



## Transversal

## José García Montalvo

Catedrático de  
Economía (UPF)

# ¿Cuánto durará la inflación?



Llevamos ya meses oyendo hablar de una inflación disparada y persistente, contrariamente a lo esperado hace algo más de medio año. En este periodo ha comenzado una guerra en Europa que ha afectado al precio de muchas materias primas y distorsionado adicionalmente las cadenas de suministros, todavía muy afectadas por las consecuencias de la pandemia. Hacer previsiones en esta situación es una tarea bastante arriesgada especialmente porque el nivel de incertidumbre es enorme. Vale la pena recordar que una de las consultorías más demandadas en los últimos meses por las grandes empresas multinacionales es la generación de escenarios ante la posibilidad de una guerra en Taiwán.

Pero ¿y si la inflación no fuera tan persistente? ¿Y si el péndulo se hubiera movido en exceso desde la absoluta transitoriedad a la persistencia absoluta? Hay varios argumentos que parecen indicar que existe una elevada probabilidad de que la inflación se modere en el segundo semestre.

En primer lugar, está el efecto base. Los precios de la energía comenzaron a subir en la segunda mitad del 2021 y, por tanto, cuando comparemos con la de ese periodo la inflación anual descenderá por construcción.

En segundo lugar, las expectativas de ralentización de la economía tienen un efecto balsámico sobre los precios de las materias primas incluso antes de que se haya producido el parón. En el último mes o mes y medio los precios del petróleo, el trigo, el aceite de palma, el algodón, el cobre, el acero, el platino, etcétera han caído significativamente. De hecho, el precio del petróleo ya ha vuelto al valor anterior al comienzo de la guerra de Ucrania. Solo ha seguido subiendo el precio del gas y, especialmente, el carbón. Estas caídas de precios de materias primas son buenas noticias, aunque la apreciación del dólar resta algo a este impulso deflacionario en los países de la zona euro.

Pero supongamos por un momento que estos dos efectos no fueran suficientes para detener la espiral inflacionista. Supongamos, como es muy probable, que Rusia mantuviera cerrado el tránsito de gas por el Nordstream 1. Dadas las reservas de gas acumuladas por los países europeos más dependientes del gas ruso, esto provocaría problemas de abastecimiento y potencialmente cortes de suministro haciendo mucho más probable una recesión en Europa. Además, como hemos comprobado en muchas ocasiones en las últimas décadas, las revueltas sociales están normalmente relacionadas con el desabastecimiento energético o la subida del precio de los combustibles. En este caso la UE presionaría a Ucrania para que aceptara unas nuevas fronteras con Rusia en el oeste y el sur, a cambio de ofrecerle dinero para la reconstrucción y un acceso rápido a la Unión. El fin de la guerra reduciría la presión de los precios de muchas materias primas y reconstruiría, aunque fuera lentamente, las cadenas de suministro. En un principio seguramente existirá cierta aversión, o incluso veto formal, a comprar gas o petróleo ruso pero la situación se normalizaría por la fuerza de los hechos.

Es cierto que, además de los efectos coyunturales sobre la inflación del incremento del precio de las

materias primas, existe un efecto estructural asociado a una cierta *desglobalización* y el aumento de coste asociado a considerar la posibilidad de la ruptura de la cadena de suministros en redes de proveedores complejas distribuidas por muchos países. Además, la necesidad de redundancia en los proveedores para mitigar problemas similares a los observados en estos últimos dos años también supondrá un coste adicional que se transmitirá a los precios. Pero la parte estructural contribuye poco a la inflación que tenemos actualmente. El peligro más importante es la puesta en marcha de una espiral salarios-precios y el aumento de las expectativas de inflación entre los agentes económicos. Estos efectos ya se observan con claridad en Estados Unidos y requieren una subida intensa de los tipos de interés. Sin embargo, esta situación todavía no se da en la mayor parte de Europa. Y teniendo en cuenta que será la más afectada por las consecuencias de la guerra y que la inflación podría moderarse antes de que las expectativas inflacionistas se desanclen totalmente, no es esperable que los tipos alcancen niveles muy altos. Además, la inversión de la curva de tipos (tipos a largo más bajos que los tipos de interés a medio plazo) indica que nos encaminamos

## Peligros Hay que evitar una espiral de salarios-precios porque afectaría a las expectativas de los distintos agentes económicos

a una recesión que requerirá ser muy cautos con las subidas de tipos de interés.

La evolución de la inflación y las perspectivas de crecimiento están sin duda relacionadas. Por ejemplo, la última encuesta a inversores alemanes muestra que el sentimiento está en mínimos desde el 2011 siendo una de las causas más citadas el precio de la energía y el previsible aumento de los tipos de interés en el BCE. Aun considerando que la

inflación se mitigará en los próximos meses es importante que caiga suficientemente rápido para que no siga afectando a las expectativas de los agentes económicos y aumente la probabilidad de entrar en una espiral de subidas de salarios y precios. El problema son los retardos con los que cambios en el precio de las materias primas se transmiten a los productos. Por ejemplo, en el caso del precio del petróleo se ajusta muy rápido al alza, pero la gasolina tarda en recoger las caídas. Las caídas del precio del petróleo también tienen que llegar a moderar los precios de los productos petroquímicos derivados (nylon, caucho, plásticos, etcétera) que están en máximos históricos.

Al final, como casi siempre en economía, todo depende de las expectativas de los agentes: las expectativas de recesión influyen sobre los precios de las materias primas, que influyen en las expectativas de inflación que influyen sobre las decisiones de tipos de los bancos centrales y las demandas salariales y los precios de las empresas que, a su vez, alteran las expectativas de inflación y probabilidad de recesión.

Por desgracia los economistas todavía no sabemos medir de una forma útil, en términos predictivos, la evolución de estas expectativas. Los *animal spirits* siguen resistiéndose a la medición económica. |

## Descenso

Hay varios argumentos que parecen indicar que existe una elevada probabilidad de que la inflación se modere en el segundo semestre