

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA EN LA ZONA EURO: CAUSAS Y CONSECUENCIAS

Inflation and monetary policy in the Eurozone: causes and consequences

Dr. Mario del Rosal Crespo
Universidad Complutense de Madrid (España)
<http://orcid.org/0000-0001-9226-5791>
mariodelrosal@ucm.es

.....
Recibido: Diciembre 2022
Aceptado: Enero 2023
.....

Resumen

La zona euro está experimentando en la actualidad el episodio inflacionario más grave de los últimos cuarenta años. En este texto, analizamos brevemente las causas de este incremento de los precios, las consecuencias que está teniendo para los salarios reales, las políticas monetarias que el Banco Central Europeo ha puesto en marcha para atajarlo y los efectos que estas políticas tienen sobre la dinámica de acumulación y sobre la situación material de la clase trabajadora. El objetivo es doble: por un lado, describir el fenómeno y sus consecuencias; y, por otro, evidenciar, desde el enfoque de la crítica de la economía política, algunas de las contradicciones y límites de las políticas monetarias convencionales aplicadas.

Palabras clave: euro, zona euro, Banco Central Europeo, inflación, salarios reales.

Abstract

The eurozone is currently experiencing the worst inflation episode in the last forty years. This paper briefly analyzes the causes of this price increase, its consequences on real wages, the monetary policies implemented by the

European Central Bank in order to solve it, and the effects of these policies on the dynamics of accumulation and on the material wellbeing of the working class. The text seeks a double objective: on the one hand, to describe the phenomenon and its consequences; and, on the other, to highlight, from the approach of the critique of the political economy, some of the contradictions and limits of the conventional monetary policies applied.

Keywords: euro, Eurozone, European Central Bank, inflation, real wages.

Clasificación JEL: E31, E52, E58, J30

Introducción

La inflación en los diecinueve países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) que comparten el euro ha experimentado un crecimiento explosivo a lo largo los dos últimos años. Como puede observarse en la Gráfica 1, desde la deflación medida en diciembre de 2020 hasta noviembre de 2022, último mes del que tenemos registros en el momento de cerrar este texto, el Índice Armonizado de Precios al Consumo (IAPC) ha escalado de forma continua y acelerada hasta alcanzar una tasa máxima de aumento interanual del 10,6% en octubre de 2022. Jamás en los 24 años de historia de la moneda única había ocurrido algo así. Es más: para la mayor parte de los países integrantes de la zona euro son las mayores cifras de inflación de los últimos cuarenta años.

Gráfica 1. Evolución de la inflación en la zona euro (01/1999 – 11/2022)

(Tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo, datos mensuales)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eurostat

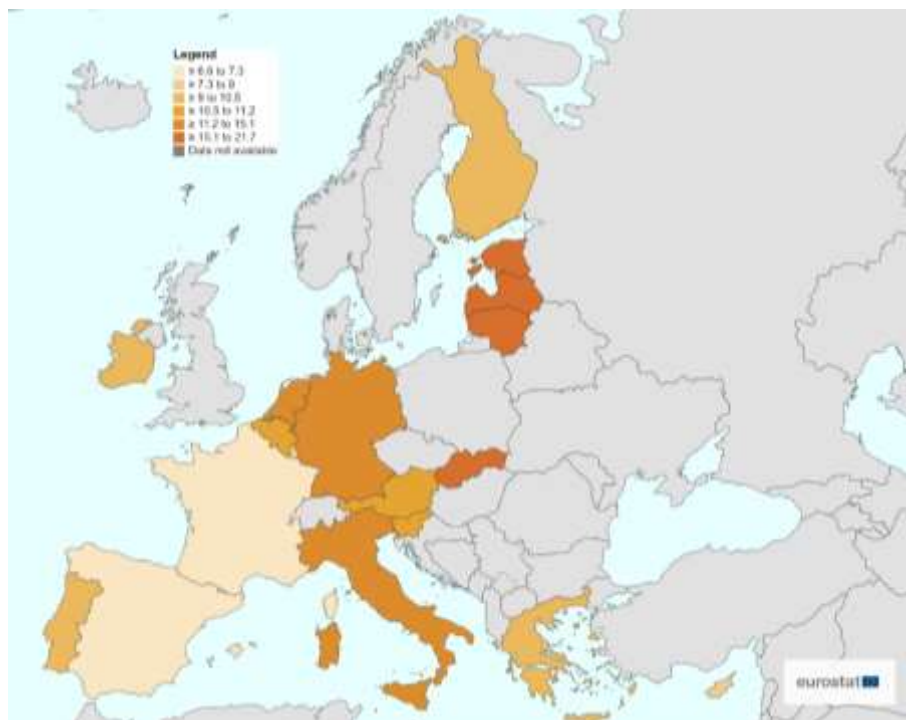
Este aumento vertiginoso de los precios no ha sido homogéneo en todos los países. Como muestra la Gráfica 2, la región más gravemente afectada ha sido la de las tres repúblicas bálticas (Estonia, Letonia y Lituania), todas ellas con tasas interanuales superiores al 20% desde julio de 2022.

Junto a ellas, otros ocho países se sitúan en dos dígitos. Entre ellos, destacan por su relevancia y significado político los casos de Alemania, Países Bajos y Austria. Junto a Finlandia, Dinamarca y Suecia, también con tasas superiores o muy próximas al 10% de inflación, forman el grupo de los países autodenominados «frugales», es decir, defensores a ultranza de las políticas monetarias y fiscales más ortodoxas contra la inflación.

Con cifras inferiores al 10% encontramos a otros ocho países, entre los que se encuentran Francia y España, economías que, paradójicamente, suelen presentar tendencias inflacionistas sensiblemente superiores a sus vecinos del norte y a las que se suele acusar de mayor laxitud presupuestaria.

Gráfica 2. Inflación en la zona euro por países (11/2022)

(Tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo, dato mensual)



Fuente: Eurostat, 2022

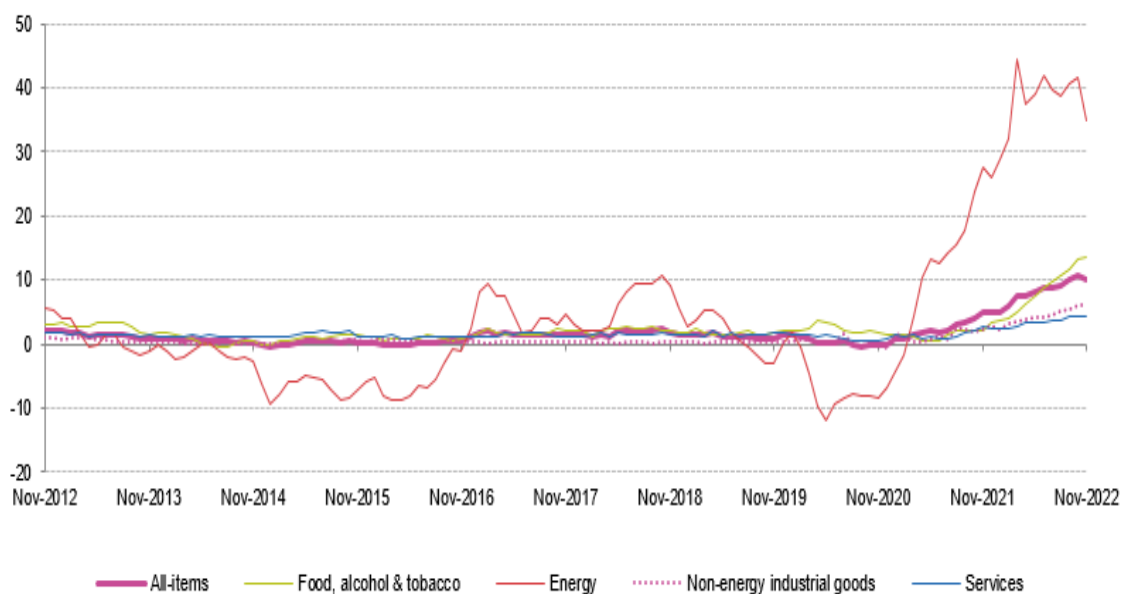
Causas de la inflación

Los factores que han provocado un aumento tan desproporcionado e inusual de la inflación en la zona euro son diversos y, entre ellos, destacan dos fundamentales. Primero, los problemas logísticos que han afectado a las cadenas de producción y distribución tras los desconfinamientos derivados de la pandemia. Y, segundo, las restricciones de suministro y el encarecimiento de la energía, la electricidad y los alimentos causados por la guerra de Ucrania.

En la Gráfica 3 se evidencia cómo han sido, precisamente, la energía y los alimentos los rubros que han empujado antes y en mayor medida la inflación al alza. Su efecto no solamente ha incrementado los precios, sino que ha aumentado los costes de los demás sectores productivos, lo que explica que el resto de actividades económicas, incluidos los servicios, se hayan visto contagiados cada vez en mayor medida por esta situación.

Gráfica 3. Evolución de los componentes de la inflación en la zona euro (11/2012 – 11/2022)

(Tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo, dato mensual)



Fuente: Eurostat, 2022

Los dos factores comentados nos ayudan a entender tres cuestiones importantes. En primer lugar, que la inflación no comenzó su escalada en febrero de 2022, cuando Rusia inició la invasión de Ucrania, sino un año antes. En segundo lugar, que ambos factores se alimentan mutuamente, lo que dificulta enormemente cualquier estrategia de contención de los precios. Y, en tercer lugar, que ambos elementos causales son de oferta, no de demanda, ni tampoco de carácter monetario. Esto último es de enorme importancia para

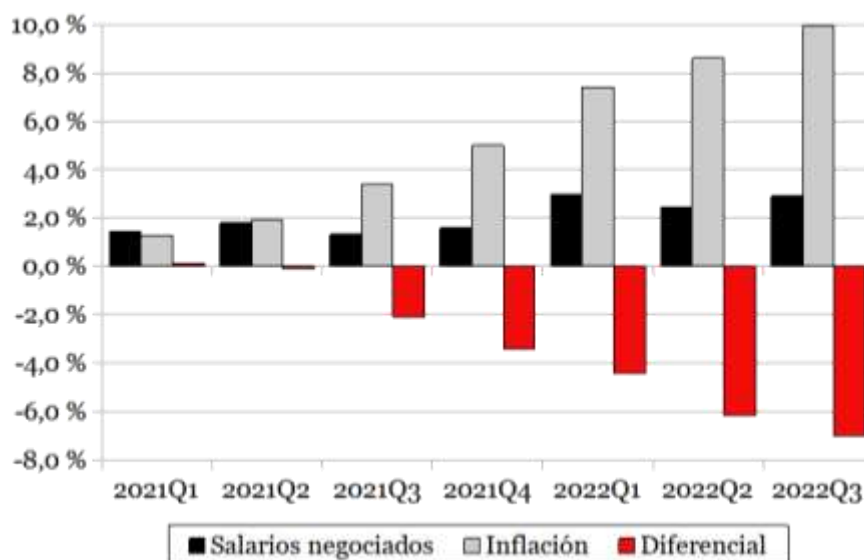
comprender las limitaciones y contradicciones de la política monetaria restrictiva puesta en marcha por el BCE que comentaremos más adelante.

Consecuencias de la inflación

La primera y más grave consecuencia del episodio inflacionario en la zona euro ha sido el hundimiento de los salarios reales. Los sueldos negociados habían crecido en la zona euro al finalizar el tercer trimestre de 2022 un 7% menos que los precios en relación con el año anterior. Por tanto, los salarios reales han caído en ese porcentaje como media en la UEM. Y, como podemos ver en la Gráfica 4, esta divergencia entre la dinámica de aumento de la inflación y la de los salarios ha ido agravándose a lo largo de 2021 y 2022.

Gráfica 4. Evolución de los salarios negociados y la inflación en la zona euro (2021Q1 – 2022Q3)

(Tasas de variación interanual de salarios negociados y de inflación y diferencial entre ambas)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central Europeo y Eurostat.

Esta creciente divergencia entre precios y salarios no ha sido homogénea en los diecinueve países del euro. Aunque podríamos suponer de antemano que el diferencial debería ser tanto mayor cuanto más alta fuera la inflación, lo cierto es que no es así. Y la razón es evidente: la capacidad de la clase trabajadora para exigir incrementos salariales es bastante diferente en los distintos países. Y esta disparidad responde, sobre todo, a tres cuestiones. Primero, la variopinta capacidad de presión y negociación de los sindicatos en cada país, fenómeno directamente relacionado con las tasas de afiliación de los trabajadores. Segundo, las dispares tasas de desempleo que imperan en las economías europeas, algo que afecta de forma directa a la formación de los salarios. Y, tercero, la legislación laboral que condiciona los contratos de

trabajo, cuyas características determinan en gran medida la posibilidad de que los salarios puedan reaccionar ante incrementos repentinos de la inflación.

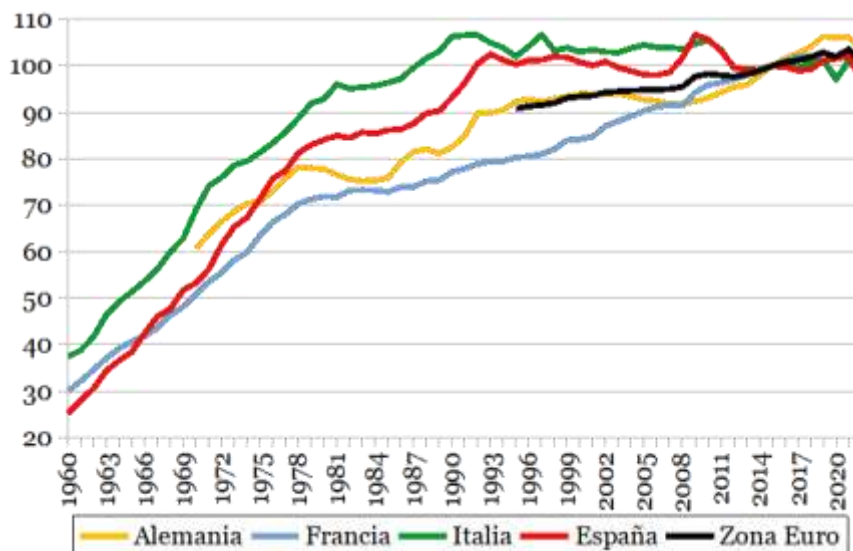
Estos factores permiten empezar a comprender las razones por las que, por ejemplo, los trabajadores alemanes han sufrido una caída de su salario real menor que la de sus compañeros españoles a pesar de que la inflación en Alemania es bastante más elevada que en España. Según las previsiones de Ameco para 2022 disponibles a la fecha de cierre de este texto (datos notablemente optimistas, si las comparamos con las cifras de retribuciones registradas antes comentados), el salario real en Alemania caería un 2,45% en 2022, mientras que en España se hundiría más de doble, hasta un 5,19%. No es casualidad que Alemania presentara en 2019 unas tasas de afiliación sindical cuatro puntos superiores a las de España y, sobre todo, que la tasa de paro del primero fuera del 3% en octubre de 2022 frente al 12,5% del segundo (Eurostat, 2022).

En cualquier caso, es fundamental recordar que este episodio de represión del salario real por vía inflacionaria es la última vuelta de tuerca de una dinámica de desvalorización de la fuerza de trabajo con décadas de historia en la UEM. Como puede comprobarse en la Gráfica 5, los años 80 del siglo pasado ya dieron pie a una ralentización del ritmo de crecimiento del salario real en los cuatro grandes países de la zona euro (Alemania, Francia, Italia y España). Y fue ya en los 90, bajo las directrices de Maastricht que marcarían la creación de la moneda única, cuando se aprecia un claro estancamiento que perdura hasta nuestros días.

Así, vemos cómo los salarios reales en Italia y España en 2022 son similares a los de 1987 y 1991, respectivamente. Mientras, en Francia y Alemania, donde la clase trabajadora ha salido algo menos perjudicada, los respectivos salarios reales en 2022 equivalen a los de 2014 y 2017. Grosso modo, esto significa que, en el caso de los dos grandes países mediterráneos, las mejoras en la productividad de los últimos treinta años —que, en cualquier caso, han sido bastante modestas— han ido a parar íntegramente al capital, lo que ha conducido a una notable caída del salario relativo. Y eso sin contar con la tendencia al aumento de la asalarización, que supone un agravamiento de esta tendencia, como se puede constatar al analizar el coeficiente salarial.

Gráfica 5. Evolución del salario real en Alemania, España y la zona euro (11/2012 – 11/2022)

(Deflactado con el Índice Armonizado de Precios de Consumo. Índices, 2015 = 100)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AMECO. Estimaciones para 2022

Las políticas monetarias del BCE contra la inflación y sus consecuencias

Según establece el artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y el artículo 2 del Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y del Banco Central Europeo, el único objetivo del BCE es el control de la inflación. Así es como lo explicitan ambos textos (subrayado nuestro):

El objetivo principal del Sistema Europeo de Bancos Centrales [...] será mantener la estabilidad de precios. Sin perjuicio de este objetivo, el SEBC apoyará las políticas económicas generales de la Unión [...].

Por tanto, en la UEM, es esta autoridad monetaria única la encargada de velar por una adecuada evolución de los precios en las diecinueve economías que tienen el euro como moneda oficial. Y, en consecuencia, el BCE es la institución responsable de atajar la explosiva inflación desatada desde 2021.

La tasa interanual de crecimiento de los precios que estableció el BCE como objetivo de su política monetaria es del 2%, cifra igual a la de otros muchos Bancos Centrales de países desarrollados, como Estados Unidos, Japón, Reino Unido o Suecia. Más específicamente, el Consejo de Gobierno decidió en 2021 modificar ligeramente la concreción de este objetivo, cambiando de esta manera la concepción vigente hasta entonces, según la cual ese 2% era

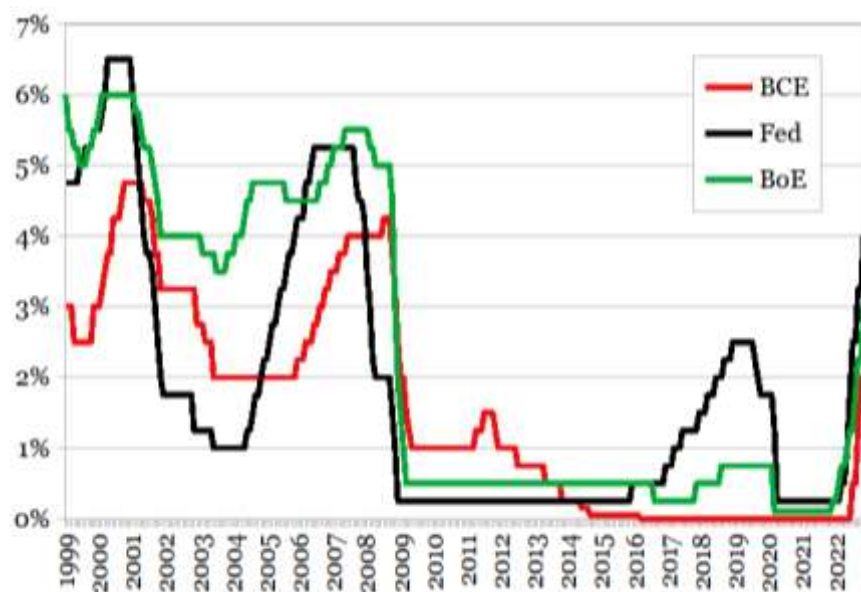
entendido como un límite máximo bajo el cual se debían tratar de mantener las tasas de inflación (Hernández de Cos, 2022). La cuestión queda fijada del siguiente modo (subrayado nuestro):

El Consejo de Gobierno considera que la mejor forma de mantener la estabilidad de precios es teniendo un objetivo de inflación del 2% a medio plazo. Su compromiso con este objetivo es simétrico, en el sentido de que considera que las desviaciones positivas y negativas de este objetivo son igualmente deseables.

Como reflejaba la Gráfica 1, este objetivo se fue consiguiendo en mayor o menor medida de 1999 a 2021, aunque con una preocupante tendencia a la deflación contra la que el BCE ha luchado sin mucho éxito a lo largo de los últimos catorce años mediante una clara estrategia de expansión cuantitativa. Sin embargo, desde julio de 2021, la inflación en la zona euro ha desbordado cada vez más ampliamente la tasa objetivo del 2% hasta quintuplicarla.

Esta situación ha llevado al BCE a imponer en 2022 una política monetaria restrictiva con la que pretende atajar la subida de precios. Esa política se ha centrado en subir los tipos de interés oficiales a una velocidad inédita en la historia de esta institución. Así, el tipo de las operaciones principales de refinanciación, que es la tasa principal de referencia, ha pasado del 0% al 2% en apenas cuatro meses. En ese mismo periodo de tiempo, el tipo marginal de crédito ha subido del 0,25% al 2,25%, mientras que el tipo de depósito ha abandonado la tasa negativa del -0,50% hasta alcanzar el 1,50%.

Como puede verse en la Gráfica 6, el cambio de rumbo monetario del BCE no es exclusivo de esta institución, sino que, de hecho, sigue la senda marcada por otros Bancos Centrales. En particular, el camino impuesto por la Fed, cuyo «privilegio exorbitante» como emisor del dinero mundial (Giscard d'Estaing dixit) le permite poner en marcha estrategias unilaterales de exportación de su inflación que perjudican notablemente a otras economías. De hecho, esta situación hace que muchos países se sometan a la lógica ortodoxa y acaben poniendo en marcha medidas monetarias que no responden a sus necesidades reales.

Gráfica 6. Tipos de interés oficiales del BCE, la Fed y el BoE (1999 – 2022)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE, la Fed y el BoE

La evolución del euro a lo largo de los tres primeros trimestres de 2022 es un claro ejemplo del daño que la política monetaria de Estados Unidos ha causado al resto de monedas del mundo. Como podemos comprobar en la Gráfica 7, la subida vertiginosa de los tipos de interés de la Fed ha llevado a una huida de capitales hacia el dólar que ha provocado su súbita apreciación frente a las demás divisas. En el caso concreto de la moneda europea, se ve claramente cómo ha llegado a perder hasta un 15% de su valor frente al billete verde. Y, aunque el dólar ha caído ligeramente en las semanas anteriores al cierre de este texto, aún se sitúa lejos de su tipo de cambio de enero de 2022.

Esto no sólo supone un problema para las importaciones europeas desde Estados Unidos, sino, sobre todo, para las compras por parte de los países de la zona euro de *commodities* desde cualquier país. Esto ocurre porque los alimentos, los minerales y los hidrocarburos se transan en dólares y, además, porque los países europeos tienen una elevada proporción de sus importaciones denominadas en la moneda estadounidense (Boz et al., 2020).

**Gráfica 7. Evolución del valor del euro frente al dólar estadounidense
(03/01/2022 – 30/11/2022)**

(Índices, tipo de cambio 3/1/2022 = 100)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Reserva Federal de los Estados Unidos

La reacción del BCE, además de estar en gran medida forzada por la política monetaria del hegemon norteamericano, ni siquiera responde a un análisis científico de las causas de la inflación, sino al evidente sesgo monetarista que caracteriza a esta institución desde su nacimiento (del Rosal, 2019). Un sesgo que tiende a suponer que los incrementos de la inflación tienen una causa monetaria y que, por tanto, es necesario aplicar políticas restrictivas para poder acabar con el problema.

A pesar del predominio académico y político de este punto de vista, la situación actual está muy lejos de confirmar sus suposiciones. No sólo no hay evidencias de que la aceleración de los precios haya venido dada por un exceso de emisión monetaria o de dinero en circulación, sino que, en realidad, una subida de los tipos de interés sólo podría funcionar si causara una recesión suficiente como para reprimir la demanda hasta un punto en el que se aproximara al equilibrio con una oferta restringida. Una oferta restringida que es, precisamente, la causa del alza de los precios y, por tanto, sobre la que se debería incidir. Pero, ¿de qué manera podría una subida de tipos aumentar la producción de energía, electricidad o los alimentos? ¿De qué forma podría el encarecimiento del crédito ayudar a solucionar los problemas de suministro provocados por la guerra de Ucrania o las dificultades logísticas derivadas de los confinamientos en China? Evidentemente, de ninguna.

De cualquier modo, es obvio que las autoridades monetarias, en general, y el BCE, en particular, tienen perfectamente claro que sus políticas van a infligir daños graves a la población. Y con esa misma claridad lo manifiestan. Jerome Powell, gobernador de la Reserva Federal, reconoce abiertamente que sus políticas van a causar «dolor a las familias y los negocios» (Wallace, 2022). De igual modo se sincera Phillip Lane, economista jefe del BCE, al decir que «no pretende afirmar que esto [su política monetaria] no vaya a provocar dolor».

Pero ni siquiera una recesión sería suficiente para devolver los precios a su cauce. La presidenta del BCE, Christine Lagarde, lo admitía al decir que «[n]uestras previsiones contemplan la posibilidad de una recesión suave en la eurozona, pero no creemos que esa recesión sea suficiente para domar la inflación» (Cinco Días, 2022).

Al mismo tiempo, el BCE muestra su preocupación por la posibilidad de que los salarios nominales suban demasiado como para poder garantizar que no van a causar los famosos efectos de segunda ronda en la inflación. Algo sorprendente si tenemos en cuenta, como hemos visto anteriormente, que no sólo no han subido «demasiado», sino que su crecimiento ni siquiera se acerca a lo que sería necesario para mantener el poder de compra de los trabajadores. En todo caso, Lagarde lanza una advertencia clara a este respecto (Yebra, 2022):

Dado que es probable que la inflación se mantenga alta durante un período prolongado, debemos monitorear las expectativas de inflación y las negociaciones salariales con mucho cuidado para asegurarnos de que el crecimiento de sueldos no se establezca persistentemente en niveles incompatibles con nuestro objetivo.

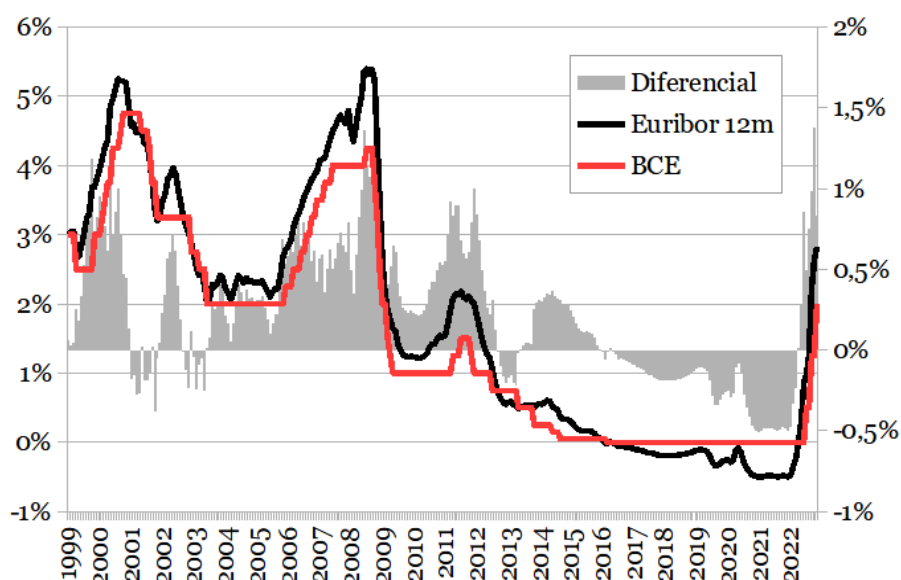
Comentarios similares pueden encontrarse en boca de prácticamente todos los banqueros centrales. Por ejemplo, el gobernador del Banco de Inglaterra, Andrew Bailey, fue muy criticado por pedir explícitamente a los trabajadores «moderación salarial» en un escenario de notable degradación del salario real (Schomberg y Smout, 2022).

Una de las primeras causas de «dolor» provocado por esta política monetaria restrictiva será el encarecimiento del servicio de la deuda. Esto afectará especialmente a los trabajadores que están pagando sus préstamos hipotecarios, que son un porcentaje muy elevado de la población. Y también a las pequeñas empresas, que no están ligadas al capital financiero, así como a cuentapropistas y cooperativas, cuya capacidad de absorción de un mayor coste financiero o de traslación a los precios de venta es menor que en las grandes compañías societarias. Y más aún a las llamadas empresas «zombis», que son aquellas que no obtienen beneficios suficientes para mantener su actividad pero que, sin embargo, continúan funcionando gracias al acceso a

refinanciación muy barata de sus deudas. En España, por ejemplo, se calcula que podría haber cerca de 50.000 empresas con este perfil (Informa D&B, 2022).

En el caso de la zona euro, constatamos en la Gráfica 8 cómo el Euribor, que es el tipo de interés del mercado interbancario que sirve como referencia directa para las hipotecas e indirecta para el resto de préstamos, ha aumentado muy sensiblemente desde el inicio de esta política restrictiva del BCE. Y no sólo eso, sino que, además, el diferencial entre esta tasa de referencia y el tipo de interés oficial, que hasta marzo de 2022 se había mantenido en cifras negativas, se ha disparado a niveles que no se veían desde el estallido de la Gran Recesión en 2008.

Gráfica 8. Evolución comparada del tipo de interés oficial del BCE y el Euribor (1999-2022)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE

Para configurar una política monetaria restrictiva coherente, la subida de tipos de interés debería ser complementada con una reducción de la emisión monetaria por parte del Banco Central. Más aún en el caso del BCE, que, como decíamos anteriormente, lleva catorce años aplicando un conjunto crecientemente heterodoxo de herramientas no convencionales para tratar de aumentar la oferta monetaria con la esperanza de estimular la acumulación. esta estrategia ha engordado el balance del BCE hasta niveles desconocidos, rozando la descomunal cantidad de nueve billones de euros, cifra similar al PIB conjunto de Alemania, Francia, Italia y España en 2021.

Sin embargo, la reversión de la expansión cuantitativa (*Quantitative Easing* o QE) y su sustitución por lo que podríamos llamar contracción cuantitativa (*Quantitative Tightening* o QT) está tardando bastante más en hacerse realidad que la subida de tipos de interés y no se espera que sea, ni mucho menos, tan brusca. Aunque es cierto que el BCE ha empezado a tratar de drenar el exceso de liquidez mediante la apertura de ventanas para el repago de los TLTRO (instrumentos a largo plazo instaurados por el BCE especialmente favorables para la financiación de los bancos comerciales), la evolución de esta dinámica está lejos de ser completamente previsible (Nieves, 2022). Una de las razones es la necesidad que tiene el BCE de seguir sosteniendo la deuda pública de los Estados más amenazados por la subida de tipos de sus bonos, algo que podría provocar el crecimiento de las primas de riesgo, es decir, de los diferenciales de tipos de interés de los bonos públicos de los miembros de la zona euro respecto del de los bonos alemanes, considerados como los más seguros.

Contra este peligro, que ya estuvo cerca de acabar con el propio euro en 2010, la autoridad monetaria europea se ha comprometido firmemente a aplicar una estrategia antifragementación por medio del llamado Instrumento de Protección de la Transmisión (*Transmission Protection Instrument* o TPI). Esta herramienta consiste en gestionar la política de compras de bonos públicos en mercados secundarios de forma discrecional, dando prioridad a los títulos con mayores dificultades para mantener sus tasas de rendimiento (del Rosal y Murillo, 2022). Como es obvio, si esta amenaza se agrava, el BCE no tendrá más remedio que continuar comprando esa deuda pública, lo que iría en contra de la política restrictiva que pretende imponer.

Conclusiones

La elevada y creciente inflación que afecta a la UEM desde 2021 está provocando graves problemas a las economías europeas. Por ello, es comprensible que las autoridades responsables de la evolución de los precios consideren imprescindible y urgente tomar medidas al respecto. Sin embargo, el BCE, lejos de plantear un diagnóstico científico y objetivo sobre las causas de este fenómeno para poder poner en marcha las políticas más adecuadas para proteger a la sociedad, continúa atrapado dentro de su propia ortodoxia basada en el paradigma convencional de raíces monetaristas. Este enfoque rígido e irreal está llevando al BCE a poner en marcha las habituales recetas de subidas de tipos de interés. Sin embargo, dado que esa inflación es básicamente de oferta y no de demanda, la única posibilidad real de moderar la subida de precios será provocando una recesión que, si lograra paliar la inflación, sería a costa de un gran sufrimiento para la población.

A esta incapacidad de profundas raíces ideológicas se añade la subordinación de las economías europeas al dominio monetario mundial estadounidense, cuyas agresivas subidas de tipos de interés está empujando aún más al BCE a mantener su rumbo de encarecimiento del crédito.

Ante esta situación, la clase trabajadora europea se ve condenada a tratar de sortear dos destinos que, siendo conceptualmente contrapuestos, resultan ser complementarios e igualmente dañinos. Por un lado, la Escala de la pérdida de poder adquisitivo provocada por la subida de la inflación. Y, por otro, la Caribdis de la recesión, el paro y la subsiguiente represión salarial que probablemente producirá la política monetaria restrictiva del BCE. Así, ya sea por la pertinacia de la inflación o por las políticas económicas que se implementan con el pretexto de luchar contra ella, los principales perjudicados seguirán siendo las trabajadoras y los trabajadores.

Bibliografía y fuentes estadísticas

- Ameco (2022). Base de datos de la Comisión Europea. <https://bit.ly/3BAVn8i> Recuperado el 14/12/2022.
- Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Le Mezo, H., Mehl, A., & Nguyen, M. T. (2020). *Patterns in Invoicing Currency in Global Trade* (Working Paper N.º 2020/126).
- Cinco Días (2022): “Lagarde avisa de que la recesión no será suficiente para ‘domar’ la inflación”, 3/11/2022. <https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/11/03/mercados/1667471516-330780.html>
- del Rosal, M. (2019). Una crítica de la economía política del Banco Central Europeo. *Papeles de Europa*, 32(1), Art. 1. <https://doi.org/10.5209/pade.64469>
- del Rosal, M., Murillo, F.J. (2022): “El Instrumento de Protección de la Transmisión (TPI): un nuevo instrumento de dominio para el Banco Central Europeo”, *Nueva Revolución*, 2/8/2022.
- Eurostat (2022). Base de datos de la Oficina Estadística de la Unión Europea. <https://bit.ly/3VP0v0B> Recuperado el 14/12/2022.
- Hernández de Cos, P. (Abril 1, 2022). *La política monetaria del Banco Central Europeo en su nuevo marco estratégico*. 177, 55-66. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Articulos%20Prensa/AAAA-2022-04-01-hdc.pdf>
- Informa D&B (2022): *Las empresas zombies en España*.
- Nieves, V. (2022): “El BCE empieza a ‘drenar’ el océano de liquidez: la banca devuelve 743.000 millones en un mes”, *El Economista*, 9/12/2022.

- Protocolo sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo. 12016M/PRO/04.
- Schomberg, W.; Smout, A. (2022): "Bank of England calls for wage restraint to keep grip on inflation", *Reuters*, 4/2/2022.
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. 12012E/TXT. 26/10/2012.
- Wallace, A. (2022): "Fed Chair Jerome Powell says 'some pain' is on the horizon. Here's what that means", *CNN*, 30/8/2022.
- Yebra, D. (2022): "El BCE admite que subir los tipos de interés no bastará para frenar la inflación", *El Diario*, 5/11/2022. https://www.eldiario.es/economia/bce-admite-subir-tipos-interes-no-bastara-frenar-inflacion_1_9683461.amp.html

Declaración de intereses

El autor declara que no existe conflicto de intereses.