

## **¿ESTANCAMIENTO INFLACIONISTA O RECUPERACIÓN CON ESTABILIDAD?**

Por el Académico de Número  
Excmo. Sr. D. Julio Segura Sánchez\*

El mundo ha sufrido en los últimos catorce años las dos crisis económicas más importantes desde hace un siglo: la financiera iniciada en 2007-8 y la provocada por la pandemia del coronavirus.

En ambos casos el capitalismo ha mostrado de forma extrema sus virtudes y sus defectos. La virtud principal: ha conseguido superar la primera crisis y se encuentra en vías de resolver la segunda, bien que renunciando a la ortodoxia económica imperante a partir de mediados de la década iniciada en 1970 basada en el slogan «liberalice, desregule, privatice» y la política macroeconómica neoliberal aplicada por los gobiernos conservadores anglosajones (Margaret Thatcher y Ronald Reagan) seguida por casi todo el resto del mundo desarrollado e impuesta por el FMI, el BM y el Tesoro de los EE. UU a través del Consenso de Washington al resto de los países más atrasados y en vías de desarrollo.

Los costes del largo proceso han sido cuantiosos, los más relevantes el estancamiento de la productividad total y el crecimiento extremo de la desigualdad en los países que han aplicado esa política. Casi dos décadas de retroceso, pero el sistema ha sobrevivido mostrando su enorme capacidad de adaptación a circunstancias críticas imprevistas y de origen no experimentado previamente.

La gran debilidad del sistema ha sido su casi nula capacidad de previsión. Con desequilibrios macroeconómicos y financieros acumulándose durante

---

\* Sesión del día 11 de enero de 2022.

largos años (inestabilidad financiera, burbujas de activos reales y financieros y un largo etcétera), pocos economistas y ningún gobierno propusieron o anticiparon medidas para prevenir la primera crisis. Pese a los reiterados avisos de la comunidad científica sobre la creciente probabilidad de una pandemia mundial, incluso destacados por alguien tan poco sospechoso de heterodoxia como el presidente George Bush en una conferencia de prensa memorable que no tuvo efectos prácticos, ningún país se encontraba preparado para hacer frente a la que terminó explotando. Lo que indica que el llamado mercado es excelente para muchas cosas, pero es incapaz de valorar adecuadamente los riesgos de largo plazo: por ejemplo, los derivados del cambio climático, del maltrato al medio ambiente, de la gestión de los recursos no renovables o de la desigualdad no basada en el mérito.

Durante un largo periodo, desde 2008, los Bancos Centrales del mundo han provisto generosamente de liquidez, contraviniendo la ortodoxia monetarista, y han adquirido cuantiosa deuda privada y pública. La llamada política de *Quantitative Easing* (QE). Esto permitió tanto superar la crisis financiera como evitar el desplome de la economía mundial al comienzo de la pandemia. Al mismo tiempo, el mayor gasto en protección social (desempleo, lucha contra la pobreza, etc.) se ha financiado básicamente con la emisión de deuda pública, de forma tal que en estos momentos todos los países tienen niveles de liquidez y stocks de deuda pública muy elevados, cuyos costes han sido hasta ahora soportables dados los tipos de interés prevalecientes y la falta de tensiones inflacionistas en la medida en que la demanda se ha visto contenida.

Pero, en todo caso, la acumulación de altos déficits públicos y tipos de interés nulos con una casi ilimitada provisión de liquidez han reducido los márgenes de maniobra de la política fiscal y anulado los de la política monetaria, de forma que, antes o después se tendrá que producir un ajuste en la doble dirección de elevación de los tipos de interés, que ya están sopesando algunos Bancos Centrales, y de ajuste fiscal tanto por la vía tanto de los gastos como de los ingresos.

Estos movimientos pendulares de la política económica de estabilización no son sorprendentes, porque la historia está llena de ellos: siempre que nos enfrentamos a una crisis aguda existen dos posiciones enfrentadas que responden a dos valoraciones distintas de los costes sociales de la inflación frente a los del desempleo. Quienes consideran que la inflación es el peor de los males son contrarios al uso de estímulos monetarios y fiscales y, en caso de que se implementen, cualquier pequeño repunte de la inflación hará que defiendan su pronta eliminación. Quienes consideran que el paro es económica y socialmente más dañino que la inflación defenderán el uso de estímulos más cuantiosos y duraderos.

Pero el debate es ahora más rico y complejo, porque tras la crisis financiera de 2008, la política de estabilización se contempla desde una perspectiva

distinta que tiene en consideración nuevos problemas: la desigualdad, la transición tecnológica, la brecha de género, el cambio de orientación de los bancos centrales, el papel del salario mínimo y la propia política de austeridad.

Como he comentado, tras la aplicación de una política de QE en la crisis de 2008, gracias a la cual se rompió el vínculo perverso entre riesgo de deuda soberana y bancaria, la crisis del covid impidió que los estímulos se fueran retirando gradualmente, e incluso se reforzaron con notables estímulos fiscales. Todo esto sucedió en un ambiente de notable estabilidad de precios, con tasas de inflación muy inferiores al 2%, considerada como objetivo o referencia por la mayoría de los Bancos Centrales (Reserva Federal, BCE, Banco de Japón y Banco de Inglaterra) e, incluso, de riesgo de deflación, de forma que salvo monetaristas irredentos nadie abogaba en 2020 y hasta mediados de 2021 por la retirada de los estímulos aunque todos los economistas eran conscientes de que a medio plazo habría que corregir los desequilibrios acumulados. Pero el repunte brusco de la inflación ha convertido una vez más el enfrentamiento entre palomas y halcones en el tema central de debate de la política macroeconómica actual.

Dicho de forma telegráfica: ¿se enfrenta la economía mundial a un futuro inmediato de alta inflación con estancamiento económico, como sucedió en la década de los años 70 del pasado siglo, con tasas de inflación de dos dígitos, o el repunte actual de la inflación es un fenómeno transitorio en cuyo caso no deberían retirarse bruscamente los estímulos monetarios y fiscales actuales?

Como la experiencia más notable de stagflation es la de los años setenta del s. xx, conviene señalar, en primer lugar, que aquella situación y la actual son muy distintas, por lo que la experiencia de entonces tiene escaso valor para enfrentarse a la situación actual.

La primera diferencia reside en que la crisis iniciada en 1973 fue una crisis pura de oferta, provocada por el encarecimiento imprevisible y brutal de un input no sustituible (crudo) que representaba un porcentaje apreciable del coste de todas las actividades productivas. Los mercados no fueron suficientemente flexibles para absorber un cambio de tal intensidad en los precios relativos y los gobiernos optaron en general por tratar de no trasladar los nuevos costes de la energía favoreciendo una espiral creciente precios-salarios, lo que terminó generando una situación de inflación duradera y bajo crecimiento: la stagflation. La crisis actual, por el contrario es tanto de oferta, por la paralización de la actividad económica, como de demanda, por la pérdida de rentas que ello supuso.

La segunda diferencia es que las tasas de inflación actuales, se sitúan en torno al 5-6%, mientras que las de la crisis del crudo alcanzaron pronto los dos dígitos, y que al deberse a una causa temporal, la pandemia, su desaparición cabe suponer que devolvería la normalidad.

La tercera diferencia es que ahora los mercados son más flexibles, por lo que pueden absorber cambios en los precios relativos con los que en la década iniciada en 1970 no fueron capaces de lidiar.

Una última diferencia es la relativa al comportamiento de los precios de la energía, que ahora se deriva de un exceso de demanda acumulada por el covid y una política fiscal asociada a la lucha contra el cambio climático y no de la actuación monopolística de un cartel de productores.

La propia composición de la inflación es distinta: ahora hay diferencias importantes entre la inflación del núcleo de bienes (sin considerar alimentos no elaborados ni energía) y de servicios (excluyendo energía). La demanda de bienes ha crecido a tasas muy elevadas del orden del 15% ligada a la adquisición de bienes duraderos de consumo que permiten generar en casa servicios antes externalizados pero que la pandemia ha impedido prestar (gimnasios, restaurantes, etc.), mientras que la demanda de servicios ha disminuido. Y, por último y esencial, se han producido cuellos de botella en los bienes intermedios por el colapso de las vías de transporte y la globalización, que han afectado mucho a ciertos sectores manufactureros importantes: por ejemplo, la falta de microchips ha paralizado la fabricación de vehículos de transporte y ha provocado un fuerte aumento de precios de los coches de segunda mano.

La situación actual puede dar lugar a cuatro escenarios, como señalan, entre otros, Roubini:

1. Si la causa principal de las tensiones inflacionistas es la variante delta –y ómicron– y no hay nuevas cepas, los Bancos Centrales podrán limitar progresivamente la política de QE sin destruir los *stocks* defensivos ni los mercados de bonos. Es la posición más optimista.
2. La economía mundial sufre un recalentamiento: los cuellos de botella desaparecen y el PIB crece a buen ritmo, pero la inflación persiste por la existencia de ahorro precautorio no gastado, la continuidad de las políticas monetaria y fiscal actuales y los posibles efectos de segunda ronda precios-salarios-márgenes.
3. La stagflation sigue y los bancos centrales caen en la trampa de la deuda: ratios de endeudamiento público y privado elevados (muy superiores a los de 1973) exigirían normalizar los tipos de interés sin provocar un *shock* en los mercados financieros. Lo peor sería que continuaran los shocks de oferta que elevan precios y costes y que generarían desglobalización, proteccionismo, balcanización de las cadenas de oferta y restricciones migratorias.
4. Fuerte caída PIB si los estímulos se retiran pronto.

Las opiniones de los expertos cabe decir que están divididas por mitades entre las dos primeras posiciones: quienes creen que las tensiones inflacionistas son un problema pasajero que se normalizará según vaya amainando la intensidad de la crisis y quienes consideran que la inflación es duradera y es preciso tomar medidas ya para atajarla.

Los primeros (las nuevas palomas) son partidarios de mantener los estímulos monetarios y fiscales hasta que se supere la crisis pandémica, porque consideran que la inflación se encuentra ligada a la crisis tanto de demanda como de oferta generada por el covid y que cuando ésta se supere los riesgos inflacionistas desaparecerán. Los segundos (los nuevos halcones) creen que la inflación es duradera, que los riesgos financieros de la laxitud monetaria son elevados porque generan incentivos a que las empresas emitan bonos de baja calidad con el consiguiente riesgo de burbujas y que, aunque la situación de los bancos es ahora mejor que en 2008, las empresas están muy endeudadas y con baja calidad crediticia y hay poco tiempo para corregirla, por lo que resulta urgente detener la compra de activos financieros por los Bancos Centrales, iniciar una senda de elevación de los tipos de interés y retornar a la ortodoxia fiscal.

La primera posición presenta riesgos en términos de que la inflación se consolide y la segunda tendría efectos negativos sobre la producción y el empleo antes de que la economía mundial se haya recuperado plenamente.

En resumen, la clave del problema reside en si las actuales tasas de inflación son transitorias, es decir, temporales y reversibles, en cuyo caso no cambiarían el comportamiento de los agentes económicos o si, por el contrario, han venido para acompañarnos largo tiempo salvo que se tomen duras medidas estabilizadoras. Este es, en estos momentos, el debate sobre la evolución a corto y medio plazo de la economía y, por tanto, sobre el tipo de política económica más adecuado.

Y la discusión se complica por el hecho de que las previsiones (tanto de inflación como de crecimiento) son en la situación actual poco fiables y, como observamos mes a mes, cambian con frecuencia en cuantías elevadas. Esto no se debe a que las instituciones que hacen predicciones (todos los gobiernos, bancos centrales, organismos supranacionales e instituciones públicas y privadas de investigación, es decir, varios cientos) sean ahora más incompetentes, sino a varios factores objetivos. Por una parte, los cambios son poco previsibles porque dependen crucialmente de la evolución del covid, algo sobre lo que se carece de experiencia. Además, las predicciones basadas en las tendencias, que son las utilizadas en tiempos normales, son malas porque el factor covid es contemporáneo. Por último, como ocurrió en 2008, los modelos utilizados son alimentados con datos de un periodo de tipos de interés e inflación

muy bajos de economías que estaban terminando de superar una crisis financiera muy grave por lo que estiman de forma sesgada los riesgos.

No sería sensato subestimar los riesgos de la inflación. Una inflación elevada es un problema importante para los países que han seguido una política de QE y si el crecimiento no es tan sólido como se suponía hace pocos meses dado el reforzamiento de las restricciones de oferta (precios de la energía, crecimiento débil en USA y China, problemas de las cadenas de suministro), desescalar los estímulos monetarios traería consigo problemas, entre otros, la disminución del apoyo a políticas fiscales de carácter estructural destinadas a mejorar el crecimiento a largo plazo.

Existen, además, algunos riesgos de que la inflación sea más duradera de lo previsto hace poco tiempo. Por una parte, el aumento de precios del mercado residencial y la existencia de valoraciones muy elevadas de los activos financieros dados los tipos interés que, aún sin alcanzar la categoría de burbuja –como en la crisis iniciada en 2007– es apreciable. Por otra el aumento del endeudamiento privado de familias y empresas. Por último, aunque el precio de los servicios se ha comportado de forma muy moderada, la normalización de la situación provocará un aumento sensible de su demanda y si esto no se ve acompañado simultáneamente por el aumento de la oferta y ésta tarda más en recuperarse, porque el aumento de empleo exigido no se cubra, aumentarán los riesgos de inflación duradera.

¿Qué argumentos sostienen la postura de quienes consideran el rebrote de la inflación como temporal y, por tanto, la conveniencia de mantener más tiempo las políticas de apoyo a la recuperación de rentas y de producción?

En primer lugar, la inflación se ha manifestado en los precios de los bienes ya que los de los servicios se han mantenido controlados. La causa ha sido los aumentos de la demanda acompañados de la incapacidad de aumentar la oferta de servicios a corto plazo, y ambos efectos han venido provocados por la pandemia, por lo que la vacunación y la reducción de los contagios deben tanto normalizar la demanda de bienes –reduciéndola– como aumentar la demanda de servicios. Es decir, las restricciones de oferta irán desapareciendo a medida que se controle la pandemia y una situación normalizada generará una desviación de la demanda de bienes, de comportamiento inflacionista, hacia los servicios, de inflación moderada, un proceso que se verá reforzado por la disminución ya iniciada hasta la desaparición de apoyos fiscales a la adquisición de bienes. Por tanto, en el futuro próximo cabe esperar precios elevados de los combustibles fósiles, algo ya descontado derivado de la lucha contra el cambio climático, pero tasas de inflación moderadas en las materias primas, chips y materiales de construcción.

Permítanme que para ilustrar la complejidad de estas previsiones haga un inciso sobre un tema muy relevante: el comportamiento de los fletes marítimos.

Uno de los sectores más beneficiados con el covid ha sido el del transporte marítimo de contenedores que, dada la globalización y la consiguiente deslocalización de actividades, es un componente importante de los costes de las mercancías. Entre 2020 (III) y 2021 (III) los precios han aumentado en un 224% (Shangai-Rotterdam 375%, Shangai-Nueva York 166%, Rotterdam-Nueva York 210%), lo que ha provocado enormes aumentos de los beneficios (el líder mundial, la danesa Maersk ha aumentado en un año sus beneficios en un 500%).

¿Se trata de una inflación temporal o de efectos duraderos? No es fácil el diagnóstico. Por una parte, se trata de un sector que opera en régimen de oligopolio: en torno a 10 empresas mundiales aceptan como líder a Maersk en la fijación de precios, por lo que la competencia brilla por su ausencia y la subida de precios generada en el mercado spot por el atasco de los puertos, se ha trasladado enseguida a los contratos a largo plazo. Por otra parte, se trata de una actividad con un comportamiento cíclico muy acusado, derivado del hecho de que las compañías cuando experimentan un alza de su demanda encargan nuevos barcos que tardan en torno a 5-6 años en entregarse, de forma que el aumento de oferta suele coincidir con coyunturas menos boyantes y conducir a un desplome de precios.

En consecuencia, si los puertos se normalizan pronto es muy probable que la subida de precios revierta y que las previsiones de aumento de las flotas haga que los contratos a largo plazo revisen sus precios a la baja, de forma que los precios se mantendrían en rangos moderados durante la próxima década, pero recrudescimientos de la pandemia y políticas conservadoras en lo tocante a aumentos de la capacidad conducirían a un futuro de precios crecientes sostenidos.

Hasta aquí hemos discutido las razones a favor y en contra de considerar el repunte inflacionista actual como permanente o transitorio, y por tanto la necesidad o no de cortar los estímulos monetarios y fiscales a corto plazo, fundamentalmente en términos de la evolución de la causa originaria de la crisis: el coronavirus. Este es un aspecto muy importante porque si los problemas de salud pública no se solucionan adecuadamente la inflación, y la crisis, serán más duraderas y se podría entrar en una situación de estancamiento inflacionista. Pero existe otro aspecto fundamental del problema que tiene que ver con la reacción de los agentes económicos, trabajadores y empresas, ante el rebrote inflacionista actual.

Posiblemente el mayor riesgo de lo que hasta ahora puede calificarse como un repunte inflacionista temporal es que se produzcan efectos de segunda ronda tanto en los salarios como en los márgenes empresariales. Una situa-

ción especialmente perversa se produciría si las demandas salariales en la negociación colectiva exigieran compensar los efectos de la tasa de inflación contemporánea y las empresas trasladaran a precios todo el incremento de costes para mantener o mejorar sus márgenes. El positivo de esta imagen se daría si los sindicatos demandaran subidas salariales en un entorno del 2%, es decir, si ligaran la evolución salarial a la inflación subyacente sin incluir la energía y las empresas de los sectores más expansivos moderaran sus márgenes. Esto permitiría mantener moderando el ritmo la compra de activos de los bancos centrales y, por tanto, que el sector público utilizase parte del déficit para atender a la población más vulnerable.

Sobre lo primero, las demandas salariales, cabe mantener esperanzas porque los mercados de trabajo, en general, se encuentran en situación débil, los niveles de desempleo son aún elevados y los convenios que se están firmando en muy pocos casos incluyen cláusulas de salvaguarda salarial ligadas a la evolución del IPC; sobre la reducción de márgenes lo que estamos viendo conduce a un menor optimismo.

Un aspecto crucial a considerar es la evolución previsible de la política monetaria y, por tanto, las perspectivas de actuación de los bancos centrales.

Los europeos estamos acostumbrados a considerar que el BCE –y por extensión, todos los bancos centrales– tienen como único objetivo controlar la inflación. Esto no es así, salvo en el caso del BCE, ya que la Reserva Federal siempre ha tenido como objetivos tanto la estabilidad de precios como la maximización del empleo y, tras la *Federal Reserve Reform Act* de 1977, se añadió el tercer objetivo de mantener los tipos de interés a largo plazo moderados con objeto de evitar cambios bruscos en las rentabilidades de los bonos gubernamentales. Incluso, tras la crisis de 2008, todos los bancos centrales, de forma más o menos explícita, han asumido otro objetivo: preservar la estabilidad financiera. Es cierto que el BCE no tiene legalmente más objetivo que mantener la inflación en torno al 2% pero, por fortuna, ha asumido en la práctica otros objetivos en las crisis de 2008 y del covid: proporcionar la liquidez necesaria para que la economía no se hundiera y actuar de prestamista de última instancia.

El problema es que todos estos objetivos no se pueden alcanzar con un único instrumento, el tipo de interés a corto plazo, como se sabe desde que Tinbergen formulara su conocida regla de que el número de objetivos y de instrumentos independientes debe ser igual. Y los bancos centrales han utilizado a partir de 2008 ampliamente un nuevo instrumento: el tamaño de sus balances, lo que implica un peligro potencial para su independencia al ligar política monetaria y política fiscal a través de la adquisición de deuda pública y privada.

Frente a la respuesta cuasi automática de elevar los tipos de interés en cuanto la tasa de inflación sobrepase ligeramente el 2%, los bancos centrales,



para lidiar con las crisis recientes, han ido matizando la definición de sus objetivos de inflación, sustituyendo la regla rígida del 2% por la de perseguir «objetivos de inflación media», es decir, poder compensar años de inflación baja y alta.

Permítanme un inciso. La ortodoxia imperante en materia de política macroeconómica desde la década iniciada en 1980 ha sido el monetarismo extremo en sus dos versiones (friedmanita o expectativas racionales): las autoridades económicas no deben tener margen alguno de discrecionalidad de forma que deben cumplir dos reglas ineludibles: aumentar la cantidad de dinero por periodo en la cuantía precisa para permitir el crecimiento real del PIB más la tasa de inflación objetivo y la política fiscal debe mantener equilibrados los presupuestos. Esto constituye un error analítico importante: identificar los objetivos de política macroeconómica a corto y medio plazo con las condiciones de equilibrio macroeconómico a largo plazo. La política fiscal ya comenzó a flexibilizarse considerando topes al déficit anual máximo y equilibrio a lo largo del ciclo, permitiendo por tanto el uso del déficit público como objetivo anticíclico a corto y medio plazo y la política monetaria ha tardado algo más en seguir ese camino. Posiblemente porque el monetarismo, como señaló agudamente Tobin en su crítica a Friedman, hizo la aportación fundamental empírica de que el dinero era importante frente a posiciones previas que lo consideraban irrelevante, pero la tradujo, fuera de forma intencionada ideológica, por error analítico o por ambas, en la máxima de que el dinero era lo *único* importante.

Volviendo al día de hoy, los bancos centrales reaccionaron ante el re-  
crudecimiento de la inflación inicialmente de forma semejante considerando que se trataba de un episodio temporal pero que la inflación subyacente (que no incluye el precio de la energía ni de los alimentos no elaborados) se mantenía en niveles mucho más moderados que el IPC y que la causa de este comportamiento era el coviv de forma que cuando la pandemia fuera controlada las tensiones inflacionistas desaparecerían, lo que hacía innecesario plantearse un cambio de estrategia respecto a la política de QE seguida en los últimos años.

En pocos meses, la percepción ha cambiado de manera sutil. Los bancos centrales siguen considerando que la inflación actual es un fenómeno temporal, pero tanto su rápida e intensa escalada como los riesgos de que el comportamiento de empresas y trabajadores den lugar a efectos indeseables de segunda ronda, les han convencido de que es preciso suavizar los estímulos monetarios y han abierto el melón de las subidas del tipo de interés.

Sin embargo, lo han hecho con distinta intensidad respondiendo a la diferente situación económica de cada país. En noviembre la tasa de inflación en EE. UU. alcanzó el 6,8% mientras que en la UE se situaba en el 5%, ralentizando su aumento en la segunda mitad de 2021 con comportamientos distintos en los países (Alemania reducía su inflación, Francia la mantenía y España, Holanda e Italia la aumentaban). En todo caso, el comportamiento de la infla-

ción subyacente es mejor en la UE que en los EE. UU. y las expectativas de su evolución se sitúan por encima del 2% en EE. UU. y por debajo en la UE. Además, el mercado de trabajo está más tenso en los EE. UU., donde se perciben algunos posibles efectos de segunda ronda por el aumento de las huelgas, pese a que 4 millones de trabajadores hayan abandonado voluntariamente su puesto de trabajo apoyados por una política fiscal expansiva orientada a fomentar el gasto privado. Por último, el programa Next Generation no debería tener efectos inflacionistas como los de la política fiscal estadounidense dado el tipo de gasto que financiarán sus proyectos.

En consecuencia, la Reserva Federal ha avanzado tres subidas del tipo de interés del 0,25% en el año en curso y dos subidas adicionales en 2023 así como el final de la adquisición neta de deuda pública en marzo. Por su parte, el BCE ha hecho público que aumentará los tipos si las previsiones de inflación a 18 meses o a medio plazo superan el 2% o si la inflación subyacente observada no es consistente con la convergencia al 2%, posponiendo en la práctica las subidas a 2023 salvo cambios imprevistos, y reduciendo la cuantía de las operaciones de adquisición de deuda, dejando de adquirir la debida al covid a partir de marzo de este año. El Banco de Inglaterra ya ha subido sus tipos el 0,15%.

Y para terminar, unos breves comentarios sobre la situación española.

El inicio de la pandemia provocó en la economía española una caída del PIB y destrucción de empleo sin precedentes en crisis anteriores que afectó especialmente al sector primario, la hostelería, el transporte, la industria del motor y la química, mientras se vieron relativamente beneficiados los servicios financieros, información y comunicaciones, maquinaria, informática y productos eléctricos y farmacéuticos.

Los frecuentes cambios en las previsiones y correcciones de estimaciones provisionales -cuya causa ya hemos comentado- hacen difícil realizar ejercicios de futuro, pensemos que en el tercer trimestre de 2021 el INE aumentó la pasa de crecimiento del PIB inicialmente estimada en el 2% hasta el 2,6%, lo que supone 2,5 pp más de crecimiento anual. Pero, en todo caso, una estimación conservadora del crecimiento en 2022 sería repetir el 4,5% de 2021 frente al optimismo gubernamental que apunta al 6,5% el año pasado y al 7% este curso. En todo caso, tasas de crecimiento muy apreciables.

Por su parte, el empleo se ha ido recuperando aceleradamente en cada trimestre de 2021 pasando del 1% al 4% y al 5,5% y el último dato de empleo es de creación de 776.000 puestos de trabajo, el mayor experimentado desde 2005 que si se añaden los trabajadores retornados a la actividad tras los ERTes alcanzan los 1,5 millones, aunque 200.000 de ellos se encuentren en actividad limitada. El empleo, por tanto, y la afiliación a la Seguridad Social, se han recupe-

rado mucho más deprisa que en la crisis de 2008 en que se tardó una década en alcanzar los niveles de precrisis.

Un tema relevante de debate es el significado de las discrepancias entre el comparativamente débil crecimiento del PIB respecto al del empleo: dado el ritmo de creación de puestos de trabajo, en el segundo trimestre de 2021 el PIB debería haber crecido el 4%, y no como lo hizo al 1%, y en el tercero el 5% y aumentó solo el 3%.

Son posibles dos lecturas de esta aparente anomalía si los datos se confirman. Una negativa: la caída de la productividad, acusada en agricultura, construcción y sector inmobiliario. Una positiva: la economía española necesita ahora crecer mucho menos para crear empleo neto. Para decantarse por una o por otra, y afinar por actividades, habrá que esperar a los datos definitivos del PIB, aunque lo más probable es que ambos fenómenos se hayan dado.

En suma, todo parece apuntar a una cierta desaceleración respecto a lo esperado a comienzos del año pasado, pero manteniéndose una apreciable expansión y un buen comportamiento del empleo.

Por lo que respecta a la inflación, las previsiones para este año van desde el 3,7% del Banco de España y el 3,2% de la OCDE, mayores que la inflación media de 2021, hasta el 2,1% de la Comisión Europea que implicaría una reducción de dicha inflación media. Y en ambos casos una mejora sustancial a partir de primavera. Pero esto dependerá en buena medida de qué suceda con el precio de la energía eléctrica y del gas, porque conviene recordar que la tasa de inflación subyacente que experimentamos es del 2,6%, pero la de la energía del 26% que, además, depende en parte de factores estratégicos (Rusia). Esto implica un riesgo no despreciable: que en los sectores electrointensivos (agroalimentación, transporte, química, aluminio) la caída de los márgenes trate de compensarse con elevaciones de precios.

La mejor noticia en el frente de la inflación es que no parecen existir, por ahora, riesgos de efectos de segunda vuelta en lo relativo a los salarios. Los convenios colectivos firmados hasta noviembre en España incorporan por media un aumento salarial del 1,5%, similar al de la inflación subyacente media del año, similar al de la UE (1,4%) e inferior a la de 2020 que fue del 1,8%. Además, las cláusulas de salvaguarda que antes de 2008 se aplicaban en el 70% de los convenios solo se han acordado en 2021 en el 17% de los casos.

Unas palabras finales sobre presupuestos. España arrastra una década de déficit estructural desde el 6% del PIB en 2010 hasta el 4,7% de 2021, lo que supone en torno a 60.000 millones de euros. Antes o después la situación debe corregirse por la vía de un cambio en los ingresos y los gastos públicos. España es, junto a Eslovaquia, el único país que ha presentado en Bruselas unos pre-

supuestos contractivos para 2022 y ha sido sorprendentemente buena la marcha de la recaudación en 2021, con un aumento del 16%, muy superior al del PIB, pero esta tendencia no se mantendrá en ausencia de reformas de calado.

Desde una perspectiva más inmediata quizá el problema más relevante sea la lenta ejecución de los 27.000 millones de fondos europeos recibidos (9.000 en verano y 10.000 hace semanas) que en octubre solo alcanzaba el 28% de la cuantía total comprometida, lo que seguramente ha sido un factor de retraso en la recuperación de la inversión privada.

En síntesis, la situación, siendo de profunda crisis, apunta algunas luces esperanzadoras: 2021 ha presentado un récord de recuperación del empleo y de afiliación a la Seguridad Social, la prima de riesgo se mantiene estable y baja, el *stock* de deuda pública, aunque elevado, se ha estabilizado respecto al crecimiento nominal del PIB, el déficit público se ha comportado mejor de lo esperado y no existen síntomas de efectos de segunda ronda que presagien una espiral salarios-precios.

La variable clave de cómo evolucione la economía española en los próximos años será la eficacia en la utilización de los fondos Next Generation sobre los que recomiendo la lectura de varios trabajos de nuestro compañero Alfonso Novales a los que nada puedo añadir. También será importante en qué medida se consigue pasar de un objetivo inicial ineludible de sostener la demanda a prestar mayor apoyo a los sectores productivos. Y habrá que esperar al texto final de la reforma laboral que, en su versión actual, es técnicamente mejor de lo que se esperaba y cuenta con el acuerdo de sindicatos y patronal, algo nunca logrado en las numerosas reformas tras la de 1984 que consagró la contratación temporal no causal.

Hay diversos factores, de carácter más estructural, y que dependen en menor medida de los gobiernos nacionales, que son relevantes para el resultado final de la crisis. Por poner un par de ejemplos de distintos campos y naturaleza: el problema de las cadenas de valor, cada vez más inestables y de las que incluso depende la seguridad nacional, la defensa e industrias críticas como la automoción y la química, un problema derivado del cómo se ha llevado a cabo el proceso de globalización económica; o la elevada y creciente concentración en actividades como la banca, las aerolíneas o la industria farmacéutica, que permite aumentar precios y reducir la inversión, elemento esencial del crecimiento de la productividad, por lo que supone una amenaza de estancamiento secular y requiere modificaciones de la regulación antitrust. Pero estos son otros temas.

Como habrán podido comprobar, pese a ser economista, no tengo una visión catastrofista de la posible evolución a medio plazo de la crisis, pero para superarla y salir de ella siendo más resilientes y eficientes, son necesarias varias

cosas, algunas de las cuales no dependen de decisiones nacionales: mantener el control del virus y prepararse para hacer frente mejor a nuevas pandemias, una política fiscal que ayude a sostener la demanda y mejore la productividad a largo plazo, empezar a reducir de forma progresiva pero no brusca los estímulos monetarios y un conjunto de reformas laborales, de mercados de productos, de las cadenas de valor y financieras que fortalezcan la competencia. Una agenda apretada y difícil para los políticos.

Nada más y muchas gracias por su atención y paciencia.

