



**Grupo de Estudio de las
Transformaciones de la
Economía Mundial**

La carta del GETEM

Carta número 37, septiembre de 2022

“Inflación y política monetaria en la eurozona. De dónde venimos y a dónde vamos” por Guillermo Matesanz Estebaranz y David Matesanz Gómez

De dónde venimos

La guerra es, también, inflacionaria. Sin embargo, la inflación actual viene de antes del conflicto en Ucrania. Según Eurostat, en enero de 2022 la inflación interanual había llegado ya al 5,1% interanual en la eurozona cuando en diciembre de 2019, antes de la pandemia, por tanto, era solamente del 1,2%. La cifra actual de 9,1% para el mes de agosto de 2022 -la más alta de los últimos 50 años- tiene dos potenciales causas, actuando al mismo tiempo.

Por un lado, la oferta. La guerra - física en el frente ruso contra Europa (en el marco de la OTAN) y económica entre Estados Unidos (EE.UU) y China- incide en tres factores principales. 1. El suministro energético a Europa se utiliza como arma geoestratégica, 2. la capacidad de producción de la fábrica del mundo, China, se reduce debido a las [políticas cero-covid](#) y 3. Las cadenas de suministro marítimo se vuelven lentas, inseguras e ineficaces, con numerosos [cuellos de botella](#) que dificultan el suministro y empujan los precios al alza.

Por otro lado, la demanda. Tras la aparición de la Covid-19, las economías tuvieron que ser rescatadas mediante el mayor programa de estímulos monetarios y fiscales de la historia. En pocas palabras, 1. Se aumentó la cantidad de dinero en circulación -imprimiendo billetes mediante programas de compras de bonos- 2. Se redujo el precio del mismo -con los tipos de interés en niveles mínimos históricos-, favoreciendo el gasto y la recuperación de la actividad económica y, 3. Se realizaron transferencias públicas a empresas y ciudadanos para mantener su capacidad de gasto en los largos periodos de cuarentena y restricciones a la movilidad.

De este modo, con una oferta constreñida por dificultades en el comercio global y en el sector energético mundial y una demanda desbocada debido a la cantidad de dinero disponible por las familias y empresas, la inflación -que no es más que el desajuste entre oferta y demanda reflejado en los precios- empuja al alza.

Las acciones

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) tiene su objetivo principal resumido en el mandato de mantener la estabilidad de precios -en torno al 2%- y, con ello, el valor del euro. Para ello utiliza varias herramientas de política monetaria. Obviamente, un banco central tiene un poder nominal, no real. Es decir, puede imprimir dinero, pero no gasolina ni materias primas¹. Respecto a esto, apenas tiene capacidad para acrecentar los niveles de suministro, y su poder es únicamente el de ralentizar el lado de la demanda para que se acople al nuevo paradigma de menor oferta. A pesar de esto, mientras que la Reserva Federal (el banco central de los Estados Unidos) y otros bancos centrales reaccionaron ante la creciente inflación entre finales de 2021 y marzo de 2022, el BCE se mantuvo latente hasta mediados de Julio... ¿por qué es esto?

Primero, debemos diferenciar entre la actuación de países que previo-covid tenían altos niveles de tipos de interés, que han buscado de manera rauda volver a subir el precio del dinero -como EE.UU, Reino Unido o Australia- incluso antes de entender que tendríamos alta y duradera inflación a nivel global; y economías que antes de la pandemia ya estaban en niveles relativamente bajos -como es el caso del BCE, el banco central suizo o japonés-, que demostraron no tener prisa en retornar a tipos de interés más elevados.

En Europa también influye sobremanera el hecho de que la Eurozona es una economía que, aunque vemos como conjunto, realmente está compuesta por muchas piezas -países del euro- en esencia, distintas. No podemos comparar la capacidad económica de Alemania con la de, por ejemplo, Portugal o España. Ha habido momentos en los que países 'centrales' habían estado preparados para resistir una política de altos tipos de interés, pero que para los países periféricos habría significado dificultades en la financiación de sus deudas y, posiblemente, caída relevante de la actividad económica. Al actuar como unidad, los alumnos aventajados tienen que avanzar al ritmo de aquellos que van más despacio. Esto se pudo ver tras la primera subida de tipos el pasado mes de Julio, cuándo las primas de riesgo de España, y especialmente Italia, se dispararon debido a la tensión sufrida por expectativas de mayores dificultades de financiación para estas economías vulnerables.

Además de eso, el BCE ha optado por eliminar una herramienta que utilizaba llamada "[forward-guidance](#)" en la que, para evitar movimientos adversos por parte del mercado -entendiendo mercado como pensamiento del conjunto de inversores- comentaba sus intenciones con bastante anterioridad. En otras palabras: buscaba ser completamente predecible. Esto ha sido enormemente beneficioso manteniendo las expectativas a futuro en línea con la realidad, pero ha dificultado la toma de decisiones 'de emergencia' y retardado la toma de acciones ante una inflación creciente y, definitivamente, no transitoria. Desde el pasado mes de julio, el BCE dejó de utilizar esta herramienta en favor de un enfoque basado en los datos y con la capacidad de cambiar el rumbo reunión a reunión, aumentando la incertidumbre ante futuras actuaciones.

¹ De hecho, como nos recordaba [Paul de Grauwe en 2021](#), la inflación no tiene siempre una causa monetaria. Así, la inflación tiene un nivel similar actualmente en la Eurozona y en los EE.UU. y, sin embargo, la expansión monetaria y fiscal norteamericana derivada de la covid-19 fue prácticamente el doble que la realizada en la Eurozona, tanto en términos de déficit público como de compras de títulos de deuda de los dos bancos centrales. Lo que nos indica que, en este caso, las causas que impulsan el crecimiento de los precios no son, en su mayor parte, una cuestión monetaria.

Los efectos

Por supuesto, la aceleración de la subida de los tipos de interés en los últimos meses implica un cambio rápido y contundente en la política de dinero abundante y barato que habíamos "disfrutado" en los países desarrollados, especialmente en la Eurozona. Efectivamente, [el BCE había mantenido tipos de interés](#) para la eurozona del 0% desde principios de 2016 mientras la FED subía los tipos de interés hasta el 2,5% anual a finales de 2018, para bajarlos a niveles cercanos a cero al comienzo de la pandemia de la COVID-19, a principios de 2020.

Al margen de los efectos de este cambio de la política monetaria en la demanda agregada, los tipos de cambio son la variable que más rápidamente se ha visto afectada. Desde mediados de 2021 [el dólar estadounidense se ha apreciado](#) algo más de 20% frente al euro. Entonces, un euro costaba 1,22 dólares y hoy un euro cuesta algo menos de 1 dólar. Por supuesto, una apreciación del dólar implica una depreciación, pérdida de valor, del euro frente a esa moneda. En gran medida esto es debido a dos factores: por un lado, los diferenciales de tipos de interés hacen que el dinero se desplace donde recibe mayor rentabilidad y, dado que la FED comenzó su ciclo de subidas anteriormente, sus tipos de interés atractivos han apreciado el valor del dólar. Por otro lado, la Eurozona está vendiendo enormes cantidades de euros para importar energía resultando en un rápido incremento del déficit comercial, lo que también pesa en una mayor debilidad de la moneda.

Estas variaciones no son inocuas en la economía. Al apreciarse una moneda, la demanda agregada tiende a contraerse por su lado externo ya que las exportaciones se encarecen y las importaciones se abaratan, lo que ayuda a limitar la demanda ante las restricciones de oferta existentes a nivel global. Al mismo tiempo, la apreciación de la moneda reduce el componente inflacionario de las importaciones de un país pues, como se ha señalado, las abarata. Ambos efectos tienden, por un lado, a frenar la actividad económica y, por otro, a reducir el crecimiento de los precios. Los efectos en la moneda que se deprecia son, exactamente, los contrarios, lo que dificulta, en este caso para la eurozona, el control de la inflación y la expansión de la demanda agregada.

Un efecto adicional de las subidas generalizadas de los tipos de interés que estamos observando a nivel global es el hecho de que la ralentización de la economía que implican (el "dolor" infligido a familias y empresas del que hablaba el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, a finales de agosto), sin duda tenderá a disminuir la demanda global y, con ello, el precio de las materias primas que son una de las fuentes más relevantes de los actuales niveles de inflación. De hecho, [el precio futuro del barril de petróleo Brent](#) se encuentra a algo menos de 85 dólares en la actualidad cuando a mediados de junio superó los 120 dólares; algo más de un 30% de caída en su precio (datos del 28 de septiembre de 2022). Esta caída en el precio tiene su base en las expectativas de contracción de la actividad económica que han tenido las subidas de los tipos de interés de la Reserva Federal y, más recientemente, el BCE, aunque en [el segundo semestre de 2022](#) la economía de Estados Unidos creció ligeramente (solamente un 0,6%) frente a una caída del 1,6% interanual del primer trimestre.

Hacia dónde vamos

El motivo de la 'prisa' e intensidad que ha tenido el BCE (recordemos que el BCE subió los tipos de interés 0,75 puntos básicos en septiembre de este año, el alza más elevada de su historia) en su actuación de política monetaria de septiembre no es tanto la inflación actual, sino más bien las expectativas respecto de la inflación futura. Dado que su mandato de estabilidad de precios es a medio plazo, un *desanclaje* de estas expectativas es un riesgo enorme. Si los indicadores de [expectativas futuras](#) se alejasen de ese 2%, significaría que el mercado ha perdido confianza en que el BCE pueda frenar la inflación actual y potencialmente perdería la credibilidad que tiene como institución, haciendo que sus futuras acciones no tuvieran el calado deseado en el rumbo que tomaran los inversores que se podrían alejar del abrigo que un banco central, como entidad mediadora, pudiera ofrecer.

Dada su tardía actuación, en la que la ventana de oportunidad de reducir los niveles de inflación sin causar daño financiero quedó atrás, el BCE está dispuesto a causar un 'aterrizaje duro' y potencialmente una recesión, con tal de ganar de nuevo la confianza de los agentes económicos (empresas, consumidores y, sobre todo, agentes del mercado financiero y monetario) en que puede contener la inflación. De este modo, sería razonable esperar fuertes subidas de tipos en lo que queda de año. De nuevo, el BCE preferirá acumular el grueso de subidas al principio del ciclo de endurecimiento, potencialmente [sobrepasando el nivel de tipos neutral](#) (en torno al 2%, calculado como nivel estable en el largo plazo), tan en exceso como sea necesario hasta que la inflación se modere.

Aparte del problema, severo, de las expectativas inflacionarias, la fuerte depreciación del euro que hemos observado en los últimos meses significaba una elevada presión añadida para que el BCE actuara monetariamente, tratando de evitar la caída del euro frente al dólar, cuyos efectos negativos sobre los precios hemos señalado.

En este escenario, ¿podía no haber endurecido el BCE las condiciones de financiación de la economía europea? La respuesta a esta pregunta podría haber sido sí; el BCE podría haber esperado que se produjeran acuerdos en torno a la "política de rentas", tema no tratado en esta carta, pero [bastante desarrollado en otros sitios](#). Sin embargo, si la dificultad de concretar una política de este tipo es elevada en un solo país como España, la enorme heterogeneidad de situaciones entre los [19 países](#) que conforman el euro hace, creemos, que esa espera podría haber sido demasiado larga. Lo que no obsta, por otro lado, para señalar que ambas políticas deberían actuar simultáneamente en aras de minimizar el periodo de "dolor" en la economía.

Pero con la situación actual, siendo Europa golpeada por distintos frentes tanto económicos como geopolíticos, la incertidumbre es enorme y la ruta que siga el BCE en sus próximas actuaciones dependerá de factores externos (como la guerra, el funcionamiento de las cadenas de valor, etcétera) pero, sin embargo, la credibilidad de la institución, y del euro, seguirá siendo la tarea más difícil a la que se ha enfrentado desde su creación. El equilibrio por conseguir es difícil pues un exceso de celo en la lucha contra la inflación podría implicar una recesión económica, con los elevados costes sociales que ello implica. En sentido contrario, una elevada laxitud en sus actuaciones podría llevar a la pérdida de

control sobre la evolución de los precios y, consecuentemente, el deterioro de la credibilidad que ha tenido la institución desde su nacimiento en junio de 1998.

Conoce el Grupo de Estudio de las Transformaciones de la Economía Mundial (GETEM)
y el resto de Cartas publicadas