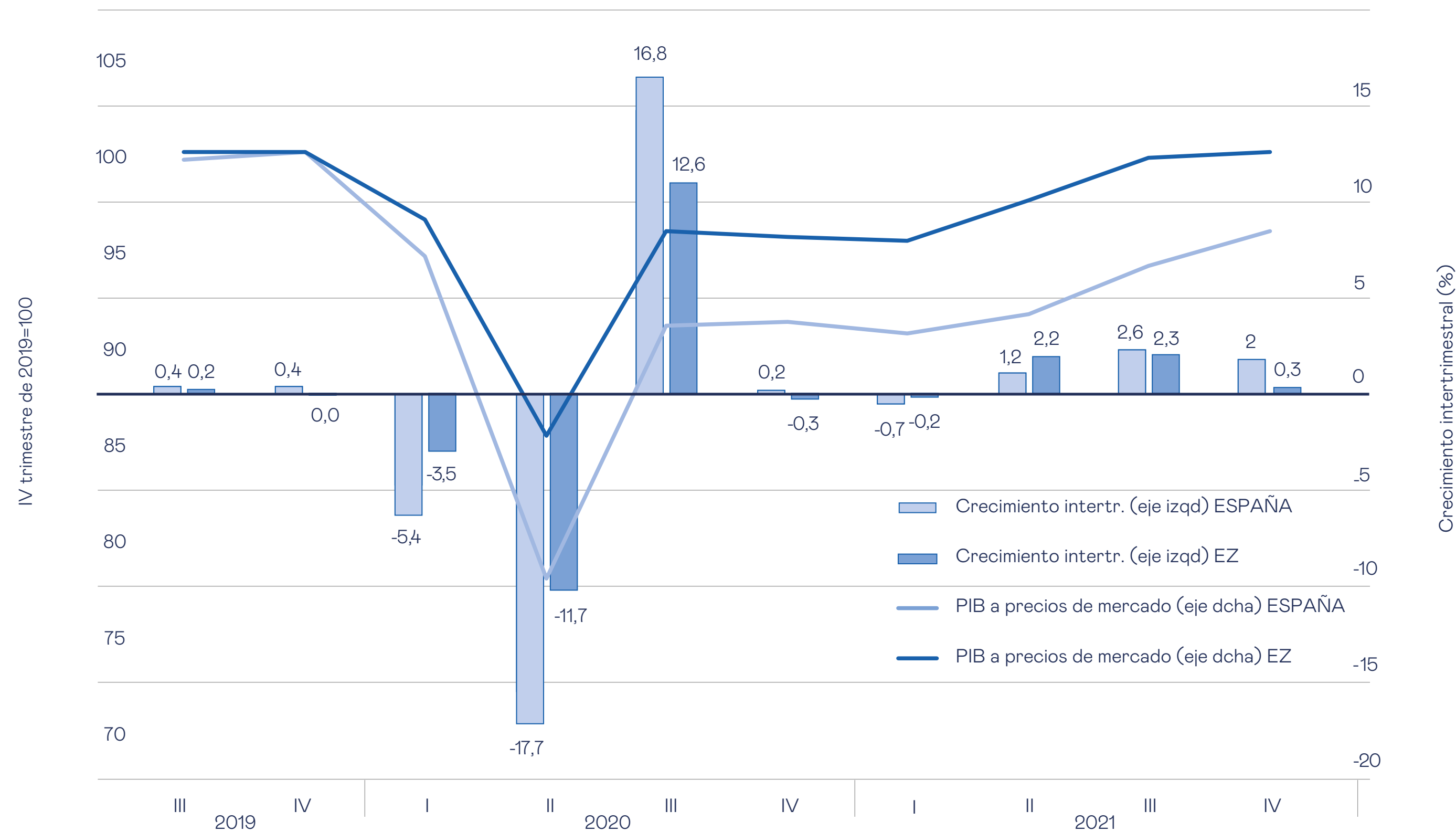
El cuadro macroeconómico

El PIB español creció un 5,0 % de media anual en 2021. Este crecimiento medio fue el resultado de un mal inicio de año (-0,7 % intertrimestral en el primer trimestre) frente a una mejor segunda mitad.

Esta diferente evolución a lo largo del año responde a razones bien conocidas. Debemos recordar que en los primeros meses de 2021 se dieron cita, casi al mismo tiempo, una tercera ola de COVID-19 particularmente dura, con el consecuente endurecimiento de las restricciones a la movilidad y actividad, junto con la llegada de la tormenta Filomena, que logró paralizar a buena parte del centro del país. Sin embargo, a partir de primavera la situación económica estuvo condicionada, en buena parte, por una desescalada en las restricciones a la actividad, así como a la mejora de las condiciones sanitarias. Las razones para ello fueron principalmente dos. En primer lugar, el avance en la campaña de vacunación, que lograba suministrar al menos una dosis al 70 % de la población a principios de agosto. Esta campaña de vacunación permitió, durante los meses centrales del ejercicio, ir eliminando restricciones a la actividad aún importantes. La segunda razón, la suspensión del estado de alarma el 9 de mayo, lo que permitió, a su vez, una clara mejora en la actividad, en especial, en aquellos sectores que aún arrastraban una importante brecha de producción que recuperar como eran hostelería y comercio (gráfico 1).

A partir de primavera de 2021 la situación económica estuvo condicionada, en buena parte, por una desescalada en las restricciones a la actividad, así como a la mejora de las condiciones sanitarias.

1. Crecimiento del PIB (tasas intertrimestrales y nivel respecto a IV trimestre de 2019)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

Este crecimiento del 5 % no ha sido significativamente diferente al del resto de la Eurozona, que terminó cerrando 2021 con un crecimiento medio del 5,2 %. No obstante, esta similitud para el conjunto del año encierra claras diferencias a lo largo del mismo. Así, mientras el citado mal comportamiento de la economía española durante el arranque del curso se repite en la Eurozona, pero con menor intensidad, en el siguiente trimestre muestran una economía española menos dinámica que la del resto de la Eurozona. Es en la segunda mitad del año, y particularmente al final del mismo, cuando la primera es capaz de batir de forma significativa los datos europeos, de tal modo que prácticamente compensa todo

lo perdido en la primera mitad de año. Sin embargo, y a pesar de la aceleración relativa a finales de año, el mayor ajuste de la actividad productiva española durante los peores meses de 2020 así como la insuficiente recuperación en los siguientes, explicarían que, aún a finales de 2021, España se encontrara por debajo del nivel de PIB pre-COVID, mientras otros países europeos ya lo habrían logrado.

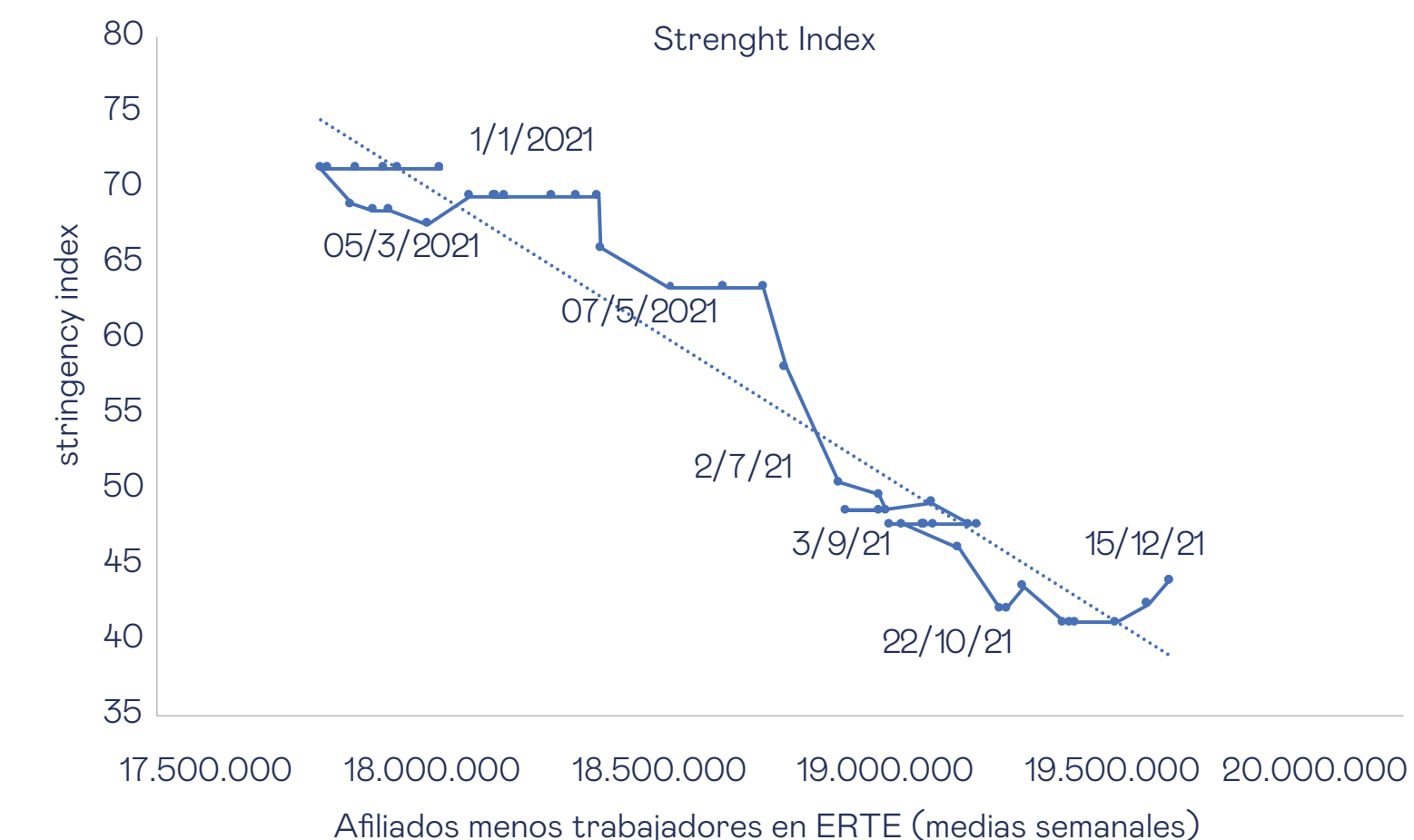
El mercado de trabajo representa un claro exponente de este crecimiento que ha ido a más a lo largo del año. Así, tanto las cifras de trabajadores afiliados como las de trabajadores desempleados y las de aquellos en situación de expediente de regulación temporal

de empleo (ERTE) evolucionaron claramente de la mano de la relajación de las medidas anti-COVID. De este modo, 2021 acababa con algo más de 19,8 millones de afiliados a la Seguridad Social (media mensual), casi un millón más que en diciembre de 2020. Por otro lado, los trabajadores en ERTE se reducían en diciembre de 2021 a unos 108 mil, cuando a inicios de año superaban los 700 mil.

En cuanto a los datos publicados por el INE en la Encuesta de Población Activa (EPA), estos refrendaban este buen comportamiento adelantado por los registros administrativos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y del Ministerio de Trabajo y Economía Social. Según la EPA, en el cuarto trimestre de 2021 se contabilizaron 20,18 millones de ocupados, un 0,8 % más que en el trimestre anterior y un 4,3 % más que en el cuarto trimestre de 2020. Se superaba, además, cifras no vistas desde antes de la Gran Recesión.

A pesar de todo lo anterior, y del significativo buen comportamiento de la economía, algunos indicadores de actividad productiva, en particular el mismo PIB, mostraron un comportamiento que distaba de las previsiones iniciales realizadas a finales de 2020.

2. Relación entre la evolución de la afiliación y las restricciones a la actividad



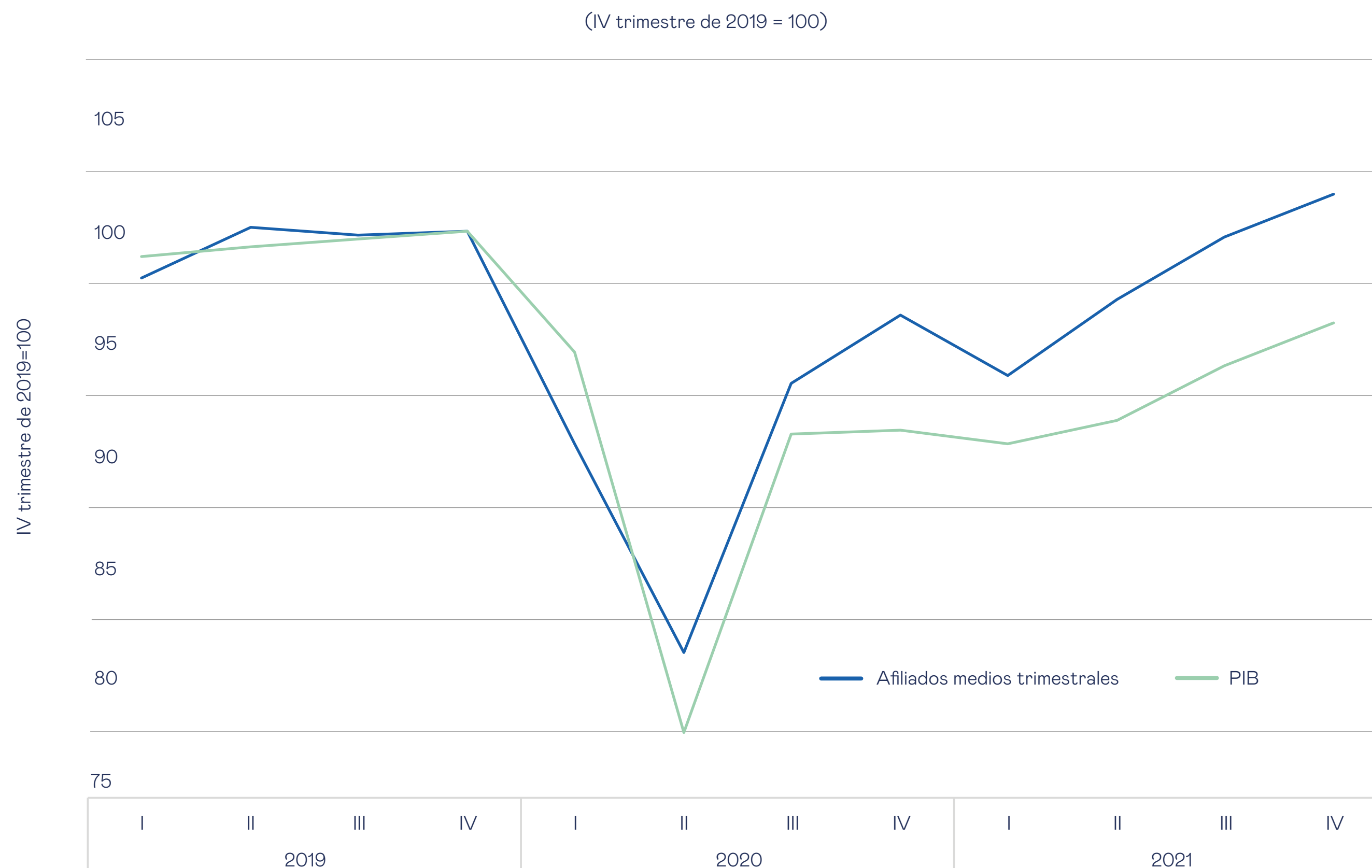
Fuente: Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

Es necesario recordar que tanto por el gobierno como no pocas casas de análisis esperaban un año con un crecimiento más intenso. Concretamente, el primero preveía un 7,2 % de crecimiento para el conjunto del año, y sin contabilizar los fondos europeos, ya que, una vez hecho esto, la economía española superaría el 9 % de crecimiento medio anual.

La divergencia entre indicadores de empleo, o también de ingresos fiscales, frente a los de actividad (PIB), han generado, durante 2021, una cierta desconfianza en la capacidad de los modelos de estimación del INE para hacer seguimiento de la evolución del PIB o, en otros casos, la sospecha de que los datos administrativos de empleos estén sobrevalorando la recuperación del mercado

de trabajo. Y es que, mientras los datos asociados al mercado de trabajo mostraban una evolución más intensa y dinámica y con registros superiores a los previstos, habiéndose recuperado el nivel de empleo previo a la pandemia antes de finalizar 2021 e incluso, como se ha indicado, niveles no conocidos desde hacía más de una década, el cuadro macroeconómico de la Contabilidad Nacional Trimestral enseñaba un perfil más modesto.

3. Evolución de afiliados (excluidos en ERTes) medios trimestrales y PIB trimestral

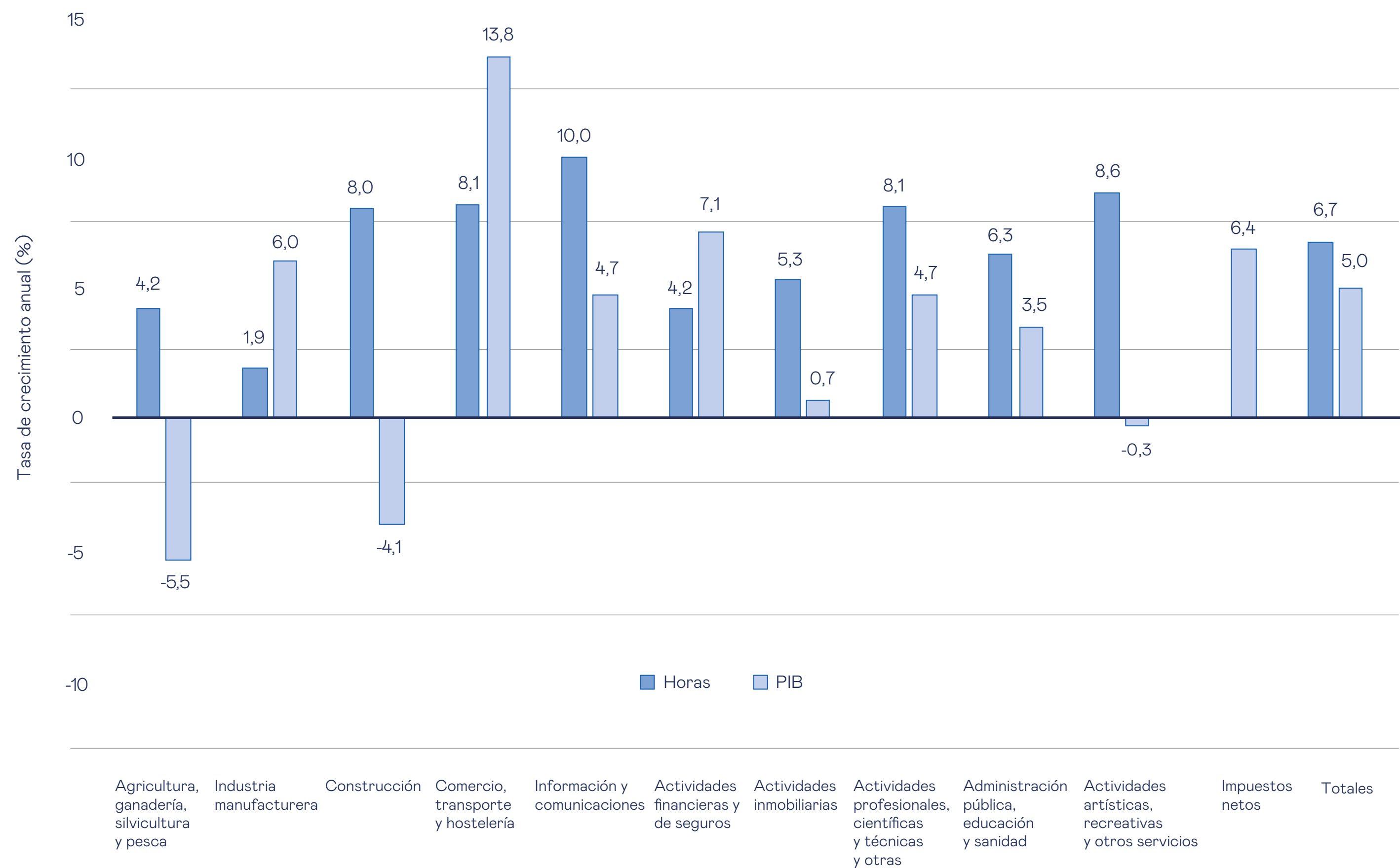


Ante esta cuestión deben destacarse dos apuntes. En primer lugar, la apertura de una clara brecha entre las cifras de empleo y actividad a favor de la primera solo puede explicarse por una caída intensa de la productividad. Aunque esta brecha se inicia en el segundo trimestre de 2020, esta se intensifica en el cuarto trimestre de 2020 y en el segundo de 2021, siendo este último un trimestre en el que los datos oficiales adelantados publicados por el INE sufrieron una importante revisión a la baja, una vez la información coyuntural necesaria para su cálculo se completó. Debemos recordar que el ajuste para dicho trimestre redujo el crecimiento intertrimestral desde un 2,8 % inicial hasta un 1,2 % final. Las estimaciones de crecimiento del tercer y cuarto trimestre, aunque lograron reducir mínimamente la brecha abierta entre estos dos grupos de indicadores, no despejaron las dudas sobre la capacidad del organismo estadístico español de calcular con éxito el perfil cíclico de la economía española, ya que seguía manteniendo ajustes en productividad difíciles de asimilar si no es por razones meramente metodológicas de cálculo (gráfico 4).

Concretamente, la productividad sufre una caída del 1,6 % para el conjunto del año. Aunque habitual en momentos de recuperación de la economía española, principalmente motivado por un mercado de trabajo que suele recuperar rápidamente empleo perdido apoyándose inicialmente en contratos temporales o parciales menos productivos, en este caso no parece resultar el ajuste en productividad de la misma naturaleza que en crisis anteriores. Así,

La apertura de una clara brecha entre las cifras de empleo y actividad a favor de la primera solo puede explicarse por una caída intensa de la productividad.

4. Crecimiento sectorial del PIB y las horas totales de los ocupados (Año 2021)



y aunque la mayoría de los sectores productivos de la economía española experimentan esta contracción en la productividad, resulta significativo observar que buena parte de esta se concentra en el sector primario y, en concreto, en el sector de la construcción, con una caída, en el caso del segundo del 12,1 %, cifra extraordinaria por lo elevada de la misma.

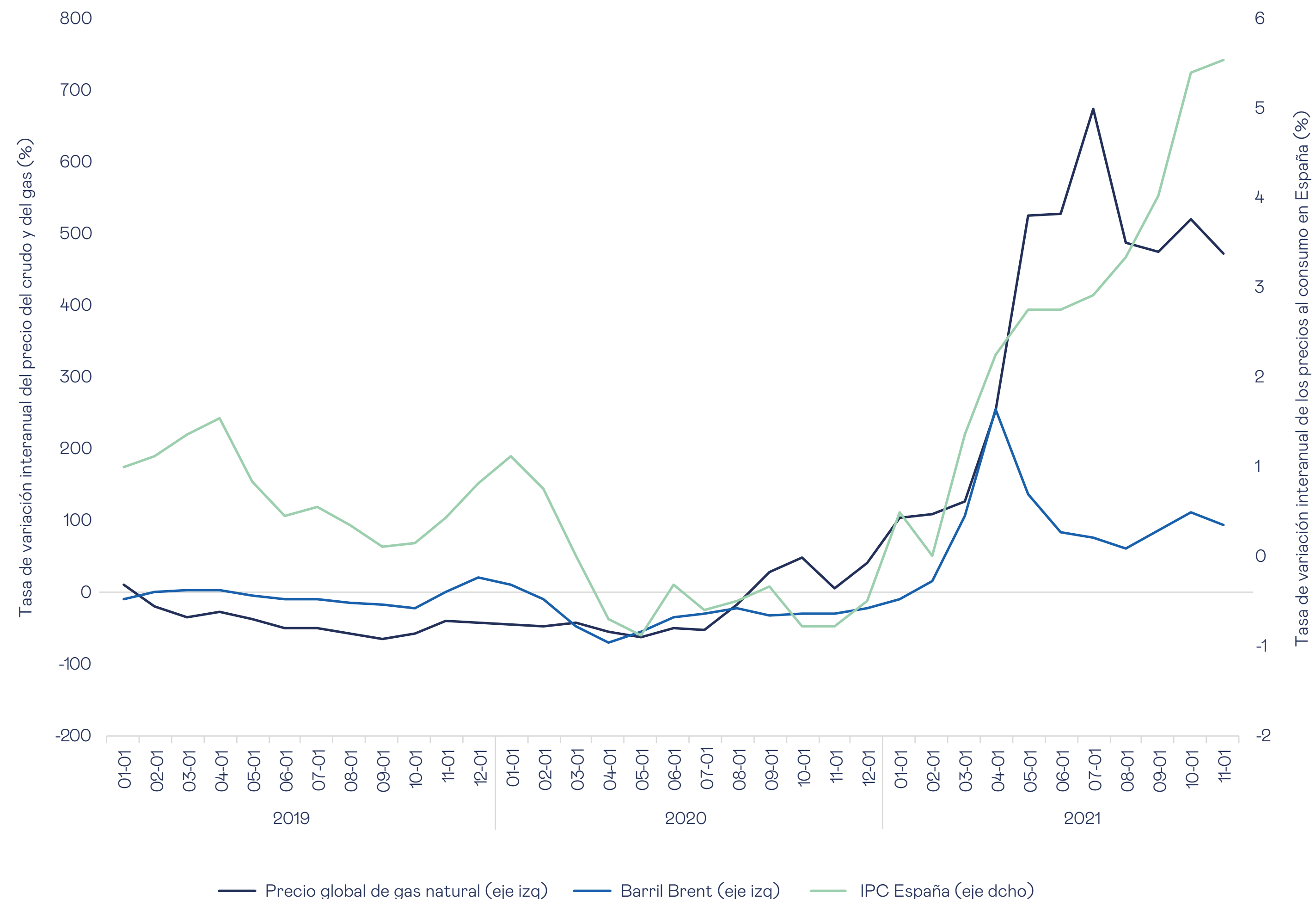
En cuanto al resto de sectores, su evolución resulta más acorde con lo acaecido en la economía durante 2021. Así, es el sector del comercio, transporte y hostelería el que mayor crecimiento experimentó durante el año (+13,8 %) y que prácticamente triplicó al de la media de la economía. No cabe duda de que las menores restricciones a la actividad, la entrada de turistas, a pesar de ser aún insuficiente para alcanzar cifras pasadas, y la reapertura de negocios favoreció buena parte de esta actividad. Ya más lejos, encontramos las actividades financieras y la industria manufacturera, ambos con crecimientos del VAB superiores al 6 %, obteniendo además ambos fuertes incrementos en productividad.

Por el lado de la demanda, destaca la clara mejoría en casi todos los componentes, con especial mención a la recuperación de las exportaciones (dentro de las cuales ha jugado un papel relevante el gasto de no residentes, es decir, en buena parte turistas) y la formación bruta de capital, ambas por encima de la media de la economía. Sin embargo, dentro de esta última es importante destacar la clara diferencia entre la inversión en maquinaria y equipos, muy positiva, frente a la inversión en edificación y viviendas, cuyo perfil reproduce el del sector de la construcción.

Buena parte de la contracción en la productividad se concentra en el sector de la construcción, con una caída del 12,1 %, cifra extraordinaria por lo elevada de la misma.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

5. Evolución de la inflación y de los precios energéticos en España (2021)



Es de destacar la contribución de las materias primas a la inflación tras haber experimentado el mayor avance en sus precios en 40 años.

En cuanto al consumo público y al consumo privado, cierran el año con un claro debilitamiento de su impulso, el primero debido a la retirada de unos estímulos y ayudas no ya tan necesarios mientras que el segundo, posiblemente, golpeado por las consecuencias de la escalada de precios experimentada desde el verano de 2021 y la llegada de la sexta ola.

Inflación y shocks de oferta

Una de las posibles causas del debilitamiento del consumo privado en el último tramo del año puede deberse al crecimiento experimentado por ciertos precios y que ha podido obligar a reducir consumo de ciertas partidas más elásticas. Y es que es precisamente esta cuestión la que ha emergido como una de las más importantes amenazas con capacidad de debilitar el crecimiento de la economía española durante 2022 (Figura 5).

Así, en primer lugar, la asimetría en la recuperación global de una demanda inicialmente más vigorosa que una oferta con mayores dificultades para seguir el ritmo, unido a una nueva asimetría entre los países en las respuestas políticas a las diferentes olas han creado las condiciones necesarias para un reajuste de los precios relativos de no pocas mercancías y *commodities*. Esta doble asimetría ha generado importantes restricciones al abastecimiento global, muy evidentes a partir de la primavera. Los indicadores de comercio internacional reflejan tanto un encarecimiento de la distribución como del transporte marítimo. A esto hay que añadir

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

la dificultad que ha supuesto para muchos países poder reactivar las operaciones comerciales en un sistema de demanda en tiempo real que en tiempos normales ha funcionado con exactitud, pero que encuentra enormes dificultades en un entorno, como se ha descrito, de doble asimetría. Todo ello ha generado no solo presión en los precios del transporte sino, además, en los precios finales de numerosos productos.

En segundo lugar, además de lo anterior, esta presión se ha canalizado especialmente sobre los precios energéticos, ayudado por episodios de incertidumbre geopolítica acaecidos en Europa y otras zonas del globo durante la segunda mitad del año. Todo ello ha provocado un shock de precios energéticos excepcional, tanto en los precios de los carburantes como, en particular, los del gas.

La rápida recuperación de la demanda, canalizada en mayor medida hacia la adquisición de bienes, se encontró con una oferta relativamente inelástica y con dificultades para ajustarse, lo que llevó a la aparición de cuellos de botella en algunos sectores (p.ej. transporte naval y semiconductores). Por otra parte, las disrupciones de oferta provocadas por los cierres de producción en Asia, la escasez de mano de obra en algunos ámbitos (como el sector logístico y el primario) y determinados eventos climáticos propiciaron problemas de abastecimiento y contribuyeron al repunte de precios. Por último, es de destacar la contribución de las materias primas a la inflación tras haber experimentado el mayor avance en sus precios en 40 años.

El gran temor existente es que durante los siguientes meses de 2022 el contagio del aumento de precios continúe y afecte a salarios y márgenes.

España no ha sido ajena a esta situación, más si cabe aún debida a su especial vulnerabilidad a la evolución de los precios energéticos dada su excepcional dependencia. Así pues, y por todo lo anterior, no solo ha habido alguna tensión de suministros en algunos meses del año, sino que, en particular en nuestro país, como en el resto de las economías internacionales, se ha experimentado un importante repunte de la inflación. Así, en términos interanuales, en diciembre de 2021 la tasa de inflación alcanzaba niveles del 6,5 %, cifra que no se conocía desde hacía más de 30 años.

Aunque inicialmente las causas de este repunte de los precios son muy concretas y han afectado a una parte muy limitada de productos de la cesta de la compra, no cabe duda de que este aumento comporta una serie de riesgos que van a condicionar nuestra recuperación durante 2022. Así, mientras inicialmente el aumento de los precios fue protagonizado por dos o tres productos dentro de dicha cesta de bienes y servicios, a medida que dichos precios iban contagiando los costes de las actividades productivas, estas últimas iban repercutiendo, eso sí, moderadamente, a los propios el aumento de las facturas pagadas. En este sentido, a finales de año la inflación subyacente, aquella que mide la evolución de los precios sin incluir los bienes energéticos y los productos frescos y perecederos, se situaba en el 2,1 %, cifra no vista desde marzo de 2013.

El gran temor existente es, pues, que durante los siguientes meses de 2022 el contagio continúe y afecte, en este caso, a salarios y márgenes, dando así entrada a posibles efectos de segunda ronda que puedan hacer de la inflación un problema más grave.

Fondos europeos

Una de las razones por las que se explica un menor crecimiento económico en 2021 del esperado y previsto a principios de este ha sido el deficiente ritmo de ejecución de los fondos europeos. Las partidas presupuestadas para la financiación del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia para 2021 sumaban un total de 27 mil millones incluyendo los fondos asociados al

mecanismo REACT-EU. Si esta inversión se hubiera ejecutado en su totalidad hubiera aportado al crecimiento del país más de unos dos puntos porcentuales del PIB, lo que fue precisamente lo aproximadamente incluido en los documentos descriptivos de los Presupuestos Generales del Estado (PGE) cuando estos se aprobaron. Sin embargo, y aunque a finales de año se reportaban como obligaciones reconocidas en los PGE más de 20 mil millones, buena parte de esa cantidad ni siquiera había llegado al punto final de ser pagado y ejecutado. Por esta razón, la inejecución en términos de pagos por parte de las administraciones de una buena parte de estos fondos no sumó crecimiento a la economía española.

Pero, además, y por el lado de la demanda, una de las partidas del cuadro macroeconómico español que menos creció durante este año fueron algunas partidas que componen la inversión. Aunque esta evolución relativamente negativa pudo tener no pocas causas, entre ellas las dificultades de un sector de la construcción para reactivar sus inversiones o los posibles efectos negativos que en las cuentas de resultados, y por ello en los planes de inversión, ha podido tener el incremento de los precios energéticos y de los insumos, es posible que las expectativas de un incremento de una inversión pública que, finalmente, no alcanzó los niveles esperados pudo haber ralentizado la puesta en marcha de proyectos que, de otro modo, podría haberse iniciado.

No obstante, a finales de 2021 se ha detectado un impulso en la puesta en circulación de los fondos, por lo que, si bien en 2021 su aportación al crecimiento económico pudo ser limitado, es de esperar que durante 2022 se acelere añadiendo puntos al crecimiento anual del PIB ●

Una de las razones por las que se explica un menor crecimiento económico en 2021 del esperado y previsto a principios de este ha sido el deficiente ritmo de ejecución de los fondos europeos.

El repunte de la inflación: un fenómeno más intenso y persistente de lo inicialmente previsto

Pablo Hernández de Cos
Gobernador del Banco de España

Las propuestas que se plantean en este artículo reflejan la opinión general del autor y no necesariamente las del Eurosistema.

El fuerte y, en buena medida, inesperado repunte de la inflación observado a lo largo de 2021 ha sido objeto de numerosos análisis con el fin de entender sus causas. Desde el punto de vista de los responsables de la política económica, comprender estas causas y, por tanto, el grado de persistencia de este intenso crecimiento de los precios es de capital importancia; por un lado, porque la prolongación de este período de elevada inflación podría tener consecuencias no deseables para la continuidad de la recuperación económica en marcha que se inició una vez superados los peores momentos de la pandemia de COVID-19 y, por otro lado, para determinar la respuesta más adecuada de las políticas económicas, y en particular de la política monetaria.

Este artículo analiza, por un lado, los factores que habrían explicado el aumento del ritmo de variación de los precios a lo largo del año pasado y, por otro lado, su posible grado de persistencia. Como anticipo de las conclusiones alcanzadas, la información disponible apunta a que, bajo el escenario más probable y en ausencia de nuevas perturbaciones, el repunte de la inflación que se ha observado hasta la fecha debería comenzar a desacelerarse a lo largo de 2022. Sin embargo, con el paso del tiempo han ido ganando peso algunos elementos de riesgo que, de materializarse, llevarían a una mayor persistencia de este fenómeno.

Este artículo analiza, por un lado, los factores que habrían explicado el aumento del ritmo de variación de los precios a lo largo del año pasado y, por otro lado, su posible grado de persistencia.

Las causas del repunte de la inflación

En el área del euro, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) pasó del -0,3 % en diciembre de 2020 al 5 % en diciembre de 2021, su valor más alto desde que la moneda común iniciara su andadura (véase gráfico 1.1). En España, el incremento ha sido incluso superior: en el mismo período de tiempo, los precios aumentaron 7,1 puntos porcentuales (pp), hasta el 6,6 %, cifra que no se observaba desde mayo de 1992¹. En ambos casos, una parte significativa del repunte inflacionista se explica por la evolución de los precios de la energía, si bien los precios de los alimentos han incrementado también su ritmo de crecimiento, así como los componentes habitualmente menos volátiles. En el conjunto del área del euro, la inflación subyacente² se elevó entre diciembre de 2020 y diciembre de 2021 desde el 0,2 % hasta el 2,6 %, mientras que en España pasó del -0,1 % al 1,9 % entre esas mismas fechas (véase gráfico 1.2).

Más allá de esta descomposición por componentes, detrás del incremento generalizado del ritmo de variación de los precios se pueden identificar, fundamentalmente, tres factores, que no son del todo independientes entre sí.

El primero de ellos está vinculado a la intensa desaceleración de los precios de numerosos bienes y servicios que pudo observarse en los primeros meses de la pandemia. Ello ha dado lugar a la aparición, a partir de marzo de 2021, de importantes efectos base que han contribuido de forma notable a la aceleración de los precios³. Estos efectos están siendo particularmente intensos en aquellos componentes que se relacionan con la movilidad o con la interacción social, como los bienes energéticos no eléctricos o algunos servicios. En particular, el efecto base generado por estos dos componentes habría explicado en torno a la quinta parte de la aceleración observada en el agregado de la inflación del área del euro entre marzo y diciembre de 2021⁴, y algo más, en torno a una cuarta parte, en el caso de España.

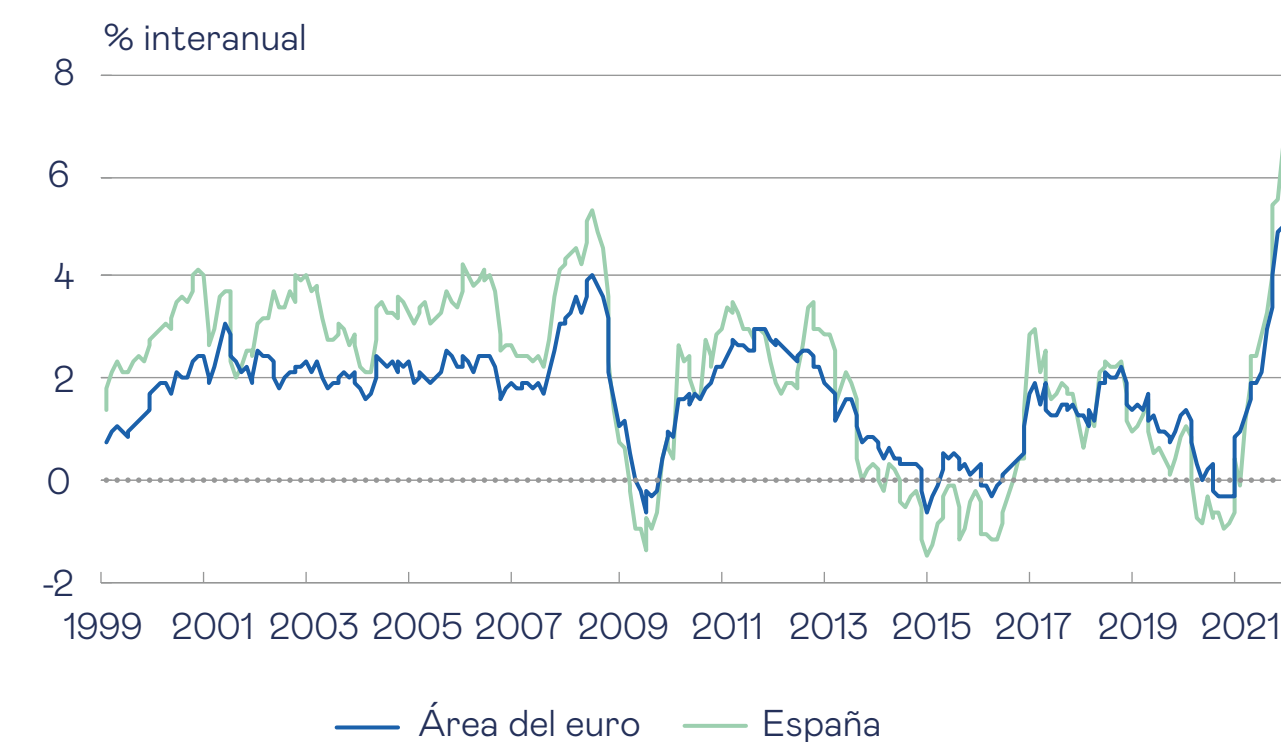
El segundo factor explicativo de la aceleración de la inflación está vinculado con la intensa recuperación de la actividad económica tras los peores momentos de la pandemia, en la medida en que ha conllevado un fuerte incremento de la demanda global, que está siendo particularmente intenso en el caso de algunos grupos de bienes. Sin embargo, no todos los procesos productivos se han adecuado al ritmo de este repunte de la demanda, lo cual ha generado intensos cuellos de botella en numerosos

Las distorsiones observadas en la red global de transporte marítimo han provocado retrasos en los plazos de entrega, lo que ha contribuido también a las subidas de precios de muchos bienes.

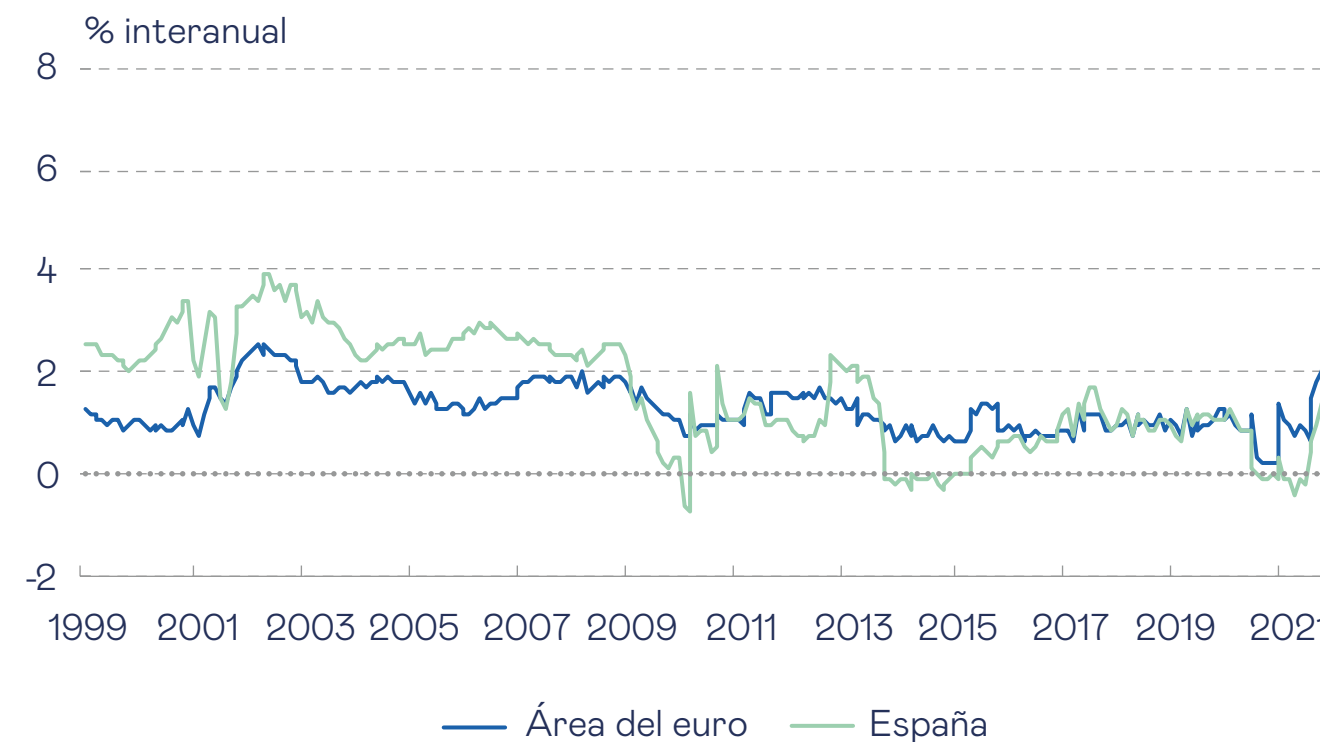
procesos productivos y ha dado lugar a un encarecimiento de un conjunto amplio de bienes intermedios utilizados en los mismos⁵. Simultáneamente, las distorsiones observadas en la red global de transporte marítimo⁶ han provocado retrasos en los plazos de entrega, lo que ha contribuido también a las subidas de precios de muchos bienes. De hecho, las ramas en las que se han encarecido en mayor medida los bienes intermedios utilizados en los procesos productivos son aquellas en las que las dificultades en los suministros han sido más pronunciadas⁷.

1. Evolución histórica de la inflación en el área del euro y en España

1.1. IAPC



1.2. IAPC sin energía ni alimentos



1. La serie del IAPC comienza en 1997. Por este motivo, se toma como referencia, para el período previo, el índice de precios de consumo (IPC).

2. La inflación subyacente se define aquí como la tasa de variación interanual del indicador de precios en el que, con respecto al indicador general, se excluyen los componentes de bienes energéticos y los alimentos.

3. Por «efecto base» entendemos el efecto que surge por el hecho de que la tasa de variación interanual en un determinado mes se vea afectada por los cambios intermensuales anormalmente bajos o altos observados en el mismo mes del año anterior. Para una explicación más detallada de los efectos base, véase Banco de España (2016).

4. Existen factores idiosincrásicos adicionales observados en algunos países que han afectado con especial intensidad a las tasas de inflación del agregado del área del euro. En particular, destaca la reducción temporal del IVA en Alemania entre julio y diciembre de 2020, que generó efectos positivos adicionales sobre la inflación del área del euro entre enero y julio de 2021.

5. Véanse Kataryniuk, Del Río y Sánchez Carretero (2021) y Attinasi *et al.* (2021).

6. El funcionamiento normal de los principales puertos mundiales se vio afectado por las restricciones adoptadas para hacer frente a la pandemia. Véase Attinasi, Bobasu y Gerinovic (2021).

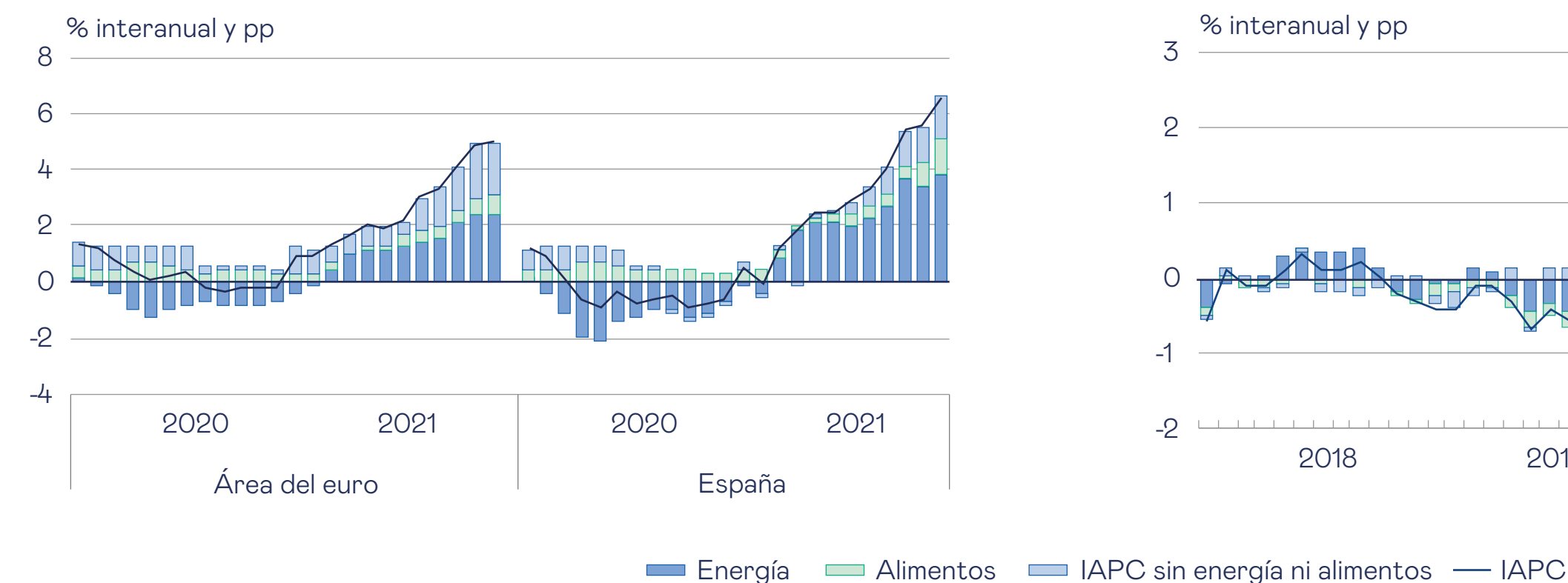
7. Véase Kataryniuk, Del Río y Sánchez Carretero (2021).

La traslación de estos mayores costes a los precios de venta finales habría sido, hasta finales de 2021, parcial, de acuerdo con la evidencia disponible, aunque habría mostrado una tendencia creciente a lo largo del año. Así lo apuntan los resultados del *Purchasing Managers' Index* (PMI) y de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)⁸, que sugieren que los precios finales habrían aumentado a lo largo de 2021 menos que los costes.

El tercer factor es el encarecimiento, de una magnitud sin precedentes, de los precios de la electricidad en los mercados mayoristas europeos. Este se explica, principalmente, por el fuerte aumento del precio del gas desde comienzos de 2021 y, en menor medida, por el incremento de los precios de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero⁹. En conjunto, en diciembre de 2021, los precios de energía contribuyeron con 2,3 pp y 3,9 pp a la tasa del indicador general en el área del euro y en España, respectivamente (véase gráfico 2)¹⁰.

2. Evolución reciente de la inflación en el área del euro y en España

2.1. Índice general y contribuciones

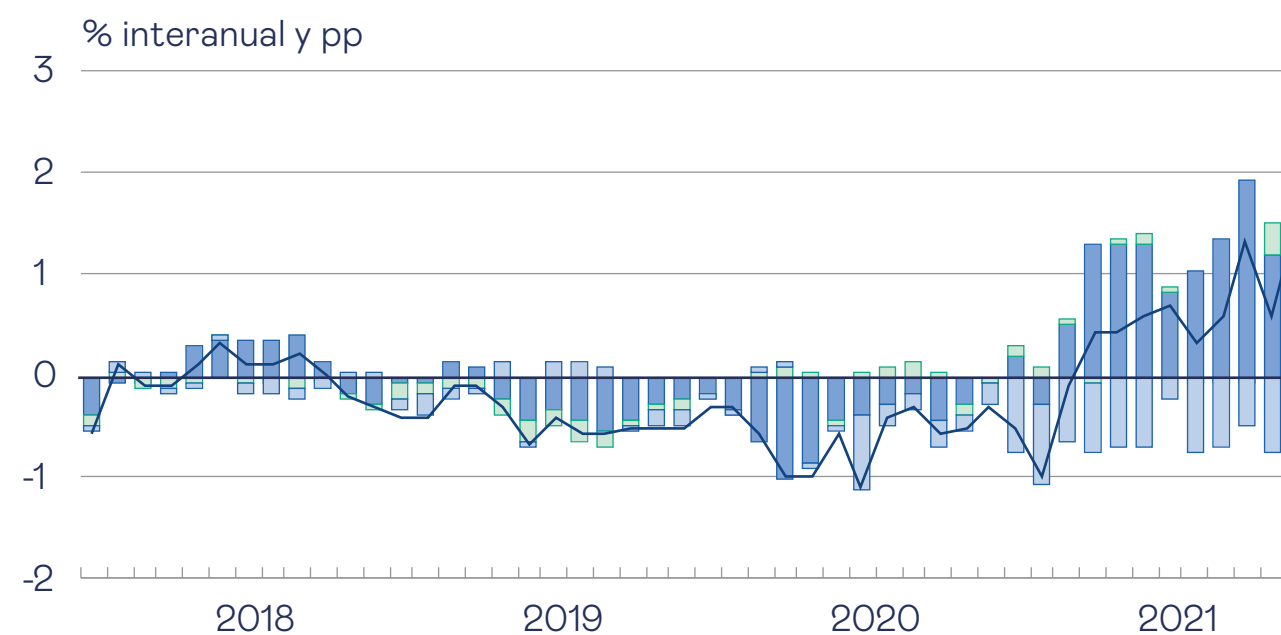


Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

Una manera de ilustrar estos factores y su importancia consiste en comparar los niveles de precios del IAPC y sus componentes a diciembre de 2021 frente al observado antes de la pandemia, es decir, la inflación acumulada en dos años completos de crisis. En el caso del área del euro, el IAPC general se situaba un 4,7 % por encima (6 % en España), pero en el caso de la inflación subyacente (sin energía y alimentos), este nivel era solo un 2,9 % más elevado que en diciembre de 2019 (1,8 % en España) –véase cuadro 1–. Los niveles de precios de la energía y los alimentos se situaban un 17,2 % y 4,6 % por encima, respectivamente (31 % y 5,6 % en España). Por su parte, los precios de los servicios y los bienes industriales no energéticos se mantuvieron en diciembre de 2021 un 3,1 % y 2,3 %, respectivamente, respecto a sus niveles de finales de 2019 (1,9 % y 1,5 %, respectivamente en España).

Son también llamativas las diferencias con la evolución de los precios en Estados Unidos que, en todos sus componentes, mostraron un mayor crecimiento. Entre diciembre de 2021 y diciembre de 2019, los precios de la energía, alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios aumentaron un 20,3 %, 10,4 %, 12,5 % y 5,3 %, respectivamente, en este país.

2.2. Contribuciones al diferencial de inflación entre España y la UEM



1. Precios al consumo. Variación entre diciembre de 2021 y diciembre de 2019*

	Estados Unidos	Área del euro	España
	Dic 2021 / Dic-2019	Dic 2021 / Dic-2019	Dic 2021 / Dic-2019
IPC general	8,5	4,7	6,0
Alimentos	10,4	4,6	5,6
Energía	20,3	17,2	31,0
B. Industriales no energéticos	12,5	2,3	1,5
Servicios	5,3	3,1	1,9
Pro memoria:			
IPC sin energía ni alimentos	7,2	2,9	1,8

Fuente: Eurostat y U.S. Bureau of Labor Statistics.

(*) En Estados Unidos los datos se refieren al índice de precios al consumo y en España y el área del euro son índices armonizados de precios de consumo.

8. Véase Izquierdo (2021).

9. La evolución de los precios en el mercado mayorista de la electricidad en España, similar a la observada en otros países europeos, refleja un incremento del 470 % entre finales de 2020 y diciembre de 2021. Esa subida se explica, casi en su totalidad, por el aumento del precio del gas, mientras que el resto (apenas una décima parte) responde al incremento del precio de los derechos de emisión. Los detalles de la estimación realizada están recogidos en Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

10. La contribución comparativamente mayor de los precios energéticos en España se explica, por un lado, por el mayor peso de este tipo de bienes en la cesta de consumo y, por otro lado, por la mayor traslación de las variaciones de los precios mayoristas de la electricidad a los precios minoristas.

Las perspectivas a medio plazo

La naturaleza de los tres factores mencionados sugiere que, en ausencia de perturbaciones adicionales, el repunte de la inflación que se ha observado hasta la fecha debería comenzar a desacelerarse a lo largo de 2022.

En primer lugar, los efectos base relacionados con la pandemia dejarán de ser relevantes a partir de la primavera de 2022, lo que contribuirá a que las tasas de inflación se moderen desde ese momento. En segundo lugar, a medida que la oferta global se vaya adaptando a la demanda existente, cabe esperar que vayan corrigiéndose los aumentos de costes relacionados con los cuellos de botella. Por último, como se ha apuntado, una parte considerable del incremento de los precios en el mercado mayorista de la electricidad está vinculada al encarecimiento del gas. Es cierto que es muy difícil predecir los desarrollos en este mercado, en el que las consideraciones geopolíticas suponen un condicionante muy relevante. Con todo, los mercados de futuros de este hidrocarburo apuntan a un descenso de su precio a lo largo de los dos próximos años, aunque este precio se mantendría todavía muy por encima de su promedio histórico. Ahora bien, incluso una situación hipotética de estabilización de los precios en niveles elevados tendría un impacto reductor de la inflación en términos de las tasas interanuales, que llegarían a desvanecerse una vez transcurrido un año desde el inicio de esa estabilización.

Además, el repunte de la pandemia en los últimos meses ha dado lugar a un cierto deterioro de las perspectivas económicas, lo que sirve como recordatorio de que no podemos dar por finalizada la crisis de la pandemia todavía, incluso teniendo en cuenta que las economías han mostrado un grado de adaptación creciente ante cada nueva ola de la enfermedad.

Los mercados de futuros del gas apuntan a un descenso de su precio a lo largo de los dos próximos años, aunque este precio se mantendría todavía muy por encima de su promedio histórico.

Asimismo, la dependencia de los países del área del euro de la energía importada hace que la perturbación que estamos sufriendo suponga un deterioro de la relación real de intercambio, con efectos negativos sobre las rentas reales de los agentes y, por tanto, sobre el consumo y la inversión, y, en consecuencia, sobre la actividad y los precios. El elevado ahorro acumulado por las familias durante la crisis –estimado en más de un 6 % del PIB para el área del euro– debería permitir mitigar esos efectos negativos, si bien este se ha concentrado en familias de renta elevada que normalmente presentan una propensión al consumo relativamente reducida, mientras que el shock inflacionista actual es particularmente negativo para las familias de renta baja, que dedican una parte más elevada de su renta a los precios que más están aumentando, reduciendo su capacidad de consumir otros bienes o servicios.

Sin olvidar que, si bien la estimación del grado de holgura de la economía es particularmente difícil de realizar en el contexto de la pandemia, dados también los efectos heterogéneos de esta última por sectores, hay que tener en cuenta que, a pesar de que el nivel de PIB real en el área del euro ha recuperado el nivel de PIB real previo a la pandemia a finales de 2021, la distancia con respecto a la tendencia que precedió a la crisis sigue siendo muy elevada. De este modo, al contrario que en los Estados Unidos, el grado de holgura de la economía en el agregado del área del euro sigue siendo significativo. Y, de acuerdo con las previsiones macroeconómicas disponibles, esta brecha se mantendría en los próximos trimestres y solo se cerraría hacia el final de un horizonte de medio plazo (2 o 3 años).

Sobre este escenario de normalización gradual de la inflación planean, no obstante, algunas incertidumbres no desdeñables.

La primera de ellas surgiría de un escenario de corrección de los precios energéticos menos pronunciado de lo que sugieren los mercados de futuros, como consecuencia, por ejemplo, de un recrudescimiento de las tensiones geopolíticas.

La segunda está relacionada con una eventual mayor filtración de los aumentos observados en los costes de la energía y los productos intermedios no energéticos a los precios del conjunto de bienes y de servicios de consumo. De hecho, a lo largo de 2021 esa traslación ha sido claramente creciente entre las diferentes partidas del IAPC. Así, en diciembre de 2021 solo el 35 % de los bienes de la cesta de consumo del área del euro seguían

De cara al futuro, la prolongación del encarecimiento de costes reduciría las posibilidades de que los márgenes empresariales puedan seguir absorbiendo estos aumentos de costes, lo que acrecentaría las presiones sobre la inflación general.

presentando tasas de avance de sus precios por debajo del 2 %, porcentaje que se elevaba al 40 % en el caso del indicador subyacente (con proporciones mayores en el caso de España, del 56 % y del 65 %, respectivamente). Y, de cara al futuro, la prolongación del encarecimiento de costes –por ejemplo, por la demora en la resolución de los cuellos de botella o porque se alarguen las dificultades para el normal aprovisionamiento de gas en Europa– reduciría las posibilidades de que los márgenes empresariales puedan seguir absorbiendo estos aumentos de costes, lo que acrecentaría las presiones sobre la inflación general.

Un tercer foco de incertidumbre surge de una eventual realimentación entre los aumentos de los precios y los de los salarios (lo que se conoce como «efectos de segunda vuelta»). Los reducidos niveles de inclusión de cláusulas de indicación salarial a la evolución de los precios en los convenios colectivos, en comparación con períodos anteriores, señalan que, al menos a corto plazo, este tipo de efectos serían contenidos¹¹. Además, hasta finales de 2021 el aumento salarial medio pactado ha sido relativamente modesto. En el caso español, hasta diciembre esa cifra ha sido del 1,5 %, tres décimas menos que en 2020. De hecho, los incrementos acordados en los convenios de nueva firma –que, lógicamente, responden de manera más rápida a los cambios en las condiciones económicas que en el caso de los convenios firmados en años anteriores– fueron acrecentándose en el transcurso de 2021, pero lo hicieron de forma muy moderada, desde el 1,1 % en enero hasta el 1,5 %, en términos acumulados, en diciembre. No

11. En concreto, los convenios con cláusula de salvaguarda alcanzan en la actualidad en España el 16 % del total, mientras que antes del inicio de la crisis financiera global de 2008 suponían más de dos terceras partes del total.



obstante, algunos signos de escasez de mano de obra parecen estar afectando a un número creciente de ramas productivas, lo que podría condicionar las demandas salariales en el futuro. Además, una mayor duración del episodio actual de elevado incremento de los precios aumentaría también la probabilidad de aparición de estos efectos de segunda ronda.

Por otra parte, algunos factores estructurales apoyan la visión de que las presiones inflacionistas podrían moderarse más allá del corto plazo. En concreto, no es evidente que se haya truncado la tendencia estructural desinflacionista observada con anterioridad a la pandemia.

Así, una de las características de esa evolución tendencial fue el aparente debilitamiento de la conexión entre el grado de holgura cíclica y el crecimiento de los precios y de los salarios. Este desacoplamiento se ha asociado con frecuencia a los desarrollos demográficos, la globalización, la automatización de procesos productivos o la expansión del comercio electrónico, procesos que habrían contribuido a moderar las demandas salariales de los trabajadores y la capacidad de las empresas de expandir sus márgenes. Y, de momento, no hay indicios de que la incidencia de la mayor parte de estos factores se haya frenado de manera significativa y permanente tras la pandemia. Por el contrario, podría haberse intensificado en el caso de algunos de ellos.

Y, como posible fuerza desinflacionista de nueva aparición, parece concebible que se deriven efectos de signo negativo sobre el crecimiento económico y la inflación como resultado del proceso de consolidación fiscal gradual al que casi de forma inevitable obligarán el deterioro del déficit de las Administraciones Públicas observado durante la pandemia y la necesidad de contrarrestar el impacto del envejecimiento poblacional sobre las finanzas públicas.

Ahora bien, hay también fuerzas que tenderían a compensar en el futuro estos efectos desinflacionistas. Un ejemplo notorio es la transición energética, que seguirá presionando al alza el coste de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero. Además, la lucha contra el cambio climático desincentiva las inversiones en las ramas productoras de energías fósiles, lo que encarecerá, durante un período de transición, los costes de generación de energía.

Un segundo ejemplo es la posibilidad, invocada en ocasiones, de que se produzca una ralentización, o incluso un retroceso, del proceso de globalización de los intercambios comerciales. En concreto, no es descartable que, en el contexto pospandemia, la preferencia por el ahorro de costes inducido por la deslocalización de la producción disminuya en favor de una mayor seguridad en los suministros. Además, la activación durante los próximos años de los proyectos de inversión asociados al programa Next Generation EU podría suponer un impulso adicional a la demanda de determinados bienes y perfiles profesionales, con el consiguiente efecto positivo sobre algunos precios y salarios.

Las autoridades económicas deben ser cuidadosas a la hora de trazar el necesario equilibrio entre proporcionar un apoyo paciente a la recuperación y, al mismo tiempo, preservar la capacidad de actuar con rapidez si se considera necesario.

Conclusiones

El repunte inflacionista ha sido notable en términos de su magnitud y de la velocidad con la que se ha desarrollado. Este aumento en las tasas de variación de los precios está siendo más intenso y duradero de lo que hace apenas unos meses contemplaba el consenso de los analistas.

El incremento está motivado, a grandes rasgos, por factores específicos, en su mayoría ligados a la pandemia, cuya incidencia cabe esperar que se reduzca a lo largo de 2022. Así, la mayoría de las previsiones de los analistas y de los indicadores de opinión apuntan a tasas de variación de los precios de consumo del conjunto del área del euro que se mantendrían elevadas en 2022 pero que se situarían cercanas al 2 % en 2023 y 2024. Por su parte, los indicadores de mercado relativos a las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen en niveles justo por debajo del 2 %.

Aun así, es evidente que el grado de preocupación en torno a este episodio inflacionista ha ido en aumento entre los responsables de política económica y los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza, especialmente a corto plazo. Con la prolongación del período de incrementos de costes, se acrecienta el riesgo de que estos sean incorporados de forma más generalizada a los precios finales y a los salarios negociados, lo que aumentaría las presiones inflacionistas, por mucho que no se estén observando por el momento indicios claros de que ello esté ocurriendo en una escala apreciable. Evitar esta realimentación –que, en la medida en que se produjera en un país del área del euro, pero no en el resto, acabaría afectando negativamente a su competitividad y, por tanto,

a su actividad y al empleo— está, de cualquier manera, en manos de los agentes económicos de ese país. En este sentido, si bien incrementos excesivos y generalizados de los salarios serían, en el contexto actual, contraproducentes, aumentos consistentes con la evolución de la productividad y la demanda de las empresas a nivel individual son claramente deseables. De hecho, una evolución equilibrada de los salarios, en línea con estos determinantes, contribuiría a alcanzar nuestro objetivo de inflación en el medio plazo de manera duradera y, en paralelo, a evitar la aparición de efectos de segunda vuelta indeseados.

Por otro lado, la política fiscal ha de focalizar su apoyo a las capas de la sociedad más vulnerables que se están viendo más afectadas por las consecuencias de la pandemia, así como por el aumento de la inflación, limitado en el caso del sector corporativo a empresas viables, y con medidas temporales que no aumenten adicionalmente el déficit público estructural. El repunte inflacionista es un argumento adicional para justificar que el apoyo debe ser selectivo y que debe evitarse un impulso fiscal generalizado que, en caso de producirse, podría traducirse en un aumento de los cuellos de botella ya existentes en los sectores más tensionados, que se terminara filtrando a presiones inflacionistas adicionales. En paralelo, la política fiscal ha de adoptar una perspectiva de medio plazo en la que la consolidación presupuestaria, una vez asentada la recuperación, pase a un plano prioritario.

En el caso de la política monetaria, hemos decidido reducir escalonadamente el ritmo de nuestras compras de activos durante los próximos trimestres y poner fin a las compras netas en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a final de marzo. Además, se mantiene como referencia clave de la evolución futura de la política monetaria nuestra *forward guidance*, que condiciona el primer incremento de los tipos de interés a la evolución y a las previsiones de inflación en cada momento. En concreto, nuestra *forward guidance* contiene un compromiso fundamental, y es que solo subiremos los tipos de interés cuando se hayan cumplido tres condiciones: que la inflación subyacente observada sea compatible con una convergencia en el

objetivo del 2 %, que la inflación prevista a medio plazo alcance el 2 % y que la inflación esperada en el punto intermedio del ejercicio de previsión (unos 18 meses) también alcance el 2 %. Es en ese sentido condicional en el que debe entenderse nuestra *forward guidance*. Esta orientación no solo condiciona la primera subida de los tipos de interés, sino también la finalización de los programas de compras, dado que hemos anunciado que el programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés) durará hasta poco antes de que subamos los tipos de interés.

En todo caso, dada la elevada incertidumbre existente en la actualidad, necesitamos mantener más que nunca la flexibilidad y las opciones abiertas en el manejo de la política monetaria, de manera que el Consejo de Gobierno del BCE está preparado para ajustar todos sus instrumentos, según proceda, para asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. Asimismo, en este contexto de incertidumbre y con expectativas de inflación de medio plazo que no muestran riesgos de desanclaje al alza respecto a nuestro objetivo simétrico del 2%, cualquier normalización de la política debe ser muy gradual. Todas nuestras medidas de tipos de interés nominales neutrales de la economía son muy reducidas, lo que abunda en la necesidad de mantener ese gradualismo. La dirección está clara pero no hay que precipitar conclusiones sobre su calendario. Será gradual y dependiente de los datos.

En definitiva, la política monetaria, como el resto de las políticas económicas, debe permanecer atenta ante los eventuales desarrollos futuros. Aunque la situación actual dista mucho de la que caracterizó a la crisis de precios del petróleo de la década de los años setenta del siglo pasado, las enseñanzas adquiridas entonces, cuando los daños que se derivaron de la tolerancia hacia tasas de inflación elevadas fueron grandes y duraderos, no deben ignorarse. La probabilidad de un escenario mínimamente parecido al de entonces es muy reducida, pero aquel episodio ha de servir de recordatorio de que las autoridades económicas deben ser cuidadosas a la hora de trazar el necesario equilibrio entre proporcionar un apoyo paciente a la recuperación y, al mismo tiempo, preservar la capacidad de actuar con rapidez si se considera necesario •

Bibliografía

Attinasi, M. G., A. Bobasu y R. Gerinovics (2021). «¿Qué factores están impulsando la reciente subida de los costes de transporte?», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco Central Europeo.

Attinasi, M. G., R. De Stefani, E. Frohm, V. Gunnella, G. Koester, A. Melemenidis y M. Tóth (2021). «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco Central Europeo.

Banco de España (2016). “El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo”, recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 12/2016.

Hale, T., N. Angrist, R. Goldszmidt, B. Kira, A. Petherick, T. Phillips, S. Webster, E. Cameron-Blake, L. Hallas, S. Majumdar y H. Tatlow (2021). “A global panel database of pandemic policies (Oxford COVID-19 Government Response Tracker).” *Nature Human Behaviour*. <https://doi.org/10.1038/s41562-021-01079-8>

Izquierdo, M. (2021). «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», *Notas Económicas*, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

Kataryniuk, I., A. del Río y C. Sánchez Carretero (2021). “Los cuellos de botella del sector manufacturero de la zona del euro”, recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2021, Banco de España.

Pacce, M., I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021). *El papel del coste de los derechos de emisión de CO2 y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

Política monetaria, estabilidad financiera y el regreso de la inflación

Tano Santos

Catedrático David L. and Elsie M. Dodd de Finanzas
Escuela de Negocios de la Universidad de Columbia

La relación entre política monetaria y estabilidad financiera ocupa desde hace tiempo una posición central en los debates de política económica. No es sorprendente. Una de las lecciones de los años anteriores a la crisis es que bajos tipos de interés a corto plazo producen una relajación de los criterios de concesión de créditos a hogares y empresas no financieras, con el consiguiente incremento de los activos dudosos en la fase tardía del ciclo. Estos efectos son aún más pronunciados en presencia, por ejemplo, de mercados de titulización, que permiten la distribución de los riesgos de mala calidad en el mercado de capitales. El hecho de que los que originan el crédito no tengan que retener los riesgos en el balance implica que cualquier sesgo al alza en el precio de los activos titulizados (por ejemplo, como consecuencia de una demanda excesiva por activos seguros) dan incentivos a la generación de activos no necesariamente de buena calidad. La evidencia empírica es clara. El influyente estudio Maddaloni y Peydró (2011) es un trabajo paradigmático en este sentido: los autores muestran como aquellos países con una mayor diferencia entre el tipo de interés a corto plazo y el que en teoría permitiría a la economía alcanzar sus objetivos de inflación y crecimiento (residuos de Taylor negativos) y con niveles de supervisión laxos tuvieron una relajación mayor en los criterios de concesión de crédito. Con la crisis llegarían, además, peores resultados económicos en general. Esta combinación resultó particularmente letal en algunos países de la Eurozona como España, donde la política monetaria del BCE fue excesivamente acomodaticia, pero estos efectos también se observan en los Estados Unidos¹.

1. La interacción entre política monetaria y estabilidad financiera va más allá, por supuesto, de los efectos de tipos de interés excesivamente bajos en la toma de riesgo por parte de bancos y otros intermediarios. Así, la expansión de los balances de los bancos centrales, la expansión cuantitativa, tiene también efectos sobre la estabilidad financiera. Véase por ejemplo Woodford (2016).

La “no crisis” financiera durante los meses agudos de la pandemia muestra la efectividad del tremendo arsenal a disposición de los bancos centrales para lograr hoy sus múltiples objetivos.

Como consecuencia de todo lo anterior, los años posteriores a la crisis financiera fueron de una intensa actividad conceptual² y regulatoria. El objetivo era establecer una serie de instituciones que permitiesen acotar los efectos de la política monetaria sobre la estabilidad financiera (y viceversa). La idea que fundamenta el nuevo aparato macro y microprudencial es, por decirlo de una forma concisa, la regla de Tinbergen: si hay dos objetivos a obtener, inflación y estabilidad financiera, se necesitan dos instrumentos. Es precisamente porque hay un aparato supervisor y de resolución mucho más sofisticado que el anterior a la crisis el motivo por el que la política monetaria puede ser eso, monetaria, y centrada en los objetivos tradicionales de estabilidad de precios y actividad

2. Para un ejemplo reciente e influyente de esa actividad conceptual, véase Collard, Dellas, Diba y Loisel (2017).

económica³. La duda, por supuesto, es si esas instituciones han conseguido esa limpia separación y la política monetaria puede efectivamente centrarse en el objetivo de estabilidad de precios, algo urgente dado el repunte inflacionario actual. Hay que aclarar que la regla de Tinbergen requiere tantos instrumentos como objetivos, pero no dice que los dos instrumentos tengan que utilizarse de forma independiente o que uno sea ortogonal al otro. Por ejemplo, ¿son los instrumentos sustitutos o complementarios, esto es, hay que utilizar un instrumento menos o más cuando se utiliza el otro? ¿Cuánto más o cuánto menos, y cuáles son los beneficios en términos de bienestar de dicha coordinación de políticas“?

A todas estas consideraciones hay que añadir que la falta de estabilidad financiera también tiene implicaciones sobre el tipo de cambio, en particular sobre la valoración del dólar. Por ejemplo, durante la crisis financiera de 2008 se produjo una fuerte apreciación del dólar frente al euro a pesar de que, primero, la tendencia había sido hasta ese momento de una pérdida de valor frente a la moneda europea y, segundo, la crisis arranca precisamente en los Estados Unidos. Si hay problemas de estabilidad financiera globales, los bancos estadounidenses pueden ser reacios a prestar dólares a bancos europeos y japoneses, no digamos ya a los intermediarios de los países emergentes. La cadena de intermediación que sostiene al dólar como moneda de reserva y transaccional se rompe, lo que incrementa en mucho la cotización de esta divisa cuando los operadores la acumulan de forma precautoria. Esto añade, por tanto, un tercer objetivo, junto a la estabilidad de precios y financiera, a la Reserva Federal, que es el mantenimiento del flujo de dólares para el sostenimiento del comercio internacional⁵.

3. Esto es lo que algunos denominan el consenso de Jacksonhole, por el lugar en Wyoming donde tiene lugar una importante reunión anual de banqueros centrales; véase, por ejemplo, Smets (2018), quien además sugiere una útil taxonomía sobre la literatura que se ocupa de política monetaria y estabilidad financiera.

4. Véase Van der Gothe (2021) para un estudio reciente de cuantificación de los efectos sobre el bienestar de la coordinación de políticas monetarias y macroprudenciales, aunque estas están solo centradas en requisitos de capital bancario.

5. Podría argumentarse que la Reserva Federal no tiene la responsabilidad de garantizar el suministro de dólares a los operadores, pero claramente una desestabilización del comercio y de los flujos de capitales internacionales revertería en problemas económicos y financieros en Estados Unidos. Por cierto, que la incorporación del papel del dólar como moneda reserva en los modelos que combinan consideraciones de política monetaria y estabilidad financiera está por hacerse.

Ante el repunte de la inflación, que es consecuencia tanto de factores de demanda como de oferta, los bancos centrales no tienen más salida que una subida de tipos y la retirada de las medidas de estímulo.

Los meses agudos de la pandemia ilustraron de forma perfecta la potencia enorme de los instrumentos de los que se han dotado a los bancos centrales desde la crisis financiera para atacar problemas cíclicos y de estabilidad financiera. Vaya por delante que, por supuesto, los bancos, y otros intermediarios financieros, tenían niveles de capital mucho más altos que en crisis anteriores y que, por tanto, el reto era más sencillo.

Tomemos la Reserva Federal como ejemplo: el banco central estadounidense aplicó tres tipos de medidas encaminadas a lograr los tres objetivos ya mencionados. Primero, la pandemia tuvo inicialmente claros efectos deflacionarios y la respuesta de la Reserva Federal fue una bajada completamente ortodoxa de la tasa de interés de los fondos federales (*fed funds rate*) y una nueva ronda de expansión cuantitativa. Estas decisiones se complementaron con otras de intervención directa en mercados crediticios encaminadas a garantizar su buen funcionamiento. Segundo, estas medidas necesitaban de una relajación del marco regulatorio al que estaban sometidos los bancos, entre otros intermediarios financieros. Es por ello por lo que, por ejemplo, la Reserva Federal, cambia los términos de computación de la ratio de apalancamiento suplementario (SLR, por sus siglas en inglés)

durante la pandemia para excluir tanto deuda del tesoro como las reservas en el banco central de su cómputo. Obsérvese que esto es inevitable: si la Reserva Federal tiene que expandir su balance mediante la emisión de reservas debe también aligerar el coste desde el punto de vista del capital regulatorio a los bancos que tienen que absorber dichas reservas. Esto es un ejemplo de lo que se mencionaba anteriormente: la complementariedad entre las medidas de política monetaria y de estabilidad financiera. Tercero (algo único a la Reserva Federal): a las líneas de intercambio de divisas (*swaps*) entre los bancos centrales, la Reserva Federal añadió la posibilidad de entrar en pactos de recompra de bonos del tesoro estadounidense con otras autoridades monetarias internacionales⁶. Esta medida era necesaria porque la Reserva Federal solo tiene líneas de *swaps* con determinados bancos centrales y no con otros, como el banco central chino. Esto puede llevar a la liquidación de las carteras de bonos estadounidenses en manos de los fondos soberanos chinos para la obtención de dólares con el consiguiente incremento de los tipos de deuda estadounidense en un momento en que el Tesoro de Estados Unidos estaba emitiendo grandes cantidades de bonos. De todas las instituciones creadas durante la crisis de la pandemia, esta es la única importante que se ha hecho permanente, y esto muestra algo del nuevo orden financiero internacional y de lo delicado del papel del dólar en la arquitectura financiera internacional⁷.

La “no crisis” financiera durante los meses agudos de la pandemia muestra la efectividad del tremendo arsenal a disposición de los bancos centrales para lograr hoy sus múltiples objetivos. Pero lo que caracteriza a esta crisis es que tuvo lugar en un periodo de *shock* deflacionario y con bancos bien capitalizados. Esto ha obligado a los bancos centrales a hacer más de lo mismo, y hay que decir que hacen muy bien lo que llevan haciendo más de una década. Ahora que se atisba un cambio en la política monetaria como consecuencia del fuerte repunte de la inflación, tanto en Estados Unidos como en la Eurozona, hay que preguntarse cómo funciona el nuevo marco en dirección contraria, por decirlo de una

6. Esto es lo que se denomina FIMA Repo Facility: Foreign and International Monetary Authority Repo Facility.

7. A diferencia de la suspensión de la inclusión de reservas y deuda del Tesoro en el cálculo del ratio de apalancamiento, que la Reserva Federal no extendió más allá del 31 de marzo de 2021 como originalmente programado. El estudio de este capítulo de las medidas tomadas durante la pandemia es interesante porque muestra el funcionamiento (y fortaleza) del nuevo marco supervisor en un periodo de estrés importante, así como los incentivos que los bancos tienen a acomodar la política monetaria de los bancos centrales.

forma intuitiva. La retirada de los fuertes estímulos monetarios introducidos para compensar los efectos deflacionarios de la pandemia, pero también de la sostenida expansión de los balances de los bancos centrales después de la crisis financiera(s), abre un capítulo nuevo en la reciente historia monetaria y las incertidumbres son muchas.

¿Cómo va a operar el nuevo marco en una situación inflacionaria y de lucha contra la inflación? Ante el repunte de esta, que es consecuencia tanto de factores de demanda como de oferta, los bancos centrales no tienen más salida que una subida de tipos y la retirada de las medidas de estímulo. Estas medidas van encaminadas a una contracción de la demanda, ya que la Reserva Federal poco puede hacer por el lado de la oferta, donde las perspectivas no son nada halagüeñas mientras se mantengan los parones asociados con la pandemia. Como nota, en el último informe de estabilidad financiera de la Reserva Federal de otoño de 2021, la preocupación más importante de los operadores es precisamente la inflación y el efecto que la respuesta de los bancos centrales pueda tener sobre la valoración de los activos⁸. Efectivamente, como se ha podido observar durante los primeros meses de 2021, las perspectivas de subidas de tipos han hecho que los mercados de renta variable sufran una corrección insólita en los últimos años. Esta inevitable caída en el valor de los activos va a tener consecuencias sobre la actividad económica y probablemente sobre la estabilidad financiera, pero quizás en un lugar distinto del esperado.

Primero, no hay fundamentos teóricos aceptados que establezcan de forma clara la relación entre, por ejemplo, renta variable e inflación. Por ejemplo, si uno tiene en la cabeza el modelo de Gordon, que establece que el múltiplo del precio es el inverso de la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento de los beneficios empresariales, se sigue inmediatamente que la inflación no tiene por qué afectar al precio de la renta variable. Sin embargo, se observa en los datos una correlación negativa entre rendimientos e inflación. Los motivos de dicha correlación pueden ser varios. Por ejemplo, la inflación puede llevar a desajustes en los precios relativos y una mala distribución de los recursos, produciendo como consecuencia una contracción económica

8. Véase el capítulo "Near-Term Risks to the Financial System" del informe que se hizo público el 8 de noviembre de 2021. Es interesante comparar las preocupaciones expresadas por los operadores en noviembre con las expresadas en el informe de primavera del mismo año.



Junto a la estabilidad de precios y financiera, el tercer objetivo de la Reserva Federal es el mantenimiento del flujo de dólares para el sostenimiento del comercio internacional.

La corrección en los mercados privados afectará sin duda al flujo de capital al sector de capital riesgo privado, y con ello a mucha de la actividad económica y de innovación.

y una bajada de los beneficios. Periodos de inflación son también de mucha incertidumbre, y por tanto del incremento del descuento que deprime el múltiplo. Por último, está la hipótesis de Modigliani y Cohn (1979), que francamente es la que mejor se ajusta a los datos: los operadores, en presencia de un repunte de la inflación, descuentan en términos nominales sin hacer el ajuste nominal correspondiente en la tasa de crecimiento de los beneficios.

Las muy probables subidas en los tipos de interés que se van a observar durante los próximos meses van a resultar, por tanto, en una depreciación de las carteras de renta fija y variable de los intermediarios financieros. Los bancos, que disfrutaban de los mejores niveles de capitalización en décadas, no tienen por qué ser los más afectados por este hecho en sí (aunque en Europa los bancos tienen una mayor exposición a los bonos de sus respectivos soberanos que en Estados Unidos, con lo que los efectos serán asimétricos a los dos lados del Atlántico). Es más factible (mucho, de hecho) que gestores de fondos, compañías de seguros y de pensiones experimenten fuertes pérdidas en sus carteras. La corrección en los mercados privados está por llegar, algo novedoso en los meses que se avecinan dado las grandes cantidades invertidas en estos mercados durante los últimos años. Esta corrección afectará sin duda al flujo de capital al sector de capital riesgo privado, y con ello a mucha de la actividad económica y de innovación. Hay también riesgos de una tardía respuesta en lo que a la subida de tipos se refiere. En Estados Unidos el mercado de bonos corporativos de alta calidad negocia con tipos reales

negativos desde finales de 2020, lo que lleva a una mayor toma de riesgo por parte de empresas e inversores, con resultados por lo general muy perniciosos⁹.

La normalización monetaria también implica la retirada de los estímulos no convencionales. Desde un punto de vista agregado, esto requiere la venta al sector privado de parte de los activos hoy en el balance de los bancos centrales a cambio de las reservas que se emitieron para financiar su comprar. Esto deja al sector privado con más riesgo en su cartera, y por supuesto tendrá consecuencias en lo que se refiere a la concesión de créditos y asunción nueva de riesgo por parte del sector bancario. Esto es un factor del que se habla menos de lo que deberíamos dado que es el mecanismo más probable sobre el que actúan las políticas de expansión cuantitativa. Aquí es donde se va a observar esa dirección contraria ya mencionada y va a ser fascinante seguir la reacción del sector financiero a esta rotación del balance de los bancos centrales. Una vez más, el aparato regulatorio, supervisor y de resolución es tal que no es probable que una normalización monetaria para combatir la inflación resulte en una crisis bancaria, al menos en una de la misma gravedad que la anterior.

Paradójicamente el efecto más importante de la subida de los tipos es en los propios bancos centrales, que sufrirán pérdidas en sus gigantescas carteras de renta fija. También en los tesoros públicos, que van a tener que refinanciar deudas altísimas a tipos mucho más elevados. Este es el resultado de haber transferido al sector público tanto de los riesgos antes en manos del sector privado, primero en la crisis financiera y después en la pandemia. Es esta la última estación de este periodo tan agitado en los mercados monetarios y financieros. La idea era devolver al sector privado los riesgos que los balances públicos de bancos centrales y tesoros públicos habían absorbido para combatir primero la crisis financiera y la pandemia. El repunte inflacionario fuerza a los bancos centrales a tener que retirar las medidas no al ritmo deseado, sino al que impone la batalla tradicional de cualquier banco central, que es la inflación •

9. Las observaciones de la Office of Financial Research en su Informe Anual al Congreso de los Estados Unidos para el año 2021, en la página 47 de dicho informe, muestran la preocupación de los supervisores por este tema.

Referencias

Board of Governors of the Federal Reserve, Financial Stability Report, Fall 2021, disponible en <https://www.federalreserve.gov/publications/financial-stability-report.htm>

Collard, F., H. Dellas, B. Diba, and O. Loisel (2017). "Optimal monetary and prudential policies." *American Economic Journal: Macroeconomics* 9, no. 1/2021: 40-87.

Maddaloni, A., and J.-L. Peydró (2011). "Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: Evidence from the Euro-area and the US lending standards." *The Review of Financial Studies* 24, no. 6/2011: 2121-2165.

Modigliani, F., and R. A. Cohn (1979). "Inflation, rational valuation and the market." *Financial Analysts Journal* 35, no. 2/1979: 24-44.

Office of Financial Research, Annual Report to Congress 2021, disponible en <https://www.financialresearch.gov/annual-reports/files/OFR-Annual-Report-2021.pdf>

Smets, F. (2018). "Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?" *35th issue (June 2014) of the International Journal of Central Banking*.

Van der Ghote, A. (2021). "Interactions and coordination between monetary and macroprudential policies." *American Economic Journal: Macroeconomics* 13, no. 1/2021: 1-34.

Woodford, M. (2016). "Quantitative easing and financial stability." No. w22285. National Bureau of Economic Research.

La pandemia y la inflación en Estados Unidos

Francisco Vázquez Grande
Economista, Reserva Federal

Las opiniones aquí expresadas son solo las del autor y no representan a la Reserva Federal ni a su plantilla.

En 2021 la inflación sorprendió al alza en Estados Unidos. A finales de 2020 había cierto consenso entre los economistas americanos –al menos, entre los vinculados a políticas públicas– de que la inflación no excedería el 4 % a finales de año. Las expectativas se truncaron y, en 2021, el índice de precios al consumo creció un 7 % y la inflación subyacente –un índice clave para la Reserva Federal– creció casi un 5 %, muy por encima del 2 %, el promedio que persigue el banco central estadounidense.

Una consecuencia positiva de este error es que muchos de los economistas que esperábamos una inflación moderada en 2021 hemos tenido que enfrentarnos a los datos y revisar nuestro análisis para tratar de entender mejor la naturaleza del choque macroeconómico de 2020.

Los siguientes párrafos describen un mecanismo que ayuda a entender qué factores y restricciones pueden haber jugado un papel importante en canalizar el *shock* de la pandemia y el efecto que han tenido las políticas económicas.

Sucintamente, el principio de la pandemia del COVID-19, y las políticas sanitarias para contenerla, produjo dos grandes choques macroeconómicos, uno de oferta y otro de demanda derivado del primero. El estímulo desplegado por las autoridades fiscales y monetarias estadounidenses (que incluyó cheques, transferencias, compra de activos, etc.) tal vez hubiera sido apropiado para el tamaño del golpe a la demanda; sin embargo, el choque de oferta restringió la capacidad productiva de forma más persistente de lo esperado manteniendo el potencial de la economía demasiado bajo y transmitiendo parte de la recuperación de la demanda en un incremento en los precios.

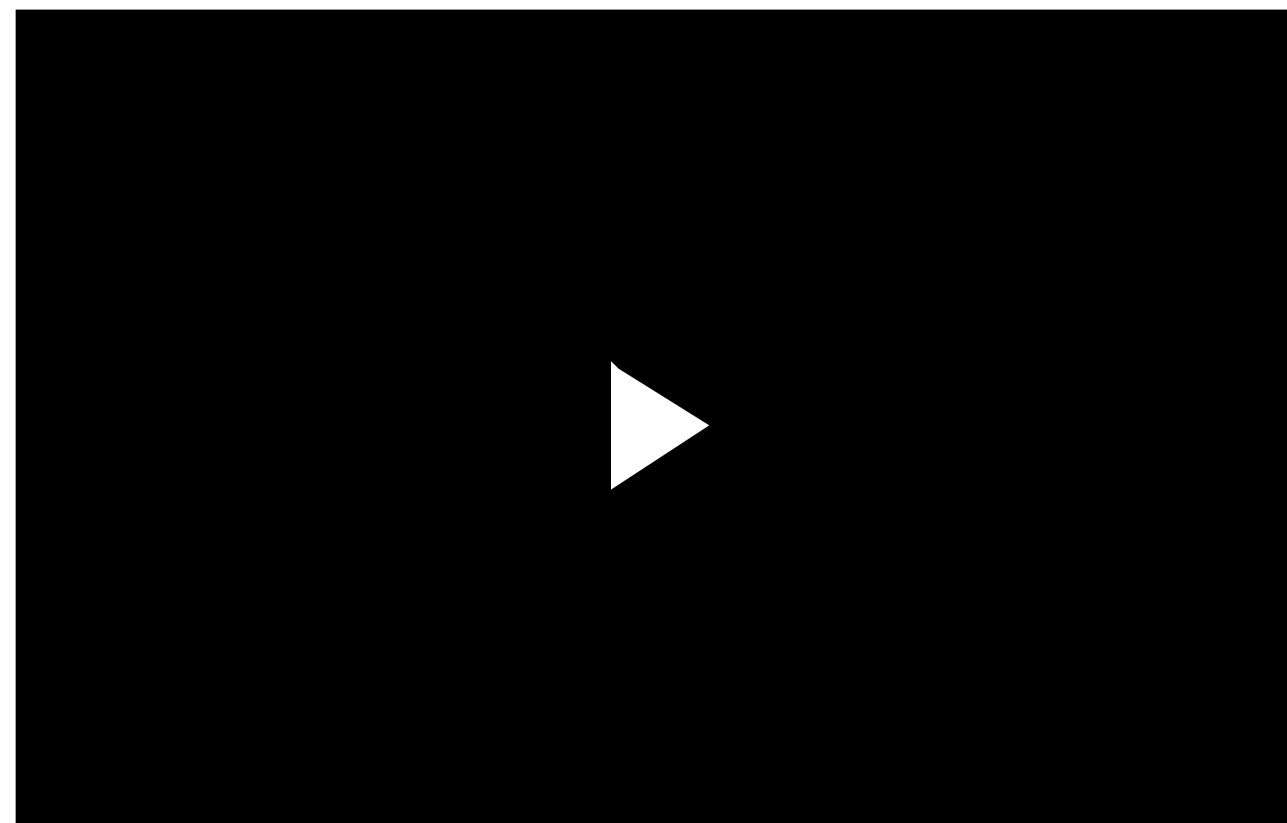
El impacto de la COVID en la macroeconomía

Los economistas Veronica Guerrieri, Guido Lorenzoni, Ludwig Straub e Iván Werning desarrollaron en 2020 un modelo teórico que dilucida con gran acierto el impacto de la pandemia en la economía. En particular, el modelo es útil para comprender el escenario en el que se introdujo el estímulo macroeconómico.

El modelo presenta una economía con dos sectores donde los agentes consumen los productos de ambos sectores pero trabajan solo en uno, y hay rigideces que hacen costoso pasar a trabajar al otro sector. El inicio de la pandemia lo modelan como un choque de oferta asimétrico que “cierra” uno de los sectores y deja el otro abierto. Es natural pensar que el primero es el sector donde el negocio conlleva más interacción social y que el cierre está motivado bien por las restricciones gubernamentales o por la precaución de los trabajadores.

Frente a un choque de oferta, poco pueden hacer las políticas de estímulo macroeconómico. Al fin y al cabo, si la capacidad de la economía se reduce, pero sigue produciendo utilizando todos los disminuidos recursos disponibles, los estímulos se transmitirán a precios tarde o temprano.

Sin embargo, la parte interesante del modelo es la reacción endógena al choque de oferta, la cual produce un choque de demanda. El choque de oferta tiene dos efectos en los consumidores. Primero, hace que los bienes producidos en el sector cerrado no estén disponibles. Esto a su vez produce cambios en la demanda por dos canales: es menos atractivo gastar en general ya que se pierden todos los efectos complementarios



entre los bienes producidos por los dos sectores y se posponen los gastos hacia el futuro (si la ópera cierra, la demanda de trajes de noche cae). Además, hace que los consumidores reajusten su gasto comprando más bienes en el sector abierto. Así, el sector abierto recibe dos impactos que van en sentido contrario, y el efecto dominante determina si se mantiene o no el empleo.

Segundo, el cierre de uno de los sectores hace que los trabajadores de ese sector pierdan ingresos, lo que repercute en menor gasto en el resto de la economía. Con la hipótesis realista de que los trabajadores del sector más afectado por la pandemia no tienen sus ingresos totalmente asegurados, la producción en el sector abierto pierde la demanda de los trabajadores del sector cerrado.

Las empresas también transmiten y convierten el choque de oferta inicial. Por ejemplo, cuando el sector cerrado usa como insumos los bienes producidos en el sector abierto, el choque de oferta se transforma en uno de demanda a través de las cadenas de valor. Al cerrarse la ópera, cae el uso y la demanda de luces para iluminar el escenario. Los choques también se transmiten a través de los mercados de trabajo. Por ejemplo, si una empresa en el sector obligado a cerrar no tiene la posibilidad de mantener su plantilla, no solo pierden ingresos sus trabajadores sino que los vínculos entre empresa y trabajador se rompen, perdiendo el capital humano específico y resintiéndose la productividad futura cuando el sector se vuelva a abrir.

En 2020, el choque de oferta fue tan grande y asimétrico que los mecanismos descritos se pusieron en funcionamiento produciendo una caída endógena de la demanda que cerró negocios no afectados por las restricciones pandémicas. El choque de oferta se transformó en un choque de demanda *keynesiano* de gran tamaño que deprimió la actividad agregada mandando la producción por debajo del restringido potencial y que fue susceptible de ser atemperado con intervenciones de política fiscal y monetaria.

Las respuestas de políticas públicas

Incluso ante choques de demanda inducidos por la respuesta a la pandemia tan grandes como los que vivimos con los estímulos de la política fiscal, es probable que estos presenten bajos multiplicadores y sean, por tanto, poco eficientes ante un choque asimétrico. La idea es simple, los trabajadores en el sector más afectado por el choque de oferta son los que tienen mayores pérdidas de ingresos y mayor propensión marginal a consumir las transferencias fiscales. Sin embargo, al estar su sector cerrado, su incremento en el consumo producido por las transferencias no podrá canalizarse al sector que les emplea, rompiendo el *feedback keynesiano* tradicional, dando lugar a un bajo multiplicador fiscal. Que esto sea menos eficiente no significa que la política fiscal no tenga un papel a jugar, ya que reduce el desempleo ineficiente creado por la baja demanda.

Otros instrumentos que se presentan útiles en el modelo son el mantenimiento de la actividad empresarial y el mantenimiento de los vínculos laborales. El primer objetivo se puede articular en torno a políticas que proveen liquidez o reducen los costes de financiación a las empresas golpeadas de forma directa por la pandemia e indirecta por el choque de demanda. También sugiere el uso de instrumentos que mantengan los lazos laborales como el uso de los ERTE en España.

Tanto Estados Unidos como la Unión Europea desplegaron un arsenal de políticas para combatir la pandemia que cubren los mecanismos identificados en el modelo. Lo hicieron con un tamaño y un alcance sin parangón en la historia. Dicho esto, el énfasis y la dotación de las políticas ha sido diferente a ambos lados del Atlántico. Por ejemplo, los estímulos directos han sido de mayor cuantía en Estados Unidos, mientras que los vínculos laborales se han mantenido mejor en Europa.

Los estímulos directos han sido de mayor cuantía en Estados Unidos, mientras que los vínculos laborales se han mantenido mejor en Europa.

Si los choques de demanda a cubrir eran grandes y los multiplicadores esperados eran pequeños, ¿qué salió mal? Desde la óptica del modelo, lo más probable es que la restricción de la oferta redujo más de lo esperado la capacidad productiva de la economía y el nivel de paro compatible con una inflación estable se incrementó persistentemente. Así que, aunque el conjunto de políticas desplegadas pueda haber sido necesario para cubrir la caída en la demanda, no ha respetado las capacidades de oferta de la economía. La curva de Phillips, que esta pandemia ha revivido, ha hecho el resto y parte del incremento de la demanda se ha transmitido en inflación.

La reacción en 2022

A principios de 2022, el consenso ha cambiado. Pocos dudan ya de la necesidad de políticas para revertir la subida de precios. La Reserva Federal ha anunciado que prevé dejar de incrementar su balance en el primer trimestre y subir los tipos a corto plazo a lo largo del año. Los estímulos fiscales también están llegando a su fin, aunque el proceso parlamentario en Estados Unidos siempre puede dar sorpresas. E incluso algunos anuncian el uso de las políticas de competencia para contrarrestar la inflación, aunque esto último tenga pocos visos de tener un efecto material en los precios a corto plazo.

La tarea es complicada y los objetivos claros. Uno de los retos es evitar que la inflación entre en un ciclo de expectativas autocumplidas, donde los precios aumenten solo porque se espera que estos vayan a aumentar en el futuro. El otro es mantener la economía en crecimiento y evitar la recesión. No son tarea fácil en un entorno donde la capacidad productiva potencial no está aún recuperada. Pero nadie dijo que la política monetaria fuera una tarea fácil ●

Inflación en tiempos de pandemia

Omar Rachedi

Profesor del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade

Las opiniones y las conclusiones recogidas en esta columna representan las ideas del autor, con las que no necesariamente tiene que coincidir con las de sus coautores, el Banco de España o el Eurosistema.

La nueva normalidad de la pospandemia nos ha traído de vuelta un fenómeno que habíamos olvidado en las últimas dos décadas: una alta inflación. Si hoy en día los economistas tenemos perspectivas muy diferentes sobre cuáles son los riesgos de una inflación elevada, es porque el repunte de los precios nos ha tomado por sorpresa. Acabamos de salir de años en donde el debate se centraba en cómo evitar una espiral desinflacionaria. De hecho, el inicio de la pandemia nos hizo pensar que el problema de la desinflación habría podido ser todavía más relevante. En la primavera de 2020, la mayoría de los analistas económicos esperaba una caída de la inflación a terreno negativo, y la posibilidad de que los tipos de interés nominal se mantuvieran en su cota inferior (ZLB, por sus siglas en inglés) por un prolongado periodo de tiempo. Al contrario, hemos acabado el año 2021 con una inflación del 7 % en Estados Unidos, el nivel más elevado desde 1982 si la medimos sobre el índice de precios al consumo, y del 5 % en la Eurozona, otra cifra récord de los últimos 30 años.

En esta columna analizo el repunte de la inflación haciendo hincapié sobre tres mensajes principales. Primero, el elevado tipo de inflación es en parte el resultado de políticas de demanda expansiva que nos han ayudado a superar la crisis de la COVID-19

sin cicatrices profundas. Si comparamos este momento con las secuelas de la última crisis financiera, donde la demanda de empresas y familias escaseaba, los gobiernos tomaban medidas de austeridad, y la inflación se movía en campo negativo, no cabe duda que estamos ahora mismo mejor posicionados. Segundo, en tiempos de bajos tipos de interés, puede ser beneficioso que los precios suban temporalmente por encima del objetivo de los bancos centrales. Así se puede minimizar la probabilidad de cara al futuro de que las herramientas de política monetaria sean restringidas por el ZLB. Dicho esto, mi tercer punto es que los bancos centrales tienen que evitar a toda costa que este repunte de precios se prolongue excesivamente y acabe afectando a las expectativas de inflación a medio y largo plazo. No solo porque el objetivo principal de los bancos centrales es el de anclar estas expectativas. Va más allá. En los últimos años, cambios estructurales de la economía han alterado la relación entre inflación y paro. Como resultado, reducir una inflación muy elevada podría desacelerar sustancialmente el crecimiento del PIB, retrasando unos años la recuperación del nivel de finales del año 2019. En otras palabras, Christine Lagarde y Jerome Powell están en la cuerda floja: se debaten entre evitar que la pospandemia nos lleve a una estanflación, y dejar atrás a los años de deflación y tipos negativos.

Hemos acabado el 2021 con una inflación del 7 % en Estados Unidos, el nivel más elevado desde 1982 si la medimos sobre el índice de precios al consumo, y del 5 % en la Eurozona, otra cifra récord de los últimos 30 años.

Los bancos centrales tienen que evitar a toda costa que el repunte de precios se prolongue excesivamente y acabe afectando a las expectativas de inflación a medio y largo plazo.

Antes de analizar la situación actual, no hay que olvidar lo que pasó en la expansión que ha seguido a la última crisis financiera. En esos años, el crecimiento medio anual del PIB de la Eurozona se situó en el 1,7 %, mientras que la inflación subyacente no llegó al 1 %. Es decir, un punto porcentual por debajo del objetivo del BCE. En Estados Unidos, la recuperación fue mucho más consistente con los propósitos de la Reserva Federal, con un incremento medio del PIB del 2,3 % y una inflación subyacente del 1,9 %. De esta manera, la economía estadounidense volvió a sus niveles de PIB precrisis ya a principios de 2011, cuatro años antes que la Eurozona. Esta recuperación económica asimétrica fue consecuencia de las diferentes elecciones de política fiscal y monetaria que se tomaron en los dos lados del océano Atlántico. La Administración Obama aprobó en 2009 un ambicioso plan de estímulo fiscal de 831 mil millones de dólares, el mayor incremento de gasto público desde el final de Segunda Guerra Mundial, mientras que la Reserva Federal inyectaba 1,3 trillones de dólares a través de sus múltiples programas de *quantitative easing*. En cambio, en Europa se adoptaron políticas de consolidación fiscal y el BCE solo empezó sus compras de activos en 2015.

Cuando en marzo de 2020 estalló la crisis de la COVID-19, afortunadamente ya se había aprendido la lección sobre la necesidad de soportar la demanda agregada. La prioridad ha sido evitar que la paralización de parte de la actividad económica y el confinamiento de la población pudieran generar una ‘Japanización’ de la economía, con tipos de inflación en territorio negativo y crecimiento anémico por prolongados periodos de tiempo. Esta vez, la respuesta de las autoridades de política fiscal y monetaria en la mayoría de las economías avanzadas ha sido sin precedentes. Basta pensar que en la Eurozona el BCE ha comprado inmediatamente activos

financieros por un total de 1,850 mil millones de euros a través de su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). Contemporáneamente, los gobiernos han constituido una primera línea de defensa con medidas como los ERTE, la concesión de avales crediticios y las ayudas a las empresas. Debido a ese fuerte aumento de los gastos, en España el déficit público ascendió hasta el 11 % del PIB. El conjunto de todas estas medidas ha aminorado sustancialmente la profundidad de la recesión, y ha permitido un fuerte repunte de PIB en 2021. No es una casualidad que la economía de Estados Unidos, donde los estímulos de política fiscal y monetaria han sido los más generosos, haya sido la primera en recuperar sus niveles de PIB de finales de 2019. Por lo tanto, parte de la causa del repunte de inflación se debe justamente a todas aquellas medidas que han permitido que la pandemia no dejara cicatrices profundas en nuestros tejidos productivos. Así que, antes de prestar atención a los riesgos inflacionarios, es importante tener en cuenta ese *trade-off* entre sostener la demanda y generar una presión al alza en los precios. Muy probablemente, en marzo de 2020, pensar que la preocupación principal de nuestras economías de cara a futuro hubiese sido una elevada inflación, nos hubiera parecido como un problema de lujo.

De hecho, una inflación por encima del objetivo del 2 % por un periodo limitado de tiempo puede ser beneficiosa. Esta afirmación es sostenida por los resultados de un artículo que he escrito conjuntamente con Jesús Fernández-Villaverde de la Universidad de Pensilvania, Joël Marbet del CEMFI, y Galo Nuño del Banco de España, donde enseñamos que la política monetaria no es neutral en el largo plazo. Es decir, cambios en el objetivo de inflación del banco central —o en la rapidez de su reacción a repuntes inflacionarios— tienen efectos sobre el tipo de interés natural. Esto pasa porque, en tiempos de bajos tipos de interés, los agentes económicos se esperan que el banco central sea restringido por el ZLB muy a menudo, perdiendo así parte de su capacidad de estabilizar el ciclo económico. Por lo tanto, las expectativas de inflación se reducen, y los hogares incrementan su ahorro por motivo de precaución ante la posibilidad de recesiones caracterizadas por altas caídas de PIB y deflación. Justo este incremento en los ahorros genera presión a la baja en los tipos de interés, y hace que el fenómeno del ZLB sea todavía más frecuente. Un ejemplo perfecto de profecía autocumplida. Esta espiral desinflacionaria se puede romper dejando que los precios suban temporalmente en periodos de expansión económica por encima del objetivo de política monetaria. Actuando de esta manera, un banco central puede evitar que cada recesión acabe llevando la economía al ZLB. Como consecuencia,



no tendríamos que preocuparnos por un repunte transitorio de la inflación por arriba del 2 % después de años lidiando con tipos de inflación próximos a cero.

Dicho esto, una inflación que perdure excesivamente a lo largo del tiempo tiene riesgos sustanciales. Esto ocurre por dos razones principales. Primero, el repunte en los precios podría comprometer el anclaje de las expectativas de inflación. Por lo tanto, se generaría una espiral salarios-precios que acabaría transformando un repunte transitorio en una tendencia mucho más permanente. Afortunadamente, si miramos los datos, vemos que aunque haya mucha incertidumbre, la gran mayoría de los analistas económicos se espera justo una tasa de inflación a dos años alrededor del 2 %, tanto en Estados Unidos como en la Eurozona. Sin embargo, el hecho de que hoy las expectativas estén ancladas, no implica que lo estén también el día de mañana, especialmente si la inflación sigue a un ritmo elevado y los bancos centrales no actúen de manera adecuada, reduciendo por los menos sus programas de compras de activos. Segundo, los cambios estructurales que han ocurrido en las últimas décadas en nuestras economías hacen que sea más complicado definir una estrategia de *soft-landing*, donde un progresivo incremento de los tipos de interés consigue reducir la inflación sin frenar totalmente la recuperación.

Específicamente, la capacidad de los bancos centrales de reducir el actual repunte en los precios está desafiada por el aplanamiento de la curva de Phillips, que es la relación entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación. Aunque esta relación se mantuvo relativamente constante durante las décadas de los ochenta y noventa del siglo pasado, en los últimos años se ha reducido progresivamente la sensibilidad de la inflación a los cambios en las condiciones del mercado laboral (véase Del Negro et al., 2020; Stock y Watson,

El repunte en los precios podría comprometer el anclaje de las expectativas de inflación, generando una espiral salarios-precios que acabaría transformando un repunte transitorio en una tendencia mucho más permanente.

2020). Por ejemplo, en un trabajo conjunto con Henrique S. Basso del Banco de España, mostramos cómo la automatización industrial ha desconectado la fijación de los precios por parte de las empresas de la dinámica salarial de los trabajadores.

¿Por qué el aplanamiento de la curva de Phillips es relevante para la normalización de la política monetaria? La magnitud de la sensibilidad de la inflación a los cambios en la tasa de desempleo es fundamental para calcular la ratio de sacrificio, que define la pérdida de PIB necesaria para reducir la tasa de inflación. Desafortunadamente, esta ratio depende inversamente de la pendiente de la curva de Phillips. Por lo tanto, su aplanamiento implica que, hoy en día, reducir la tasa de inflación conlleva una reducción del PIB mucho mayor de la que hubiera sido necesaria hace solo unos años.

Quiero cerrar esta columna con una observación final, que es más bien una pregunta que una afirmación. Los bancos centrales definen sus objetivos de estabilidad de precios en relación a la inflación subyacente, es decir, la inflación calculada sobre un índice de precios que excluye los de energía y alimentos. Ya que estos precios están caracterizados por una marcada volatilidad, la política monetaria sigue una senda de inflación mucho más consistente a lo largo del tiempo. Esto explica por qué hoy en día, con una inflación total en 2021 del 5 % en la Eurozona, el BCE no tenga la necesidad de subir sus tipos de interés, ya que la inflación subyacente sigue estando en línea con el objetivo de Frankfurt del 2 %. La asunción implícita es que, aunque los precios de la energía y los alimentos cambien mucho de año a otro, su variación media está en línea con la variación media de todos los otros precios de la economía. Es decir, si este año hemos tenido un repunte de los precios energéticos, lo más probable es que el próximo año estos mismos precios se derrumben. En un futuro muy cercano, esta lógica será desafiada por las implicaciones que la transición ecológica tendrá en nuestras economías. Si para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero será necesario subir el precio de la energía, es muy probable que esta *greenflation* desacople la inflación subyacente de los precios de luz y gas. Como consecuencia, cada incremento importante del precio de la energía podría acabar afectando a las expectativas de inflación. Si esto pasara, ¿qué harán los banqueros centrales? ¿Seguirán mirando solo a la inflación subyacente, o cambiarán sus posturas cada vez que haya una variación en el precio energético, aunque sea debido a asuntos geopolíticos? Si a los economistas nos queda mucho por entender en tema de fijación de precios, los próximos años serán todavía más complicados. Lo único que es cierto es que el debate sobre la inflación ha vuelto para quedarse •

Si para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero será necesario subir el precio de la energía, es muy probable que esta *greenflation* desacople la inflación subyacente de los precios de luz y gas. ¿Qué harán los banqueros centrales? ¿Seguirán mirando solo a la inflación subyacente, o cambiarán sus posturas cada vez que haya una variación en el precio energético, aunque sea debido a asuntos geopolíticos?

Referencias

- Basso, H. S., and O. Rachedi (2022). "Robot adoption and inflation dynamics". *Banco de España Working Paper*, de próxima publicación.
- Del Negro, M., M. Lenza, G. Primiceri, and A. Tambalotti (2020). "What's up with the Phillips curve?" *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring: 301-357.
- Fernández-Villaverde, J., J. Marbet, G. Nuño, and O. Rachedi (2022). "Inequality and the Zero Lower Bound". *Banco de España Working Paper*, de próxima publicación.
- Stock, J., and M. Watson (2020). "Slack and cyclically sensitive inflation". *Journal of Money, Credit and Banking*, 52: 393-428.

El apagón

Cómo el coronavirus sacudió la economía mundial

Autor: Adam Tooze | Editorial: Crítica, 2021

Por Antonio Garcia Maldonado



La crisis sanitaria causada por la irrupción global del SARS-CoV-2 y la enfermedad que provocaba –la COVID-19– pronto derivó en una crisis económica. Ambas siguen afectando al mundo en forma de nuevas variantes e infecciones, incertidumbre e inflación, entre otros efectos. No hemos salido de ninguna de esas crisis, y por tanto, cabe preguntarse en primer lugar si tiene mucho sentido que se les dediquen libros con vocación de permanencia. Para el historiador económico Adam Tooze, sí. Este profesor de la Universidad de Columbia, autor de *Crash* (Crítica, 20), uno de los libros más comentados sobre la crisis financiera y la Gran Recesión de 2008, y coautor del popular podcast sobre economía ‘Ones and Tooze’ de la revista *Foreign Policy*, lo argumenta muy al principio de su libro *El apagón: la respuesta a esta crisis*, con una intervención masiva de los gobiernos, tanto para frenar los contagios como para amortiguar el golpe económico e impulsar la recuperación, nos ponen ante un cambio de paradigma, y no ante la gestión de una dura crisis más con los instrumentos habituales.

Hay lecciones que se pueden extraer desde el presente, piensa el autor, y se propone explicarlas con su consabida atención por los detalles y los datos, además de por una portentosa capacidad para unir acontecimientos aparentemente distantes. La primera de ellas no tiene que ver con el coronavirus y la respuesta que se le dio en distintos frentes, sino con la propia idea y realidad de la globalización “neoliberal” –término que no rehúye el autor–. En línea con cierto consenso, Tooze habla de una “irresponsabilidad organizada” de las élites empresariales y de los gobiernos por haber propiciado una integración global a la que no acompañaba un sistema de gobernanza acorde. Como bien recuerda, los riesgos y las advertencias estaban ahí, y no cabe hablar por tanto de la pandemia como un “cisne negro”. Tal era la confianza a finales de 2019, cuando no la autocomplacencia, que en un primer momento era extendido el convencimiento de que no solo no llegaría aquel extraño virus a Occidente, sino que además serviría para retratar a una China autoritaria a la que se le verían las costuras de su desarrollo.

Tras leer *El apagón* se sale convencido de que no hay una vieja normalidad a la que volver en las ideas económicas que regían el mundo hasta que llegó la COVID-19.

Que, a diferencia de otros virus como el SARS de 2002-2004, esta vez la infección alcanzara todo el mundo era la mejor evidencia de cómo se habían estrechado los vínculos entre China y el resto del mundo desde que el viejo Imperio del Centro entrara en la OMC en 2001, sin que nadie se hiciera cargo de sus posibles efectos colaterales, bien fuera la pérdida de empleo industrial en Occidente o el riesgo para la salud global producto de algún virus. Pero Tooze pasa pronto del lamento del “os lo dijimos” a explicar las medidas que se pusieron en marcha y, posteriormente, a valorarlas económica y políticamente.

En su opinión, las medidas fiscales y monetarias tomadas por los gobiernos y avaladas o alentadas por las instituciones europeas, como la misma Comisión que recetaba austeridad hace una década, o por las multilaterales, como un FMI que parecía haberse olvidado del Consenso de Washington, implicaban un cambio profundo que era importante destacar. No solo por su impacto en la gestión de la crisis del coronavirus, sino por lo que nos decían de nuestra comprensión del pasado –la gestión de la Gran Recesión fue un despropósito en Europa– y de la mejor forma de encarar el futuro y los retos del cambio climático o la lucha contra una desigualdad creciente e insostenible en los países desarrollados.

Tooze no es complaciente: se llegó tarde y, probablemente, las respuestas keynesianas sean insuficientes. Pero, comparado con lo que se proponía hasta hace poco años, bienvenido sea el nuevo enfoque. Especialmente en la Unión Europea, donde solo unas semanas antes de la llegada del coronavirus resultaba inconcebible a los analistas más avezados que se pudieran traspasar líneas rojas marcadas a fuego en determinados países, como lo era el endeudamiento comunitario para Alemania. Y, sin embargo, ahí están los 750 mil millones de euros del Fondo Next Generation-EU, del que ahora se discute si debe ser permanente o coyuntural, pero nunca su pertinencia. Movimiento de fondo que llevan al autor a preguntarse –y a responderse tímida pero afirmativamente– si el formidable impacto del coronavirus no habrá llevado a la disolución de “los supuestos básicos de la era del neoliberalismo”.

Solo el tiempo dirá si Tooze tiene razón o no en sus reflexiones de fondo, pero su libro está muy bien explicado y fundamentado, tanto como para sospechar que así será en muchos de sus argumentos. Si una de las lecciones del coronavirus es que no hay una vieja normalidad sanitaria a la que volver, tras leer *El apagón* se sale convencido de que tampoco la hay en las ideas económicas que regían el mundo hasta que llegó la COVID-19 ●

What we owe each other

A new social contract

Autor: Minouche Shafik | Editorial: Vintage, 2021

Por Antonio Garcia Maldonado

El concepto de contrato social remite a demasiadas cosas, no todas ellas aprehensibles y definidas. Por eso ha tendido a ser utilizado como remedio para cualquier tipo de mal social con causas y consecuencias concretas. La receta de un nuevo contrato social como solución a problemas o para encarar algún reto ha estado presente en demasiados discursos o programas electorales, sin que quede del todo claro en qué se sustancia una propuesta tan aparentemente ambiciosa. Reformas aquí y allá no suponen un nuevo contrato social, pero muchas veces se cae en la hipérbole. De ahí que haya una primera precaución ante *What We Owe Each Other*, que lleva como subtítulo precisamente ese: “un nuevo contrato social”. Sin embargo, uno sale de la lectura de este libro de la economista británica-estadounidense de origen egipcio Minouche Shafik convencido de que, en este caso, el apelativo encaja con el contenido que se desarrolla.

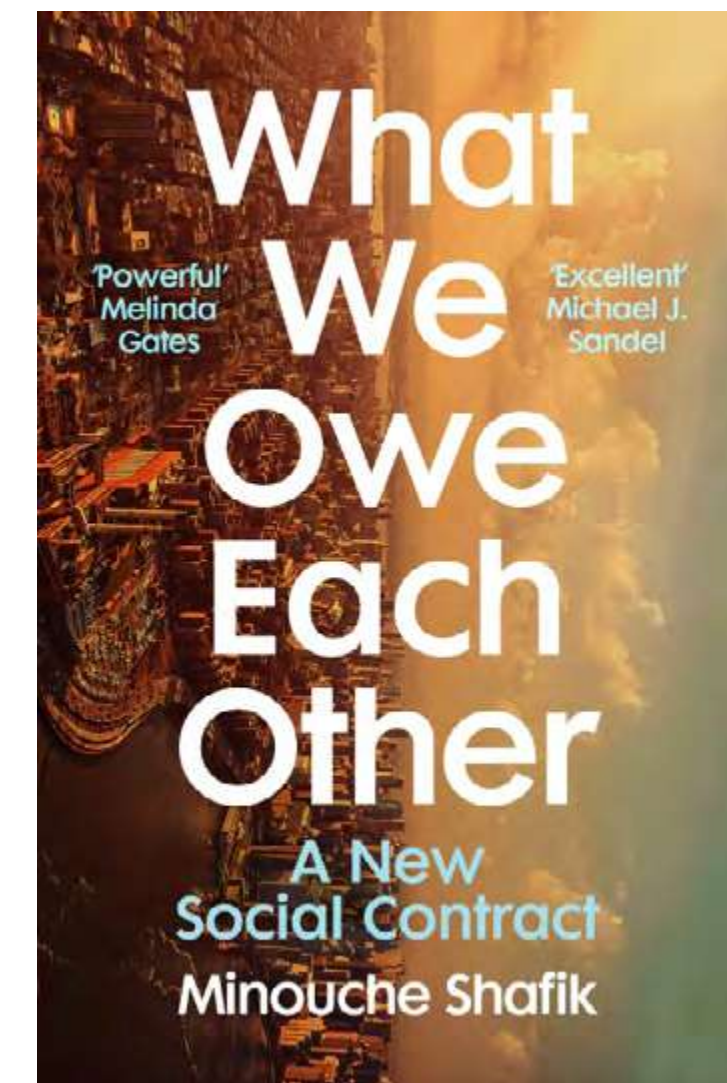
La autora es actualmente directora de la London School of Economics, y antes había atesorado experiencia en el Fondo Monetario Internacional, en el Banco de Inglaterra y en el Gobierno británico. Una biografía que le ha permitido desplegar en el libro una visión panóptica de la realidad, imprescindible para poder analizar el estado del actual contrato social y para proponer uno de recambio. Respecto a lo primero, el diagnóstico de Shafik

forma parte del nuevo consenso político, académico e intelectual, que habla de la insostenibilidad de distintas fallas que atraviesan nuestras sociedades: la que divide al mundo rural y a las grandes ciudades, la intergeneracional, la tecnológica o la de renta. A ello se suma un cambio climático que ya no admite paños calientes ni patadas hacia delante. Son tantas y tan profundas las fallas que los viejos instrumentos políticos, institucionales y sociales han quedado desfasados y conviene replantearlos. A este respecto, el libro de Shafik viene a representar otra confirmación más –y cualitativamente muy relevante– sobre lo consolidado que parece el giro hacia una visión “de pensar más en nosotros y menos en mí” en los principales centros de poder y reflexión del mundo.

Es en la parte propositiva donde Shafik resulta más interesante. No solo porque se arriesga a caldear el debate con propuestas innovadoras, como la de impulsar el voto por Internet para que los jóvenes participen más y hagan valer sus demandas, o la de llevar a cabo reformas fiscales profundas para poner la predistribución como eje del nuevo contrato social. También porque su análisis está muy fundamentado y recorre todo el mundo, analizando propuestas aquí y allá que pudieran replicarse en otros lugares. No es que la suya sea una visión carente de anclaje geográfico y de ideas, pues durante todo el libro queda claro el enfoque anglosajón, que reserva de inicio un papel más activo a la sociedad civil y pone menos esperanza en el del Estado. Pero no es un libro que rehúya propuestas ajenas a los países no ya occidentales, sino democráticos.

Un ejemplo polémico y ahora en el debate es el del conflicto entre generaciones. Ahora que se comienzan a jubilar las cohortes del *baby boom*, reverdece la cuestión sobre si no estamos prestando demasiada atención y recursos a unas generaciones en detrimento de otras, que a diferencia de los jubilados, han sido muy castigadas desde la Gran Recesión de 2008. La autora así lo cree, sin que haya ningún tipo de reproche moral al sistema, pero que sí sirve como evidencia de su desfase. Para ello, además de la mencionada idea de potenciar la voz de los jóvenes con votaciones a través de Internet, o incluso con algún tipo de ponderación del voto de determinados sectores, se preocupa de hacer sostenible el sistema con el objetivo de que el debate no se plantee como un juego de suma cero. Así, propone, entre otras cosas, que se termine con la idea de que la formación reglada deba ser entre la infancia y la mayoría de edad, y se facilite a lo largo de la vida con una donación de varios miles de euros para utilizar en formación permanente y de vanguardia. Solo haciendo la economía mucho más productiva se podrá recomponer el vínculo intergeneracional y, con él, el contrato social.

Los ejemplos son muchos y de distintas zonas y sectores. No es de extrañar, por tanto, que este ensayo se haya convertido en uno de los más leídos y comentados por líderes mundiales en los últimos meses. Impulsar un debate serio y constructivo no es un logro menor hoy en un mundo saturado de banalidades y lugares comunes •



Para Shafik, son tantas y tan profundas las fallas que atraviesan nuestras sociedades que los viejos instrumentos políticos, institucionales y sociales han quedado desfasados y conviene replantearlos.

Números anteriores

Informe económico 01

Mayo 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La crisis de la economía alemana
- La crisis de los noventa en Japón: recesión y deflación
- La economía mexicana y las elecciones presidenciales de 2006
- La Estrategia de Lisboa cinco años después

Informe económico 02

Noviembre 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- El fenómeno de la temporalidad en el mercado laboral español
- La corrupción y las perspectivas económicas de Brasil
- Informe FEMISE sobre la Asociación Euro-Mediterránea

Informe económico 03

Mayo 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La crisis financiera argentina (2001-2002): Una visión institucional
- El creciente deterioro del déficit exterior, ¿cuestiona la sostenibilidad de nuestro crecimiento?
- Proyecto de Ley de Dependencia

Informe económico 04

Noviembre 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Atlas mundial del petróleo y de la energía fósil primaria

- Una política común para la energía en la Unión Europea
- Cambios en el mundo del trabajo

Informe económico 05

Mayo 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Renta Nacional e inmigración: ¿causa o efecto?
- La Ronda de Doha, ¿un fracaso de la OMC?
- El Informe Económico de la Presidencia del Gobierno del año 2007

Informe económico 06

Diciembre 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Marruecos: tan cerca, tan lejos
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004-2007)
- El Informe Stern sobre la Economía del Cambio Climático

Informe económico 07

1º semestre 2008

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La intervención económica de China en África
- Las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005-2007
- La productividad y los resultados de la Agenda de Lisboa: una medición necesaria y rigurosa

Informe económico 08

2º semestre 2008

- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- La reforma de la política agrícola de la Unión Europea

Informe económico 09

Abril 2010

- Análisis y previsión de la coyuntura económica

Informe económico 10

Enero 2011

- Análisis y previsión de la coyuntura económica

Informe económico 11

Mayo 2011

- Temas de economía española

Informe económico 12

Enero 2012

- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- ¿Qué significa rescatar un país?
- Estímulo fiscal en Estados Unidos
- Radiografía del paro en España
- ¿Cuántas empresas se ha llevado la crisis?
- La crisis del euro. ¿En qué consiste y cómo se puede solucionar?

Informe económico 13

Mayo 2012

- Nota de coyuntura económica
- Radiografía del gasto público en España

- La inflación en España desde la adopción del euro
- Supervivencia empresarial en época de crisis

Informe económico 14

Enero 2013

- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- Una vuelta de tuerca a la Encuesta de Presupuestos Familiares
- Repensando el Estado de Bienestar

Informe económico 15

Junio 2013

- Nota de coyuntura económica
- El paro: imposible no hablar de él

Informe económico 16

Enero 2014

- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- La reciente evolución económica y social de Alemania

Informe económico 17

Junio 2014

- Nota de coyuntura económica
- El proceso de reestructuración bancaria en España

Informe económico y financiero 18

1º semestre 2015

- Economía global, Unión Europea y España
- El sistema financiero
- América Latina
- El mercado de trabajo en España
- La revolución energética del Fracking
- La inversión china en Europa y España
- Shadow Banking
- Big Data
- Qatar
- Nadie olvida a un buen maestro: prof. Jordi Galí

Informe económico y financiero 19

1º semestre 2016

- Nota de coyuntura
- La reforma laboral de 2012
- La reforma laboral: un paso para resolver problemas de asignación de décadas
- China, transiciones y escenarios
- Book Reviews

Informe económico y financiero 20**1^{er} semestre 2017**

- Nota de coyuntura
- La economía colaborativa: ¿buena para quién?
- Economía colaborativa para todos los consumidores
- *Brexit*: causas y consecuencias políticas
- Integración de la economía digital en el sistema económico clásico
- Book Reviews

Informe económico y financiero 21**2^o semestre 2017**

- Nota de coyuntura
- La evolución del sistema de formación de precios eléctricos
- La formación de los precios eléctricos en España
- El futuro del sistema sanitario
- El impacto de las normas contables: el caso de los arrendamientos
- Book Reviews

Informe económico y financiero 22**1^{er} semestre 2018**

- Nota de coyuntura
- Los cuatro retos de la ciudad europea
- La lucha de clases por la ciudad
- El estancamiento de la productividad: causas y políticas a seguir
- El efecto inclinación y las crisis inmobiliarias
- Book Reviews

Informe económico y financiero 23**2^o semestre 2018**

- Nota de coyuntura
- La tributación de la riqueza: un pilar del sistema fiscal
- ¿Son necesarios los impuestos sobre la riqueza?
- Diferencias en competitividad como explicación de brechas de género en el mercado laboral
- Book Reviews

Informe económico y financiero 24**1^{er} semestre 2019**

- Nota de coyuntura
- ¿Hemos hecho lo suficiente para no repetir la crisis?
- Diez años de cambios en el sistema monetario y bancario
- Un *brexit* volátil: análisis de una negociación de alta complejidad
- El poder de mercado y las consecuencias que conlleva
- Book Reviews

Informe económico y financiero 25**2^o semestre 2019**

- Nota de coyuntura
- ¿Será España capaz de gestionar adecuadamente su contribución a la lucha contra el cambio climático?
- Aspectos regulatorios para fomentar la penetración de renovables en la transición energética Descomponiendo la volatilidad
- Book Reviews

Informe económico y financiero 26**1^{er} semestre 2020**

- Nota de coyuntura
- Innovación, automatización y productividad: Paradojas y perspectivas de futuro
- El rompecabezas de la productividad y los activos intangibles
- El sistema financiero en transición hacia una economía de bajo carbono
- El impacto de la Lotería de Navidad en el emprendimiento
- Book Reviews

Informe económico y financiero 27**2^o semestre 2020**

- Nota de coyuntura
- La crisis económica del coronavirus: ¿de vuelta a la desafección?

- El futuro de la empresa en la época post-COVID. De la emergencia climática a la crisis de la COVID-19
- Reflexiones desde la ciencia acerca de COVID-19
- El futuro de la docencia: ¿cambiará algo la pandemia?
- La universidad en los tiempos venideros
- Una alternativa europea en la era de la COVID-19
- ¿Cómo cambiará la pandemia a la sanidad y los servicios sociales? Una propuesta para avanzar

Informe económico y financiero 28**1^{er} semestre 2021**

- Nota de coyuntura
- Las brechas de género y la COVID-19
- El impacto de los cierres de centros educativos: tutorías en pequeños grupos para recuperar el aprendizaje perdido
- El impacto heterogéneo de la crisis de la COVID-19 sobre la situación económica y financiera de las empresas españolas
- Efectos de la COVID-19 sobre la desigualdad y la pobreza en España
- El mercado de valores y la economía
- Book Reviews

Informe económico y financiero 29**2^o semestre 2021**

- Nota de coyuntura
- *Big data* y economía en tiempo real: la utilidad de los microdatos bancarios
- Usar los datos para hacer el bien: el reto de la Administración del siglo XXI
- El perfilado estadístico y la gestión de las políticas activas de empleo
- De la búsqueda de personas diligentes a la valoración de opciones: cómo el *big data* y el *machine learning* están conformando el sector financiero
- Book Reviews

Equipo

Consejo de redacción



Josep Mª Comajuncosa

Profesor titular del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Toni Roldán

Director del *Informe económico y financiero* y director del Centro de Políticas Económicas de Esade (EsadeEcPol)

Consejo editorial



Fernando Ballabriga

Ph.D. y M.A. in Economics (University of Minnesota). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales (UAB). Profesor catedrático del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Josep Mª Comajuncosa

Ph.D. y M.Sc. in Economics (Princeton University). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales (UAB). Profesor titular del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Anna Laborda

Doctora en Management Sciences (Esade). Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales. Máster en Fundamentos del Análisis Económico. Profesora titular del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Toni Roldán

Visiting professor in Practice en LSE School of Public Policy, MPA in Economic Policy Management (Columbia University) y MPhil Political Economy (LSE). M.A. in International Relations (Sussex University) Licenciado en Ciencias Económicas (UAB)



Mar Vila

Doctora en Administración y Dirección de Empresas (Esade-URL). Licenciada en Administración y Dirección de Empresas (Esade-UPC). Máster en Dirección de Empresas (Esade). Profesora titular y directora del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade

esade

esade

EsadeEcPol - Center
for Economic Policy

Informe económico y financiero

Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad

CON LA COLABORACIÓN DE

 **Sabadell**